

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

ОДЕСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ
ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
У КАТОВИЦАХ

МІЖНАРОДНІ ФІНАНСИ

НАВЧАЛЬНИЙ ПОСІБНИК

*5-те видання,
перероблене та доповнене*

*За редакцією
доктора економічних наук, професора,
академіка АЕН України Козака Ю. Г.*

*Рекомендовано
Міністерством освіти і науки України
як навчальний посібник для студентів
вищих навчальних закладів*

Київ – Катовіце
«Центр учбової літератури»
2014

УДК 339.9(075.8)

ББК 65.5я73

М 58

*Гриф надано
Міністерством освіти і науки України
(Лист №1.4/18-Г-1117 від 16.11.2006 р.)*

Рецензенти:

Ю. В. Макогон – доктор економічних наук, професор, академік АЕН України, Донецький національний університет;

С. А. Єрохін – доктор економічних наук, професор, ректор ВНЗ «Національна академія управління»;

С. О. Якубовський – доктор економічних наук, професор, Одеський національний університет.

Автори:

Козак Ю. Г., Логвінова Н. С., Sporek T., Szoltysek J., Захарченко О. В., Лебедева С. Н., Gribincea A., Kozak A., Shengelia T, Притула Н. В., Скарбовий С. С.

Міжнародні фінанси [текст] навч. посіб. 5-те вид. перероб. та доп./ за ред. **М 58** Козака Ю. Г.– Київ – Катовіце.: Центр учбової літератури, 2014. – 348 с.

ISBN 978-611-01-0570-5

На підставах висвітлення сутності міжнародних фінансів, закономірностей розвитку світової валютно-фінансової системи розглядаються питання щодо функціонування міжнародних фінансових ринків в умовах глобалізації, міжнародного оподаткування, особливостей міжнародного фінансового менеджменту.

Для студентів економічних вузів та факультетів.

УДК 339.9(075.8)

ББК 65.5я73

ISBN 978-611-01-0570-5

© Козак Ю. Г., 2014.
© Центр учбової літератури, 2014.

UNIWERSYTET EKONOMICZNY
W ODESSIE

UNIWERSYTET EKONOMICZNY
W KATOWICACH

FINANSE MIĘDZYNARODOWE

Wydanie piąte,
poprawione i uzupełnione

Pod redakcją prof. Jurija Kozaka

Kijów - Katowice
«Centrum literatury naukowej»

2014

ISBN 978-611-01-0570-5

Finanse międzynarodowe – wydanie piąte, poprawione i uzupełnione. – Pod redakcją prof. Jurija Kozaka. – Kijów – Katowice: Centrum literatury naukowej, 2014. – 348 s.

Autorzy:

J. Kozak, N. Logvinova, T Sporek, J. Szoltysek, O. Zakharchenko,
S. Lebedeva, A. Gribincea, A. Kozak, T. Shengelia, N. Prytula,
S. Scarboviy

ISBN 978-611-01-0570-5

Na podstawie zidentyfikowania istoty finansów międzynarodowych, prawideł rządzących rozwojem światowego systemu finansowo-walutowego są rozważane kwestie funkcjonowania międzynarodowych rynków finansowych w warunkach globalizacji, problemy opodatkowania międzynarodowego, cechy szczególne międzynarodowego zarządzania finansowego.

Dla studentów uczelni i wydziałów ekonomicznych

© J. Kozak, 2014.
© Centrum literatury naukowej, 2014

НАВЧАЛЬНЕ ВИДАННЯ

Козак Ю. Г., Логвінова Н. С., Sporek T., Szoltysek J.,
Захарченко О. В., Лебедева С. Н., Gribincea A.,
Kozak A., Shengelia T, Притула Н. В., Скарбовий С. С.

МІЖНАРОДНІ ФІНАНСИ

НАВЧАЛЬНИЙ ПОСІБНИК

*5-те видання,
перероблене та доповнене*

*За редакцією
доктора економічних наук, професора,
академіка АЕН України Козака Ю. Г.*

Оригінал-макет підготовлено
ТОВ «Центр учбової літератури»

Підписано до друку 26.09.2013. Формат 60x84 ^{1/16}
Друк лазерний. Папір офсетний. Гарнітура PetersburgСТТ.
Умовн. друк. арк. 19,6.

Видавництво «Центр учбової літератури»
вул. Лаврська, 20 м. Київ
тел./факс 044-425-01-34
сайт: www.cul.com.ua

Свідоцтво суб'єкта видавничої справи ДК № 2458 від 30.03.2006

Короткий зміст



ПЕРЕДМОВА	9
РОЗДІЛ 1. МІЖНАРОДНІ ФІНАНСИ У СВІТОВОМУ ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВОМУ СЕРЕДОВИЩІ.	11
Глава 1. Міжнародні фінанси: поняття та призначення	11
Глава 2. Світова фінансова система	21
Глава 3. Світова валютна система та принципи її функціонування	36
Глава 4. Особливості сучасних світових валютно-фінансових криз	64
РОЗДІЛ 2. МІЖНАРОДНІ РОЗРАХУНКИ ЯК ФОРМА ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВИХ ВІДНОСИН.	75
Глава 5. Міжнародні розрахунки: сутність та форми	75
Глава 6. Міжнародні платіжні системи.	81
РОЗДІЛ 3. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС: ТЕОРІЯ ТА ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ.	88
Глава 7. Теорія платіжного балансу	88
Глава 8. Державне регулювання платіжного балансу.	102
РОЗДІЛ 4. МІЖНАРОДНІ ФІНАНСОВІ РИНКИ	108
Глава 9. Міжнародний валютний ринок	108
Глава 10. Міжнародний кредитний ринок	129
Глава 11. Міжнародний ринок цінних паперів.	154
РОЗДІЛ 5. МІЖНАРОДНЕ ОПОДАТКУВАННЯ.	215
Глава 12. Особливості міжнародного оподаткування.	215
Глава 13. Офшорні центри в системі міжнародного оподаткування.	236
Глава 14. Відмивання «брудних» грошей.	249
РОЗДІЛ 6. МІЖНАРОДНИЙ ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ	283
Глава 15. Сутність міжнародного фінансового менеджменту	283
Глава 16. Загальні напрями міжнародного фінансового менеджменту.	296
Глава 17. Ризики в міжнародній діяльності фірми	326
БІБЛІОГРАФІЯ	345

ЗМІСТ



ПЕРЕДМОВА	9
РОЗДІЛ 1. МІЖНАРОДНІ ФІНАНСИ У СВІТОВОМУ ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВОМУ СЕРЕДОВИЩІ	11
Глава 1. Міжнародні фінанси: поняття та призначення	11
1.1. Економічна природа міжнародних фінансів	11
1.2. Міжнародні фінансові потоки	14
1.3. Світовий фінансовий ринок	17
Глава 2. Світова фінансова система	21
2.1. Структура та учасники світової фінансової системи	21
2.2. Функціонування світової фінансової системи в умовах глобалізації	22
2.3. Головні світові фінансові центри	26
2.3.1. Фінансові центри розвинутих країн	26
2.3.2. Фінансові центри країн, що розвиваються	29
2.4. Офшорні зони в системі світових фінансових центрів	33
Глава 3. Світова валютна система та принципи її функціонування	36
3.1. Поняття та види валют	36
3.2. Конвертованість валют	37
3.3. Валютний курс: сутність, види, режими	39
3.3.1. Розрахункові види валютних курсів	41
3.3.2. Крос-курс та тристоронній арбітраж	43
3.3.3. Режими валютних курсів	45
3.4. Рівноважний валютний курс	47
3.4.1. Попит і пропозиція на іноземну валюту	47
3.4.2. Залежність цін від зміни валютного курсу	48
3.5. Прогнозування валютного курсу	49
3.5.1. Чинники, що впливають на валютний курс	49
3.5.2. Моделі визначення валютного курсу	51
3.6. Сутність валютної політики, її форми	54
3.7. Еволюція світової валютної системи	56
3.7.1. Золотий та золотодевізний стандарт	57
3.7.2. Бреттон-Вудська валютна система	59
3.7.3. Ямайська валютна система	61
Глава 4. Особливості сучасних світових валютно-фінансових криз	64
4.1. Сутність та види фінансових криз	64
4.2. Антикризові заходи на національному та міжнародному рівнях	70

РОЗДІЛ 2. МІЖНАРОДНІ РОЗРАХУНКИ ЯК ФОРМА ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВИХ ВІДНОСИН	75
Глава 5. Міжнародні розрахунки: сутність та форми	75
5.1. Сутність міжнародних розрахунків	75
5.2. Основні форми міжнародних розрахунків	78
Глава 6. Міжнародні платіжні системи	81
6.1. Основні принципи функціонування платіжних систем	82
6.2. Види міжнародних платіжних систем	84
РОЗДІЛ 3. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС: ТЕОРІЯ ТА ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ	88
Глава 7. Теорія платіжного балансу	88
7.1. Сутність та принципи складання платіжного балансу	88
7.2. Структура платіжного балансу	93
7.2.1. Статті рахунка поточних операцій	95
7.2.2. Статті рахунка операцій з капіталом і фінансових операцій	96
7.3. Балансування статей платіжного балансу	99
Глава 8. Державне регулювання платіжного балансу	102
8.1. Концепція економічної рівноваги платіжного балансу	102
8.2. Сутність державного регулювання платіжного балансу	104
8.3. Міжнародна інвестиційна позиція країни	106
РОЗДІЛ 4. МІЖНАРОДНІ ФІНАНСОВІ РИНКИ	108
Глава 9. Міжнародний валютний ринок	108
9.1. Сутність міжнародного валютного ринку	108
9.2. Угоди на міжнародному валютному ринку	110
9.2.1. Валютні операції на умовах спот	111
9.2.2. Валютні форвардні операції	112
9.2.3. Валютні свопи	113
9.2.4. Валютні ф'ючерси	114
9.2.5. Валютні опціони	116
9.2.6. Спекулятивні валютні операції	117
9.2.7. Арбітражні операції	119
9.3. Урядове втручання в діяльність валютних ринків	122
9.4. Ринок євровалют	124
Глава 10. Міжнародний кредитний ринок	129
10.1. Сутність міжнародного кредитного ринку	129
10.1.2. Місце міжнародного кредитного ринку на міжнародному ринку боргових зобов'язань	129
10.1.2.1. Форми міжнародного кредитування	132
10.2. Валютно-фінансові умови міжнародного кредиту	136
10.3. Ринок єврокредитів	138

10.4. Міжнародна офіційна допомога країнам, що розвиваються, — механізм позаринкового перерозподілу фінансових ресурсів . . .	141
10.5. Міжнародна заборгованість	145
10.5.1. Причини міжнародної заборгованості	145
10.5.2. Поняття зовнішнього боргу країни та його реструктуризація	149
Глава 11. Міжнародний ринок цінних паперів	154
11.1. Міжнародний ринок цінних паперів: поняття та тенденції розвитку	154
11.1.1. Інвестиційний капітал, його постачальники та споживачі . . .	156
11.1.2. Посередники на ринку цінних паперів	159
11.1.3. Ризик інвестування	160
11.1.4. Етапи та тенденції розвитку світового фондового ринку . . .	162
11.2. Класифікація цінних паперів	166
11.3. Міжнародний ринок титулів власності	168
11.3.1. Міжнародний ринок акцій: ринок іноземних акцій та євроакцій	168
11.3.2. Міжнародний ринок депозитарних розписок	175
11.4. Міжнародний ринок облігацій	180
11.4.1. Ринок іноземних облігацій	181
11.4.2. Ринок єврооблігацій	183
11.5. Міжнародний ринок фінансових деривативів	188
11.6. Первинний та вторинний ринок цінних паперів	194
11.6.1. Сутність первинного ринку цінних паперів	195
11.6.2. Характеристика вторинного ринку цінних паперів	197
11.6.3. Основні показники діяльності ринку цінних паперів	204
11.6.4. Визначення ринкової вартості акцій	207
11.6.5. Визначення вартості облігацій	211
РОЗДІЛ 5. МІЖНАРОДНЕ ОПОДАТКУВАННЯ	215
Глава 12. Особливості міжнародного оподаткування	215
12.1. Загальні риси та специфіка сучасних податкових систем світу. . .	215
12.1.1. Оподаткування в промислово розвинutih країнах	216
12.1.2. Податки в транзитивних економічних системах	222
12.2. Міжнародне подвійне оподаткування та шляхи його врегулювання	226
12.2.1. Договори про уникнення подвійного оподаткування як інструмент мінімізації податків.	227
12.2.2. «Шоппінг податкових угод»	230
Глава 13. Офшорні центри в системі міжнародного оподаткування. . .	236
13.1. Втеча від податків та ухилення від них.	236
13.2. Методи, які обмежують фінансові операції через офшорні центри	241
13.2.1. Заходи прийняті в міжнародному масштабі	241
13.2.2. Внутрішньодержавне антиофшорне регулювання.	244

Глава 14. Відмивання «брудних» грошей	249
14.1. Поняття «брудні гроші». Відмивання «брудних» грошей як процес	249
14.1.1. Визначення поняття «відмивання «брудних» грошей»	249
14.1.2. Організація процедури відмивання «брудних» грошей : стадії та способи.	252
14.2. Розпізнавання операцій, пов'язаних з відмиванням «брудних» грошей.	268
14.2.1. Збирання і накопичення інформації.	268
14.2.2. Оброблення даних.	269
14.2.3. Моніторинг	271
14.2.4. Завершення розпізнавання	272
14.3. Основні напрями протидії відмиванню «брудних» грошей	273
14.3.1. Міжнародне співробітництво в боротьбі з відмиванням «брудних» грошей: становлення нормативно-правових основ	273
14.3.2. Практичні заходи, які здійснюються у міжнародному масштабі.	276
14.3.3. Функції і діяльність ФАТФ	277
14.3.4. Проблеми боротьби з організованою злочинністю і відмиванням «брудних» грошей в офшорних центрах.	279
РОЗДІЛ 6. МІЖНАРОДНИЙ ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ	283
Глава 15. Сутність міжнародного фінансового менеджменту	283
15.1 Поняття та основні функції міжнародного фінансового менеджменту	283
15.2. Специфіка зовнішнього середовища прийняття фінансових рішень	284
15.3. Фінансовий менеджмент ТНК. Особливості інвестиційної діяльності	289
Глава 16. Загальні напрями міжнародного фінансового менеджменту	296
16.1. Капітальне бюджетування	296
16.1.1. Критерії оцінювання ефективності інвестиційних проектів.	296
16.1.2. Оцінка фінансового стану фірми	298
16.2. Управління портфелем зарубіжних цінних паперів	300
16.2.1. Диверсифікація портфеля цінних паперів	300
16.2.2. Активне та пасивне міжнародне портфельне управління	304
16.3. Чинна капітальна політика	304
16.3.1. Управління грошовою готівкою	305
16.3.2. Управління рахунками до отримання і рахунками до сплати	308
16.3.3. Управління матеріально-технічними запасами	309
16.4. Транснаціональне фінансування	310
16.4.1 . Короткострокове фінансування зарубіжних філій ТНК.	310
16.4.2. Довгострокове фінансування зарубіжних філій ТНК	312
16.5. Фінансування міжнародної торгівлі	313
16.5.1. Методи фінансування експорту та імпорту.	313
16.5.2. Державне сприяння експортній діяльності	316

16.6. Дивідендна політика корпорації	321
16.6.1. Пасивна та активна дивідендна політика	322
16.6.2. Виплата дивідендів	323
Глава 17. Ризики в міжнародній діяльності фірми	326
17.1. Валютний ризик	326
17.1.1. Сутність та типи валютного ризику.	326
17.1.2. Методи оцінки валютного ризику.	334
17.2. Ризики при прийнятті рішень про прямі іноземні інвестиції	337
17.2.1. Ризики, що впливають з міжнародних проблем інвестування.	337
17.2.2. Ризики, пов'язані з альтернативним вибором співвідношення різних видів фінансування інвестицій	339
17.3. Політичний ризик	342
БІБЛІОГРАФІЯ	345

Передмова



Важливою особливістю сучасності є зростання взаємозалежності економік різних країн, перехід від інтернаціоналізації господарського життя до глобалізації виробничих процесів і фінансового середовища.

Найважливішим елементом світової економіки, який найбільш вагомо відчуває глобалізацію, є світовий фінансовий сектор. Він являє собою глобальну систему акумулювання фінансових ресурсів з розподілом та перерозподілом між світовими господарюючими суб'єктами на принципах конкуренції, яка також набула глобального характеру. Фінансові сфери, які раніше відзначались чіткою індивідуальністю (валютні, кредитні ринки, ринки цінних паперів, фінансовий менеджмент, оподаткування), все більше стають інтегрованими, дякуючи введенню нових фінансових інструментів, інноваційної фінансової техніки і багатонаціонального підходу до прийняття рішень із питань фінансового управління.

Внаслідок сучасних глобалізаційних процесів, зростання ринку євровалют, розвитку спільного європейського ринку, посилення ролі ТНК, міжнародної кризи заборгованості змінюється світове фінансове середовище.

Виходячи з цього метою навчального посібника є систематизація та узагальнення закономірностей, умов, принципів, процесів, що здійснюються в світовому фінансовому середовищі.

Міжнародні фінанси є нормативною дисципліною в підготовці навчальними закладами України фахівців з економічних спеціальностей. Отримання фахівцями теоретико-методологічних знань у сфері міжнародних фінансових відносин буде істотно сприяти розбудові в Україні відкритої ринкової економіки, інтеграції її в світовий економічний простір.

Розгляд комплексу питань щодо функціонування та розвитку системи міжнародних фінансів зумовлює структуру навчального посібника. Він складається з шести розділів.

Розділ 1 присвячено висвітленню ролі міжнародних фінансів у сучасній світогосподарській системі, становленню світової фінансової системи та світового фінансового ринку, особливостям та принципам функціонування світової валютної системи, етапам її розвитку.

В розділі 2 надано характеристику міжнародних розрахунків як форми валютно-фінансових відносин, електронних систем міжнародних міжбанківських розрахунків і платежів.

У розділі 3 викладаються теоретичні аспекти платіжного балансу, основні підходи до його регулювання.

В розділі 4 розглядається сутність, структура та специфіка функціонування міжнародних фінансових ринків: валютного, кредитного, ринку цінних паперів.

У розділі 5 значну увагу приділено аналізу тенденцій розвитку та функціонування системи міжнародного оподаткування, відмінностям у системах оподаткування різних держав світу, проблемам міжнародного оподаткування у зв'язку з відмиванням «брудних» грошей і міжнародною організованою злочинністю.

Розділ 6 присвячено проблемам міжнародного фінансового менеджменту. Висвітлюється сутність та особливості фінансового менеджменту транснаціональних корпорацій, їх інвестиційна діяльність. Розглядаються загальні напрями міжнародного фінансового менеджменту, підходи до управління пов'язаними з ними ризиками.

Відповідальні редактори і автори висловлюють щире подяку докторам економічних наук, професорам Ю.В. Макогону, С.А. Єрохіну, С.О. Якубовському, дослідження та поради яких сприяли підготовці цього навчального посібника.



Розділ 1



МІЖНАРОДНІ ФІНАНСИ У СВІТОВОМУ ВАЛЮТНО- ФІНАНСОВОМУ СЕРЕДОВИЩІ

ГЛАВА 1 МІЖНАРОДНІ ФІНАНСИ: ПОНЯТТЯ ТА ПРИЗНАЧЕННЯ

1.1. Економічна природа міжнародних фінансів

Міжнародні фінанси визначаються як сукупність відносин зі створення і використання грошових коштів (фондів), необхідних для здійснення зовнішньоекономічної діяльності міжнародних фірм і держав.

Під грошовими коштами, коли мова йде про фінанси, розуміють не просто гроші, а гроші як капітал, тобто вартість, яка приносить додаткову вартість (прибуток). Капітал — це рух, постійна зміна форм у кругообігу, який проходить три стадії: грошову, продуктивну, товарну. Так ось, фінанси — це грошовий капітал, потік грошових коштів, які обслуговують обіг капіталу. Якщо гроші є загальним еквівалентом, за допомогою якого насамперед вимірюються затрати праці, то фінанси — економічний інструмент.

Визначення міжнародних фінансів як сукупності грошових відносин, які складаються у ході (з приводу) економічних угод, — торговельних, валютних, інвестиційних — між резидентами даної країни і резидентами іноземних держав, не можна вважати вичерпним. Воно не відображає усі істотні особливості, які породжуються сукупністю умов за межами компаній (тобто зовнішнім середовищем міжнародного бізнесу), які на практиці впливають на їх діяльність.

Ця специфіка полягає в тому, що дії у сфері міжнародних фінансів пов'язані з низкою часових та просторових чинників ринку (валютного, кредитного, інвестиційного, політичного), що викликаються невизначеністю і коливанням обмінних курсів цінних паперів, відмінністю порівняльних темпів інфляції та рівнів відсоткових ставок в різних країнах, невизначеністю економічної політики тієї чи іншої країни. Невизначеність і підвищений ризик посилюються тим, що фірма, яка

працює на міжнародному рівні, майже не впливає на ділову сферу, в якій їй доводиться діяти. Відтак у міжнародному бізнесі при виборі альтернативних варіантів фінансових рішень не можна обійтись без аналізу впливу на вартість майбутніх витрат і доходів часу (строків комерційних угод), простору (територіальної віддаленості) та невизначеності, зумовленої необхідністю роботи з великим числом валют, урахування відмінності відсоткових ставок і темпів інфляції, законів бізнесу і політичних систем у багатьох країнах.

Ця особливість міжнародних фінансів відображається в такому визначенні. Міжнародні фінанси як предмет особливої дисципліни відображають економічну сукупність часу і невизначеності стосовно рішень, які торкаються декількох різних країн, з урахуванням того, що кожна суверенна країна має свою власну валюту, свої закони бізнесу і свої політичні системи.

Міжнародні фінанси є однією з визначальних підсистем світового господарства, яка справляє вирішальний вплив на національну та світову економіку. В той же час міжнародні фінанси функціонують як цілісна система, елементами якої є:

- світова валютна система, яку характеризують такі складові як національні та резервні валюти, міжнародні колективні валюти, умови взаємної конвертованості, валютний паритет, валютний курс, національні та міжнародні механізми регулювання валютних курсів;
- міжнародні розрахунки, які обслуговують рух товарів, факторів виробництва, фінансових інструментів, а також платіжний баланс, у якому відображаються всі операції, пов'язані з міжнародними розрахунками;
- міжнародні фінансові ринки та механізми торгівлі конкретними фінансовими інструментами — валютою, кредитами, цінними паперами;
- міжнародне оподаткування, як метод мобілізації грошових коштів;
- міжнародний фінансовий менеджмент ТНК, головне місце у якому приділяється міжнародному інвестуванню, управлінню ризиками, транснаціональному фінансуванню тощо (рис. 1.1)

До головних функцій міжнародних фінансів відносяться:

— розподільча функція, сутність якої полягає у тому, що через механізм міжнародних фінансів здійснюється грошовий розподіл і перерозподіл світового продукту. Внаслідок існування міжнародних фінансів створюються, розподіляються і використовуються грошові фонди, забезпечуються різні потреби світового господарства. Розподільча функція покликана сприяти організації збалансованого й ефективного світового виробництва, розвитку у всіх галузях світової економіки з метою найбільш повного задоволення потреб світового співтовариства;

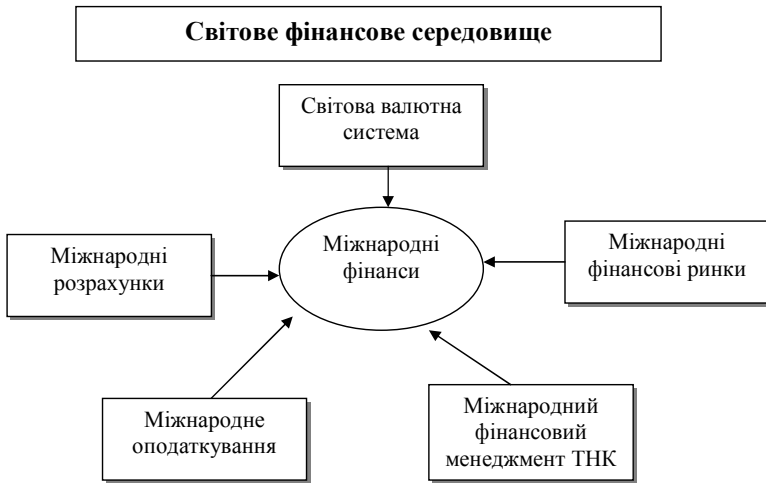


Рис. 1.1. Складові міжнародних фінансів

— контролююча функція, сутність якої в загальному вигляді полягає у здійсненні контролю за виробництвом та розподілом світового суспільного продукту у грошовій формі шляхом обліку та аналізу його руху. Результатом реалізації цієї функції є прийняття рішень щодо міжнародних фінансів, розробки поточної та стратегічної міжнародної фінансової політики;

— регулююча функція, яка пов'язана із втручання міжнародних валютно-кредитних та фінансових організацій за допомогою фінансів у процес відтворення;

— стабілізуюча функція, сутність якої полягає у створенні у світогосподарській системі стабільних умов для економічних та соціальних відносин.

Міжнародні фінансові операції здійснюються на міжнародних фінансових ринках і являють собою діяльність по вирішенню завдань з організації та управління грошовими відносинами, що виникають при формуванні та використанні відповідних коштів у рамках світового фінансового середовища. Об'єктами фінансових операцій виступають різні фінансові активи: національна та іноземна валюта, цінні папери, нерухомість, дорогоцінні метали. Основними міжнародними фінансовими операціями є операції з переказу грошей, операції з капіталом, інвестиційні та спекулятивні операції.

Міжнародні фінансові операції в сучасних умовах динамічно розвиваються, перетворюючи фінансові системи окремих країн, а також зв'язки між фінансовими системами цих країн.

До компетенції міжнародних фінансів належать:

- аналіз фінансової сфери у світовому масштабі;
- визначення взаємодії фінансових операцій на світовому рівні та розгляд міжнародних фінансових операцій як безперервний процес з постійними змінами;
- розробка нових фінансових методів, що впливає на регіональні фінансові системи та сприяє їх інтеграції;
- аналіз фінансової діяльності на різних рівнях: національному, регіональному, глобальному.

Міжнародні фінанси сприяють інтернаціоналізації системи суспільно-економічних та грошових відносин з приводу акумулювання, розподілу і перерозподілу інтернаціоналізованих фінансових ресурсів та міжнародних фінансових потоків. Вплив міжнародних фінансових відносин на розвиток світових господарських зв'язків здійснюється через інтернаціоналізацію всієї сукупності структурних ланок торгівлі, системи валютних та кредитних відносин, механізму цінних паперів та інвестицій. На цій основі формуються пропорції міжнародного обміну, тобто досягається внутрішня єдність компонентів світового ринку, а також єдина система міжнародних валютно-фінансових та кредитних відносин.

1.2. Міжнародні фінансові потоки

У світовому господарстві постійно відбувається переливання грошового капіталу з однієї країни до іншої, що створює світові фінансові потоки.

Міжнародні фінансові потоки являють собою сукупність фінансових операцій, об'єктом яких є грошовий капітал. Ці потоки обслуговують міжнародну торгівлю товарами, послугами і перерозподіл капіталів між країнами. Забезпечуючи міжнародний перерозподіл фінансових ресурсів, фінансові потоки сприяють розширенню видів валютних операцій, іноземному інвестуванню, активізації операцій з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами.

Рух фінансових потоків визначається взаємовідносинами між господарючими суб'єктами різних країн, держави з урядами інших країн та міжнародними організаціями. Механізм цього руху встановлюється на основі міжнародних угод, а також дією економічних законів.

Типи міжнародних фінансових потоків можна класифікувати за такими ознаками: вид економічної діяльності згідно зі структурою платіжного балансу, економічні взаємовідносини між нерезидентами, строки виконання фінансових операцій, форма власності щодо джерел фінансових потоків (рис. 1.2) [21, с. 88; 28, с. 12].

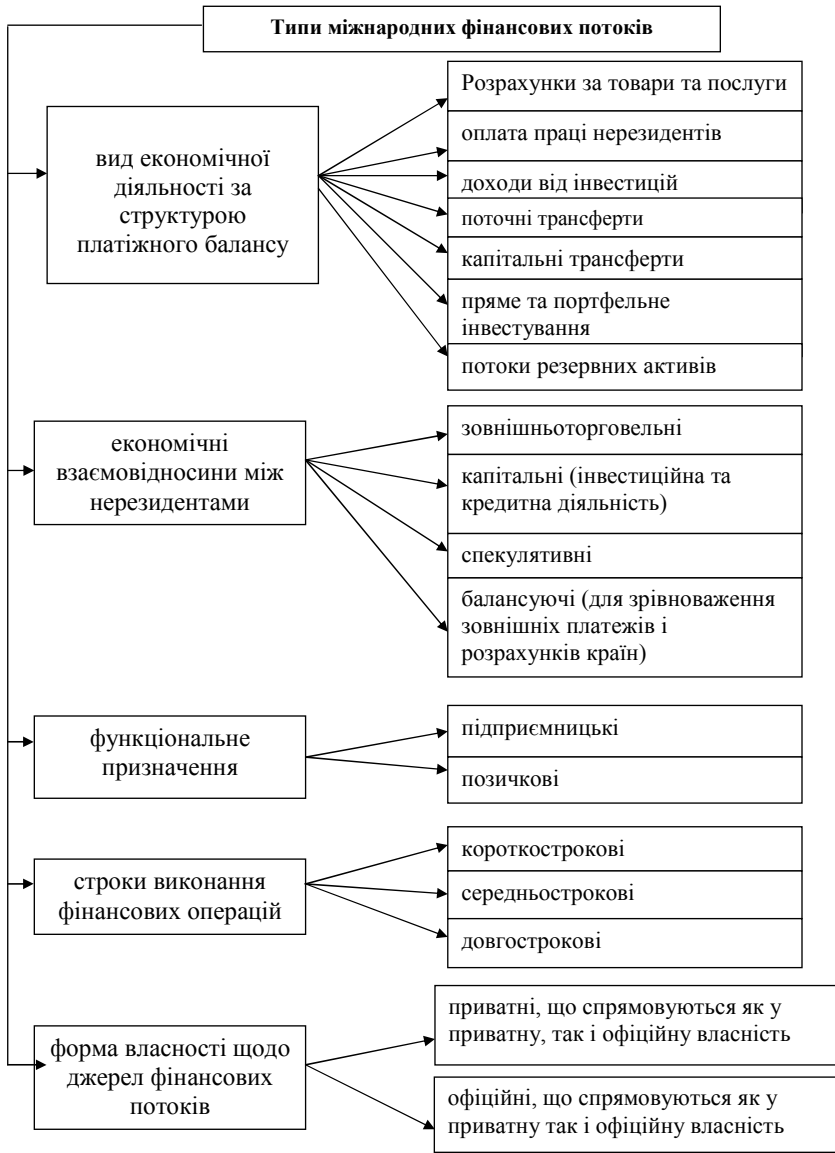


Рис. 1.2. Типи міжнародних фінансових потоків

Основними каналами руху фінансових потоків є:

- валютно-кредитне і розрахункове обслуговування купівлі-продажу товарів і послуг;
- зарубіжні інвестиції в основний і оборотний капітал (ПП);
- операції з цінними паперами та різними фінансовими інструментами;
- валютні операції;
- допомога країнам, що розвиваються, і внески держави в міжнародні організації.

Обсяг та напрями фінансових потоків залежать від різних чинників до яких належать:

1) стан світової економіки. Економічні спади в промислово розвинутих країнах, як правило, викликають спади у темпах зростання обсягів світової торгівлі і навпаки. Так, економічний розвиток країн світу у останні роки, особливо країн, що розвиваються, призвів до щорічного зростання світового ВВП, обсягів світової торгівлі;

2) зниження торговельних бар'єрів;

3) різні темпи економічного розвитку країн (синхронність чи асинхронність в економіках провідних країн);

4) структурна перебудова економіки тієї чи іншої країни;

5) диференційований розрив темпів інфляції та рівня відсоткових ставок.;

6) впереджаюче зростання міжнародного руху капіталу порівняно з міжнародною торгівлею. Це відбивається на розмірах міжнародних фінансових ринків;

7) перехід промислово розвинутих країн від трудомісткого до наукоємного виробництва;

8) зростання диверсифікації діяльності ТНК, в тому числі міжнародного інвестування в спільні підприємства.;

9) зростання дефіцитів платіжних балансів унаслідок незбалансованості міжнародних розрахунків.

Міжнародні фінансові потоки спрямовуються в ті сфери та регіони світу, де на них відчувається найбільший попит та є можливість отримати найбільший прибуток.

Рух фінансових потоків (у грошовій формі, у вигляді різного роду фінансово-кредитних інструментів) здійснюється через банки, спеціалізовані фінансово-кредитні установи, фондові біржі, які формують світовий фінансовий ринок.

Фінансові потоки досягають величезних розмірів. За деякими оцінками, щоденні операції на світовому фінансовому ринку у 50 разів перевищують операції світової торгівлі.

1.3. Світовий фінансовий ринок

Під світовим фінансовим ринком розуміється система ринкових відносин, яка забезпечує акумуляцію та перерозподіл міжнародних фінансових потоків. Світовий фінансовий ринок традиційно поділяється на міжнародні валютні ринки, міжнародні ринки боргових зобов'язань, міжнародні ринки цінних паперів, кожний з яких включає євроринок (ринки євродепозитів, єврокредитів, євроакцій, єврооблігацій, євроекселів та ін.). Існує й інша модель фінансового ринку, коли за ознакою «терміни реалізації майнових прав» він поділяється на грошовий ринок (короткострокові зобов'язання, що мають високу ліквідність) і ринок капіталів або фондовий ринок (тривалі терміни купівлі-продажу цінних паперів).

Спрощена структура світового фінансового ринку наведена на рис. 1.3.

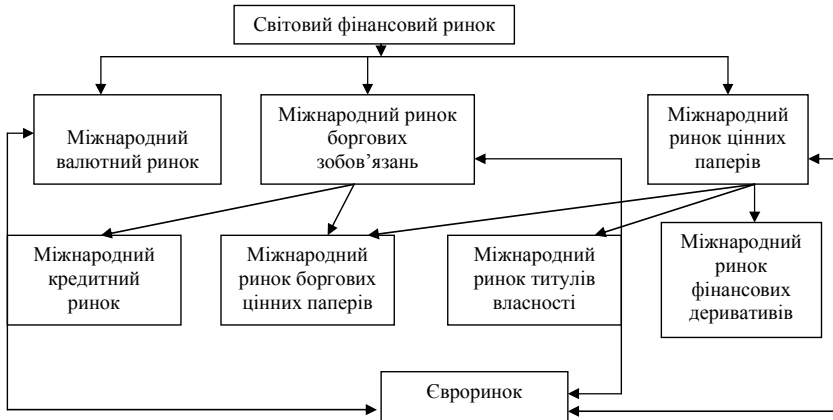


Рис. 1.3. Структура та взаємозв'язок складових світового фінансового ринку

Структура світового фінансового ринку дуже складна і між його складовими не завжди можна провести чітку межу. Так, міжнародний ринок облігацій за одними критеріями є елементом міжнародного ринку цінних паперів, а за другими — міжнародного ринку боргових зобов'язань; міжнародний ринок титулів власності водночас є елементом міжнародного ринку цінних паперів та міжнародного ринку капіталів.

Призначення міжнародних фінансових ринків полягає в тому, щоб забезпечити ефективний розподіл наявного обсягу вільного капіталу між кінцевими споживачами (інвесторами). Фінансові ринки і є саме тим механізмом, який для укладення угод зводить тих, хто пропонує гроші, з тими, хто їх шукає. Для збільшення ефективності розподілу вільних грошових коштів існують фінансові інститути — посередники

між кредиторами і кінцевими позичальниками. Вони (інститути) на професійній основі пропонують послуги щодо поєднання попиту і пропозиції на капітал фірмам, громадянам, урядам і функціонують у певному правовому і податковому просторі. Слід звернути увагу на те, що під фінансовими інститутами, у вузькому значенні слова, розуміють фінансові організації, а в широкому — нормативний порядок, систему проведення валютно-фінансових операцій цими організаціями.

Сучасний світовий фінансовий ринок характеризується:

- значним обсягом фінансових ресурсів та операцій, які здійснюються цілодобово, у більшості своїй уніфіковані і до яких залучаються суб'єкти з високим рейтингом;

- скасуванням обмежень на фінансові потоки через національні кордони, таких, як контроль капіталів та обмеження обігу іноземних валют. Наприклад, країни ОЕСР лібералізували майже всі види руху капіталу, включаючи короткострокові операції, здійснювані підприємствами та фізичними особами відповідно до «Кодексу про лібералізацію руху капіталу», що діє на території країн — членів ОЕСР;

- високим рівнем використання інформаційних технологій, які зменшують вартість трансакцій між країнами;

- застосуванням різноманітних фінансових інструментів.

Міжнародні потоки капіталів у 5 разів перевищують міжнародні потоки товарів і послуг. Внаслідок того, що грошові кошти переміщуються швидше по відношенню до змін відсоткових ставок і курсів іноземних валют, міжнародна мобільність капіталу інтенсифікує нестійкість валютних курсів. Валютні курси стали більш мінливими до національної макроекономічної політики. Висока мобільність капіталу привела до посилення взаємозалежності національних економік, послабила автономію національних політик, незважаючи на існування плаваючих валютних курсів.

Основні тенденції, що спостерігаються на світовому фінансовому ринку, характеризуються такими особливостями:

1. *Створення валютних блоків навколо провідних валют світу.* Валютний блок — це угруповання країн на основі валютно-економічного домінування держав, що очолюють цей блок, шляхом прикріплення до їхньої валюти валют країн-учасниць блоку.

На створення валютних блоків впливають чинники:

- торговельні (країна, що очолює блок, виступає головним торговельним партнером інших країн, які його утворюють);

- фінансові (більшість країн-членів блоку є боржниками або країни, яка очолює блок, або третіх країн, або мають взаємну заборгованість);

- економічні (країна, що очолює блок, найбільш індустріально розвинута);

▪ політичні, які склалися історично і міцно зв'язували країни-учасниці валютного блоку.

Доларовий валютний блок було створено в 1933 р. До нього ввійшли економічно залежні від США країни Латинської Америки та Канади. Із запровадженням євро в 1999 р. виник валютний блок євро. Однак, країни євро і США не зацікавлені в розширенні сфери обігу своїх валют і тому стримують інтеграційні поривання країн з відносно слабкими валютами, нестабільними банківською, фінансовою системами, недостатньо розвинутими фінансовими та фондовими ринками.

У Південно-Східній Азії можливо виникнення нового валютного блоку або шляхом об'єднання навколо японської єни, або китайського юаня, або шляхом об'єднання декількох валют і створення «азіатського євро».

2. *Змінюється структура фінансових інструментів ринку на користь інструментів реального сектора — корпоративних цінних паперів та їх похідних.* Валюта, як інструмент фінансового ринку, втрачає самостійне значення. Щоденний обіг операцій на міжнародному валютному ринку в 2011 р. порівняно з 1990 р. зріс у 4,5 рази, а на ринку облігацій — у 8 разів. Спостерігається швидке зростання сектора корпоративних цінних паперів.

3. *Фондові ринки є головним структуроутворювальним чинником фінансового сектора.* Банківський сектор поступається роллю механізму перерозподілу фінансових коштів фондовому ринку. Так, за даними «Файненшл тайм» банківські кредити склали лише 25 % коштів, які були залучені бізнесом та урядами в усьому світі.

4. *Зростання взаємозв'язку між фінансовим та реальним секторами економіки.* Для нових промислових компаній емісія цінних паперів є основним засобом мобілізації фінансових коштів (інвестиційних ресурсів). Завдяки подальшому удосконаленню функціонування фінансового ринку його механізми все більш забезпечують перерозподіл коштів на користь найбільш прибуткових та перспективних компаній. Так, у США 60% усього обсягу щорічних інвестицій в економіку вкладається в компанії, які пов'язані з інформаційними технологіями.

Фондовий ринок перетворюється на каталізатор НТП у реальному секторі і забезпечує зростання продуктивності праці. Найбільший попит на фондовому ринку мають акції компанії, які пов'язані з інтернет-технологіями, що розробляють сучасні засоби комунікацій і програми забезпечення інформаційних систем, компаній таких напрямків як біотехнологія, фармацевтика, генна інженерія тощо.

5. *Зростання масштабів технологічного переозброєння фінансових ринків на основі інтернет-технологій,* які стирають національні кордо-

ни і активно сприяють установленню безпосередніх зв'язків між інвесторами й емітентами незалежно від їх національної належності.

6. *Зміни в ідеології діяльності міжнародних фінансових організацій.* Ці організації роблять акцент на підвищення відповідальності країн, що розвиваються, за стабільність національних ринків і відмовляються виконувати роль гаранта стабільності на їх фінансових ринках.

7. *Різне збільшення і домінування на світових фінансових ринках спекулятивних операцій, на частину яких припадає понад 95% усіх фінансових угод.*



ГЛАВА 2 СВІТОВА ФІНАНСОВА СИСТЕМА

2.1. Структура та учасники світової фінансової системи

Сукупність фінансових ринків та фінансових інститутів (установ), що функціонують у правовому й податковому середовищі міжнародного бізнесу, створюють світову фінансову систему (рис. 2.1).



Рис. 2.1 Основні компоненти світової фінансової системи

До учасників світової фінансової системи, які опосередковують основну частину міжнародних фінансових потоків належать:

➤ національні учасники — корпорації, банки, спеціалізовані кредитно-фінансові інститути, у тому числі страхові та пенсійні компанії, фондові та товарні біржі, держава;

➤ міжнародні учасники — міжнародні корпорації, ТНК, міжнародні банки, ТНБ, спеціалізовані кредитно-фінансові інститути, великі фондові та товарні біржі, міжнародні валютно-кредитні та фінансові організації.

Центральна роль на світовому фінансовому ринку належать комерційні банкам саме завдяки широкій сфері їх фінансової діяльності. Зо-

бов'язання банку в основному складаються з депозитів з різними строками активів: позики (корпораціями і державами), депозити в інших банках і облігації.

Корпорації (особливо ТНК) проводять операції щодо залучення іноземних джерел капіталу для фінансування своїх інвестицій: продаж акцій, позики, продаж боргових коштів корпорації на міжнародному ринку капіталу. Облігації корпорації, деноміновані не у валюті фінансового центру, в якому продаються, називаються єврооблігаціями.

Небанківські фінансові організації проводять операції щодо диверсифікації своїх портфелів іноземних активів.

Центральні банки включені до світових фінансових ринків через посередництво валютної інтервенції. Державні органи позичають кошти за кордоном, випускають державні облігації. Уряди країн, що розвиваються, а також підприємства, які знаходяться у власності держави, беруть кредити в комерційних банках зарубіжних країн.

2.2. Функціонування світової фінансової системи в умовах глобалізації

Сучасна світова фінансова система функціонує і розвивається в умовах фінансової глобалізації. Фінансова глобалізація — це об'єктивний процес інтеграції значної частини капіталу різних країн, посилення їх взаємозалежності. Її головними ознаками є: наявність величезних фінансових ресурсів ТНК і ТНБ; велика інтенсивність транскордонних фінансових трансакцій учасників світової фінансової системи; виникнення нових механізмів та інструментів міжнародних фінансових операцій і формування світового фінансового ринку, через який здійснюється міжнародний ринковий і позаринковий перерозподіл фінансових ресурсів.

Рушійними силами фінансової глобалізації є поглиблення міжнародної фінансової інтеграції, формування системи міжнародних фінансових інститутів, розвиток фінансових інновацій.

Міжнародна фінансова інтеграція — це процес уніфікації фінансових послуг, банківських операцій, лібералізації митних процедур; уніфікації системи координування через міжнародні фінансово-кредитні установи, електронну систему платіжних засобів; рух до світової валютної системи з єдиними світовими грошми. Міжнародна фінансова інтеграція має за мету скасування перешкод щодо руху фінансового капіталу. За останні роки усунуті значні законодавчі обмеження на шляху руху капіталів. Фінансові ринки розвинутих країн об'єднались у глобальну

фінансову систему, що дозволяє направляти все більш великі суми капіталу не лише в її економіку, але і економіку країн, що розвиваються, і країн перехідної економіки. Найбільші успіхи щодо фінансової інтеграції має ЄС. Його Концепція щодо єдиного фінансового простору включає:

- повну лібералізацію платежів та міграції капіталу;
- відкриття для компаній та фізичних осіб країн ЄС доступу до ринку банківських, страхових та інших фінансових послуг країн-партнерів;
- гармонізація банківського, податкового та іншого законодавства з інвестування;
- посилення контролю за діяльністю національних кредитно-фінансових інститутів та захист інтересів інвесторів;
- забезпечення гласності та прозорості діючих правових норм.

Формування єдиного фінансового ринку ЄС призвело до зростання інтенсивності внутрішньорегіональної міграції капіталу. Внаслідок цього співвідношення валових транскордонних потоків приватного капіталу (сума ввозу та вивозу капіталу, у тому числі прями, портфельні та інші інвестиції) і ВВП в країнах ЄС по оцінці Всесвітнього банку складає 40%, а по всім розвинутим країнам ця величина досягає 30% [15, с. 104].

Фінансова інтеграція з відкритістю фінансових ринків вигідна країнам:

- країнам пропонуються ширші джерела інвестиційного фінансування для доповнення внутрішніх заощаджень;
- відкриті ринки капіталу сприяють підвищенню ефективності внутрішніх фінансових інститутів і веденню обґрунтованої макроекономічної політики;
- зменшуючи фінансові обмеження, відкриті ринки капіталу дають країнам час для здійснення врегулювання платежів з метою виправлення дисбалансів, викликаних зовнішніми потрясіннями;
- країни-кредитори мають ширші можливості для диверсифікації інвестування й ризику;
- підтримується система багатосторонньої торгівлі, оскільки розширюється діапазон можливостей для диверсифікації портфелю цінних паперів і для ефективного розміщення глобальних заощаджень та інвестицій.

Зараз не існує єдиного способу вимірювання фінансової відкритості, але він має враховувати відмінності між жорсткістю контролю та типами трансакцій. Такий метод запропонували спеціалісти інституту Всесвітнього банку.

Вимір фінансової відкритості охоплює регулювання та/або обмеження як операцій з поточними рахунками, так і рахунками руху капіталу (всього 27 операцій, інформація про які міститься у щорічному звіті МВФ). В основі розрахунку індексу фінансової відкритості лежить

п'ятирівнева шкала з діапазоном від 0 до 2 для кожного пункту, яка вказує на ступінь відкритості («0» — високий ступінь регулювання, а «2» — високий рівень ліберальності), визначений так:

- 0,0 — закони, норми, що накладають кількісні чи інші регуляційні обмеження на конкретну операцію (такі як ліцензування чи вимоги, щодо резервування), які означають повну заборону на проведення таких операцій;
- 0,5 — закони норми, що накладають кількісні чи інші регуляційні обмеження на конкретну операцію, які означають часткову заборону на проведення таких операцій;
- 1,0 — закони, норми, які вимагають, щоб проведення конкретної операції було схвалене органами влади, чи передбачають, за певних умов, її оподаткування у великих розмірах;
- 1,5 — закони, норми, які вимагають реєстрації, проте не обов'язково схвалення, конкретної операції органами влади а також, за певних умов, її оподаткування;
- 2,0 — жодні норми не вимагають схвалення чи реєстрації конкретної операції органами влади або ж звільнення її від передбаченого законодавством оподаткування.

Усунення бар'єрів між національними і міжнародними фінансовими ринками, вільне переміщення міжнародного капіталу з внутрішнього на світовий фінансовий ринок і навпаки, розвиток взаємозв'язків між цими секторами ринку є відмітними ознаками міжнародної фінансової інтеграції. В умовах фінансової інтеграції фінансові інститути засновують свої філії у головних фінансових центрах для виконання функцій запозичення, кредитування, інвестування та надання інших фінансових послуг. Фінансова інтеграція хоч і надає значні переваги як інвесторам, так і позичальникам, однак вони підлягають до ризику. Тому інвестори все більше орієнтуються на сектори світового ринку з підвищеною дохідністю і покидають регіони з жорстким регулюванням, низькою нормою прибутку, інтенсивнішою конкуренцією.

Міжнародні фінансові інститути являють собою розгалужену мережу міжнародних валютно-кредитних і фінансових організацій, передумовами створення яких стали посилення інтернаціоналізації господарського життя, розвиток ТНК і ТНБ; розвиток міждержавних форм регулювання валютно-кредитних зв'язків; посилення нестабільності валютно-фінансової системи.

Основними цілями діяльності міжнародних фінансових інститутів є: стабілізація світового господарства і міжнародних фінансів; здійснення міжнаціонального валютного і кредитно-фінансового регулювання; розробка і координація стратегії і тактики міжнародної валютно-фінансової політики. Ці організації надають кредити, розроблюють

принципи функціонування світової валютної системи, сприяють вирішенню міжнародних фінансових проблем. Їхні фінансові ресурси становлять значну частку потоків офіційної міжнародної допомоги.

До системи міжнародних фінансових інститутів належать організації світового рівня (Міжнародний валютний фонд, група Всесвітнього банку, до якої входять Міжнародний банк реконструкції та розвитку, Міжнародна фінансова корпорація, Міжнародна асоціація розвитку тощо), регіональні фінансові інститути.

Глобалізація фінансового ринку характеризується розвитком *фінансових інновацій*, тобто створенням нових фінансових інструментів (євродоларові депозитні сертифікати, валютні свопи, єврооблігації з нульовим купоном, синдіковані кредити в євровалюті, євроноти тощо) та впровадженням новітніх технологій. Технологічні інновації підвищують якість і швидкість здійснення міжнародних фінансових операцій та їх обсяги. Телекомунікації допомагають банкам залучати заощадження з усього світу і направляти кошти позичальникам на умовах найвищого прибутку і найнижчих витрат. Через систему СВІФТ інвестиційні банки можуть укладати угоди як в облігаціях, так і в іноземній валюті. Комерційні банки можуть направляти акредитиви через електронні системи платежів зі своїх штаб-квартир у закордонні представництва.

Зростання потоків світового капіталу посилює фінансову конкуренцію між країнами, що впливає на скорочення втручання держави до функціонування внутрішніх фінансових ринків та приводить до лібералізації міжнародного руху капіталів. Таким чином, світова фінансова система стає практично незалежною від державного контролю і регулювання. Менше 30% ринку цінних паперів країн «сімки» контролюється державою чи підпорядковано державним інтересам. На світовому фінансовому ринку із країни в країну переміщується понад 3 трлн дол. на місяць. Із них 2 трлн дол. — це гроші, не контрольовані державою чи іншими офіційними інститутами. У приватного капіталу більше ресурсів ніж у центральних банків крупних розвинутих країн. Тому ситуацію на світовому фінансовому ринку визначає приватний капітал, а не національні уряди. Приватний капітал, за даними Міжнародного фінансового інституту, спрямовується переважно у країни з ринковою економікою, яка розвивається. Так, у 2011 р. приплив приватного капіталу в такі країни становив більше 50% усіх світових інвестицій. Особливо значний приплив капіталу спостерігається в Китаї та Росію. Зростання надходжень у Китай пов'язано з очікуванням відмови від фіксованого курсу юаня долару та переходу до плаваючого валютного курсу, а у Росію — зацікавленістю російських банків в іноземних позиках з метою укріплення рубля. Позитивною характеристикою притоку приватного капіталу в країни з ринковою економікою, яка розвивається, є те, що

половина цих коштів представлена прямими інвестиціями, тобто вкладеннями у виробничі об'єкти, обладнання, розвиток підприємництва, а не портфельними інвестиціями у цінні папери.

Найбільшими одержувачами приватних інвестицій у 2011 р. стали: Європа (425,7 млрд дол.), Південно-Східна Азія (343,7 млрд дол.), Латинська Америка (216,4 млрд дол.), США (210 млрд дол.) [13, с.445].

2.3. Головні світові фінансові центри

В операціях світового фінансового ринку беруть участь національні валютні, кредитні й фондові ринки, які тісно переплітаються з аналогічними світовими ринками. При цьому на основі величезних національних ринків, що виконують міжнародні операції, склались світові фінансові центри: Нью-Йорк, Лондон, Цюрих, Люксембург, Франкфурт-на-Майні, Сінгапур, Гонконг, Багамські острови, Панама, Бахрейн та ін. У цих центрах зосереджені міжнародні банки, банківські консорціуми, фондові біржі, які здійснюють міжнародні валютні, кредитні операції, а також операції з цінними паперами й золотом.

Світові фінансові центри (СФЦ) виникають в тих країнах, де:

- стає валютно-економічне становище;
- існує розвинута кредитна система і добре організована біржа;
- помірне оподаткування;
- пільгове валютне законодавство, яке дозволяє доступ іноземних позичальників і цінних паперів до біржового котирування;
- зручне географічне становище;
- відносна стабільність політичного режиму;
- наявна стандартизація і високий ступінь інформаційних технологій безпаперових операцій на базі використання найновіших ЕОМ.

2.3.1. Фінансові центри розвинутих країн

Найвпливовішими світовими фінансовими центрами є Нью-Йорк, Лондон, Токіо [13, с. 445].

Особливістю **Нью-Йорку**, як фінансового центру, є те, що він є тільки іноземним ринком капіталу і основним першоджерелом євродоларів. Головне місце серед складових цього фінансового центру має ринок банківських кредитів. Міжнародна діяльність великих американських банків зв'язана не тільки з кредитними операціями, а й з інвестиційними. Вони пропонують своїм клієнтам різноманітні операції з цін-

ними паперами, розміщують цінні папери на первинному ринку, діють як брокери на вторинному ринку.

Ефективність нью-йоркського ринку капіталу досягається за рахунок випуску нових облігацій внутрішніми фінансовими інститутами за більш низькою ціною у порівнянні з іншими іноземними ринками.

Валютний ринок розвинутий слабо, але за такими показниками, як «обсяг обороту», «кількість валют, що обертаються» він вважається найбільшим у світі центром по торгівлі валютою.

Важливе місце посідає ринок цінних паперів, який зв'язує американські фінансові ринки з міжнародними фінансовими ринками. На Нью-Йоркській фондовій біржі обертаються акції 2768 компаній із загальною вартістю 19,8 трлн дол. Щоденний обсяг торгів складає близько 50 трлн дол. [14, с.238]. У 2012 р., чистий дохід біржі становив 2324 млн. дол., що на 13% більше ніж у 2011р. [44]. На цьому ринку представлено великий вибір фінансових інструментів: акції, облігації, акції пайових фондів, депозитарні розписки, боргові папери, що конвертуються, індекс-акції, форварди, свопи, варанти тощо.

Ринок цінних паперів Нью-Йорку, як і загальний фондовий ринок США привабливий для інвесторів всього світу відсутністю оподаткування для нерезидентів США. Там, де резидент заплатить 35%, нерезидент не заплатить нічого. Найбільш суттєвою характеристикою фондового ринку є налагоджуваний механізм регулюючого законодавства. Він найефективніший та жорсткий у світі. Інвестиційні компанії, фонди постійно контролюються з боку організацій, які видають ліцензії. Ринок золота значної ролі не відіграє. Важливим моментом, що визначає роль і місце Нью-Йорка як СФЦ, є висока довіра інвесторів. Це виражається у великих обсягах ПП. За даними Управління економіки та статистики США за період 2000-2010 рр. ПП в США становили 1,7 трлн дол., у 2010 р. — 194 млрд дол., що є абсолютним рекордом серед усіх держав світу.

Лондон — це фінансовий центр Європи. Він є найбільшим у світі національним фінансовим центром з однаково добре розвиненими ринками короткострокових кредитів і довготермінових позик, потужною біржею, високо поставленим страхуванням і фрахтовою справою та ін.

Для Лондону характерним є домінування власне міжнародних складових над національними. Основою його фінансової могутності є не національний, а міжнародний валютний ринок і ринок позичкових капіталів. Однією з особливостей вважається здатність банків, бірж, вексельних маклерів швидко реагувати на будь яку нову ситуацію і фінансові інновації, а також ліберальне законодавство. Лондон в якості світового фінансового центру виділяють чотири ринки: золота, валют, коротко — і середньострокового кредитування, страхування.

Ринок золота діє з 1919 р., що стало наслідком демонетизації золота. Золото отримало властивість бути переважно звичайним товаром з ціною, яка виражається у кредитно-паперових грошах.

Лондонський валютний ринок є найбільшим у світі. Через його валютну біржу проходить 30% усіх контрактів з валютою, а обсяг валютних угод складає близько 1000 млрд дол. на день. Щорічно валютний ринок зростає на 39% (Нью-Йоркський — на 8%). Перетворенню Лондона у провідний світовий валютний ринок сприяла максимальна свобода валютних операцій. Обмеження такої свободи у інших світових фінансових центрах не дозволило валютним ринкам розвинути до конкурентного рівня.

Ринок банківських кредитів займає провідне місце у світі. У Лондоні розташована велика кількість іноземних банків, а англійські банки мають широкую мережу своїх закордонних філій. Завдяки концентрації великих банків світу у Лондоні, цей фінансовий центр став головним з кредитних операцій, де позичальники можуть отримувати будь-які суми. Основним позичальником лондонського міжнародного кредитного ринку є Велика Британія. Англійські фірми та компанії одержують від американських банків в Лондоні у 4 рази більше іноземної валюти, ніж від клірингових англійських банків. Орієнтація лондонського міжнародного кредитного ринку на потреби Великої Британії обумовлює його спеціалізацію у галузі переважно коротко- і середньострокового кредитування. У сфері міжнародної торгівлі цінними паперами Лондон успішно конкурує з іншими ринками. Цьому сприяло перетворення у 1986 р. Лондонської фондової біржі у Міжнародну фондову біржу оснащену цілком комп'ютеризованою електронною системою біржових котирувань. Фондова біржа Лондону у міжнародній сфері відіграє роль котирувального центру.

Лондонська фондова біржа найінтернаціональніша фондова біржа у світі щодо кількості торгуючих на неї іноземних компаній: більше 445 міжнародних компаній із 63 країн мають лістинг у Лондоні. Біржа включає декілька ринків: ринок урядових цінних паперів, ринок акцій та облігацій місцевих фірм і компаній, ринок іноземних паперів, ринок південноафриканських золотопромислових компаній та ін.

Загальний обсяг торгів за участю міжнародних компаній перевищує обсяги провідних світових бірж. Середній обсяг торгів складає 199 тис. угод щоденно, а середній денний оборот досягає 22,5 млрд дол. США [14, с.239]. На Лондон припадає 70 % вторинного ринку облігацій і майже 50 % ринку деривативів.

Обсяг угод по злиттям і поглинанню («ЗіП») дорівнював у 2011 р. 1,15 трлн дол. Приплив ПІІ у приватні британські компанії становив 246 млрд дол., а відплив — 974 млрд дол..

Токіо стає міжнародним фінансовим центром після 1970 р. Укріпленню його позицій сприяло:

- зростання випуску державних облігацій, що обумовило розвиток їх вторинного ринку;
- випуск іноземними позичальниками в Токіо облігацій в єнах, а пізніше — в іноземній валюті;
- лібералізація ринків єни та капіталу, що дало можливість іноземним банкам та компаніям з торгівлі цінними паперами активно працювати на ринку цінних паперів;
- збільшення іноземних капіталовкладень в японські облігації та акції;
- зростання відкритості грошового ринку. Найбільша активність іноземних учасників спостерігається на ринку онкольних позичок (це — короткостроковий комерційний кредит, який сплачується позичальником за першою вимогою кредитора), депозитних сертифікатів та короткострокових комерційних векселів.

Токіо вважається фінансовим центром Азіатсько-Тихоокеанського регіону (АТР). Він є крупним міжнародним валютним ринком завдяки великому шоденному обороту іноземної валюти, особливо в угодах єна/долар.

Токійська фондова біржа — одна з найкрупніших бірж світу, але як торговий майданчик поступово втрачає популярність. Загальне число зареєстрованих на ній компаній не змінюється вже десятиліття. Іноземні інвестори вважають, що правила лістингу на біржі занадто жорсткі і дотримання правил публікації обходяться дорого. Взагалі біржа виконує функції котирування цінних паперів.

На Токійському фінансовому центрі оперують уповноважені японські банки (валютні банки) та іноземні банки, які займаються кредитуванням промисловості та торгівлі в єнах та іноземній валюті, наданням кредитів закордонним японським підприємствам через свої материнські банки, обліком експортних векселів тощо. На ринках довгострокового й короткострокового кредитування іноземні та японські банки здійснюють операції відповідно із ситуацією на міжнародному ринку євровалют.

Однак подальшому розвитку Токіо, як СФЦ, заважає більша орієнтованість на внутрішній ринок, жорстке регулювання ринку, протекціонізм щодо національних банків, високий рівень оподаткування.

2.3.2. Фінансові центри країн, що розвиваються

Останнім часом швидко розширюють масштаби діяльності та залучення інвестицій такі азіатські центри як Гонконг, Сінгапур, Шанхай, Дубай, Катар, що обумовлено активною державною політикою.

Гонконг стає міжнародним фінансовим центром Китаю в 1997 р. Цьому сприяли такі обставини: високий рівень автономії, наданий урядом; прийняття законодавчих актів, які заклали основи монетарної і фінансової політики, руху капіталу та були спрямовані на підтримку й розвиток міста, як фінансового центру; розвиток телекомунікаційних та інформаційних технологій (введення електронних грошей, використання системи СВІФТ); створення єдиної торговельної системи завдяки об'єднанню Фондової та Термінової бірж (2000 р.), нормативної бази з цінних паперів та деривативів (у 2001 р.) дало можливість Гонконгу стати вільною економічною зоною, відкритою для іноземних інвестицій.

Зараз Гонконг займає 9-е місце в світі за величиною економіки, 11-е — у списку найбільших експортерів послуг, 4-е — за обсягом морських перевезень. ВВП на душу населення перевищує показники Великої Британії, Канади, Австралії. Він є незалежною митною зоною, міжнародним центром торгівлі, фінансів, інформації. Зовнішні активи банківського сектору за обсягом займають 5-е місце в світі, за обсягом обміну валют Гонконг займає 6-е місце в світі. Фондовий ринок є найбільшим в Азії за рівнем капіталізації після Японії. Гонконг привабливий завдяки офіційній позиції щодо ПШ, ліберальній системі оподаткування, відносній нескладності вимог корпоративного права. Для Гонконгу характерним є незначні операційні витрати, низький рівень відсоткових ставок, невеликий ризик зміни обмінного курсу національної валюти, вільний рух капіталу.

Сінгапур є фінансовим центром з міжнародною репутацією, який у своїй діяльності орієнтується на АТР. Його розвитку сприяло: дерегулювання токійських ринків у середині 80-х років; створення ефективної ділової інфраструктури, цінова конкуренція; висококваліфікований персонал; стратегічне розташування, що дозволяє інвесторам цілодобово здійснювати угоди як із фінансовими центрами АТР, так і з європейськими та американськими центрами. Ще в 1968 р. Сінгапур став одним з перших фінансових центрів світу, який дозволив іноземним банкам функціонувати в якості офшорних банківських підрозділів.

У Сінгапурі розташовано багато найбільших та найповажніших у світі фінансових установ. Він є важливим центром управління капіталом і займає 4-е місце серед головних центрів торгівлі валютою в світі після Лондону, Нью-Йорку і Токіо. Сінгапурські банки здійснюють не тільки традиційну банківську діяльність, а й інші види діяльності, що регулюються фінансовою владою Сінгапуру (Monetary Authority of Singapore — MAS). Наприклад, надають бухгалтерсько-консультаційні послуги, здійснюють страхове посередництво, обслуговують клієнтів на фондовому ринку. Таких видів діяльності близько 30, всі вони закріплені у відповідному законодавчому акті і на них банкам не потрібно отримувати окрему ліцензію.

В останні роки спостерігається активне зростання і поширення ринку цінних паперів. Сінгапур є другим серед найбільших центрів позабіржової торгівлі цінними паперами в Азії. Він займає 2-е місце по торгівлі на позабіржовому ринку деривативами на цінні папери і 1-е місце по торгівлі деривативами на сировинні товари.

Ринок облігацій представлено державними цінними паперами і іноземними облігаціями. Ринок промислових облігацій вважається одним з найбільших ринків, що швидко розвиваються. На біржі Singapore Exchange включені в лістинг і обертаються цінні папери більш ніж 200 міжнародних компаній.

Сінгапур є регіональним центром первинного та вторинного страхування. Він також дуже привабливий для іноземних інвесторів. В Сінгапурі діє найбільший після Японії інвестиційних фонд нерухомості в Азії. Інвестування здійснюються в промислові галузі в сфері авіаперевезень, морського судноплавства, інфраструктурних активів. Цьому сприяє прогресивна нормативна база, надійний макроекономічний фундамент, безпечний політичний клімат, зручний доступ до азійських ринків, що зростають.

Взагалі для діяльності цього фінансового центра характерним є ефективна взаємодія представників усіх рівнів влади та бізнесу, відсутність економічних бар'єрів для нерезидентів, низькі ставки оподаткування, ефективне регулювання банківського сектору, високий рівень організації мережі телекомунікацій. Рівень професіоналізму та величина витрат настільки привабливі, що виконання окремих операцій переводяться з Європи в Сінгапур.

На протязі останніх років Сінгапур уклав багато міжнародних двосторонніх угоди: про вільну торгівлю зі США, Японією, Кореєю, Австралією, Новою Зеландією, Індією, а також про уникнення подвійного оподаткування з більш ніж 60 країнами світу.

На статус СФЦ претендує і **Шанхай**. Це може статися за умови збереження існуючих темпів економічного зростання Китаю та використання статусу і переваг вільної економічної зони. Шанхай є містом Китаю, де здійснюється найбільша кількість фінансових операцій. Загальний обсяг торговельних угод на фондових біржах, ринках облігацій, ф'ючерсів, валют і золота в 2010 р. становив більше 386 трлн юаней, що в 11 разів більше, ніж у 2005 р. Зараз ціни на різноманітні угоди та торгові операції на ринку ф'ючерсів Шанхая стали важливим «довідковим» матеріалом для інших світових фінансових центрів. У найближчий час іноземні компанії зможуть проводити лістинг своїх акцій на китайських фондових біржах. Шанхай поступово перетворюється у великий фінансовий центр Азіатсько-Тихоокеанського регіону.

Національна комісія по розвитку і реформам Китаю підготувала програму перетворення Шанхаю в СФЦ, яка передбачає збільшити вдвічі обсяги торгів на фінансових ринках міста, підвищити відкритість операцій з деривативами. За останні два роки Китай знизив бар'єри для іноземного капіталу, послабив контроль за курсом юаня, дозволив ширше використовувати національну валюту в міжнародній торгівлі та фінансах. Однак, як вважають експерти, темпи лібералізації ще залишаються повільними.

Прогнозується, що до 2015 р. обсяг торгів на китайських біржах (без врахування угод з іноземною валютою) досягне 158 трлн дол.; Шанхайський міжбанківський ринок угод з облігаціями ввійде в трійку найбільших у світі за обсягом паперів, що знаходяться в обігу (в 2005 р. він займав 5-е місце в світі); шанхайський ринок фінансових деривативів стане одним з п'яти найбільших у світі; китайська валюта отримуватиме міжнародний статус. Будівництво світового фінансового центра буде ґрунтуватися на юані, що свідчить про інтернаціоналізацію китайської національної валюти.

Провідним міжнародним фінансовим центром Близького Сходу є **Дубай**. Його стрімкий розвиток почався з 1966р. коли в місцевості було знайдено нафту. Однак економіка базується не тільки на добуванні нафти, а й туризмі, фінансових послугах, електронній комерції. За темпами розвитку Дубай порівнюють із Шанхаєм. Економічному зростанню Дубая сприяє політика звільнення від податків, бюрократії, всебічної підтримки розвитку, а також вигідне місце розташування — між європейськими і східно-азійськими фінансовими центрами. Представництва провідних міжнародних банків і місцеві банки надають будь-які прийняті в міжнародній практиці послуги: у сфері інвестиційної, корпоративної та приватної банківської справи; управління активами та рестрації фондів; страхування тощо. Дубай також є регіональним інформаційним центром, третім по важливості центром реекспорту в світі після Гонконгу та Сінгапуру.

У вересні 2004 р. почала діяти вільна економічна зона (ВЕЗ) Дубайський Міжнародний Фінансовий Центр (DIFC), головним напрямком діяльності якого стала фінансова індустрія. Створення ВЕЗ є одним з найуспішніших заходів залучення іноземних інвестицій, розвитку торгівлі та промисловості. Вона має всі переваги для створення офшорних компаній, але підприємство, яке зареєстроване в ВЕЗ, не відноситься до категорії офшорних, що підвищує їх статус і полегшує ведення бізнесу. DIFC нараховує понад 800 компаній, серед яких 6 найбільших світових банків, 8 великих міжнародних компаній з управління активами, 4 найбільших страхових компаній світу. Активність компаній, що зареєстровані в DIFC, в 2011 р. зросла на 11%. DIFC надає своїм клієнтам такі

привілеї: 100% право іноземної власності, нульовий податок на прибуток і доходи, відсутність обмежень на переміщення капіталу, вивезення прибутку, обмін валюти, ввізне мито на товари. Підприємства вииграють також від сучасної інфраструктури операційної підтримки та безперервного здійснення ділових операцій із стійкими високими стандартами функціонування. У вересні 2005 р. почала свою роботу Міжнародна фінансова біржа Дубая (DIFX), яка стала торговельним майданчиком для акцій, облігацій, інструментів ісламської фінансової системи, деривативів, індексів. В Дубаї, як і в Гонконгу і Сінгапурі, активно проводяться IPO, що поклало початок політики невтручання держави в економіку та лібералізації ринку в усьому регіоні. Світовий фінансовий ринок з'єднує між собою провідні фінансові центри різних країн, а укріплення зв'язків між ними спричинило фінансову революцію.

2.4. Офшорні зони в системі світових фінансових центрів

Серед фінансових центрів виділяють **офшорні зони** — позанаціональні фінансові центри, які здійснюють значні обсяги кредитування й фінансування в валютах інших країн (євровалютах). Вони є перерозподільною ланкою світових фінансових потоків і дозволяють ухилитися від існуючого національно-державного законодавства.

Для цих зон характерні:

- ліберальне валютно-кредитне законодавство, що захищає інтереси інвесторів, не накладаючи при цьому зайвих обмежень на фінансові інститути (низькі податки, незначне державне втручання);
- здійснення валютно-кредитних операцій в основному з іноземною для даної країни валютою;
- законодавчий допуск продажу валюти за офіційною ціною, коли офіційний обмінний курс нижчий від ринкового, і купівлі валюти, коли офіційний курс валюти вищий за ринковий.

Основна риса офшорних центрів полягає в низькому оподаткуванні або у відсутності податків. Крім того, депонований у них капітал не лежить без руху, а призначається для інвестування у високоприбуткові галузі з низьким оподаткуванням за кордоном.

Існує безліч критеріїв класифікації офшорних центрів. В основу головних критеріїв, використовуваних представниками ділового світу при виборі таких центрів з метою мінімізації податкових зобов'язань, ставиться підсумований обсяг і характер привілеїв, пропонує клієнтам.

При такому підході офшорні центри зазвичай поділяють на два основних типи.

Перший — це власне офшорні території, офіційно визнані у світі, і юрисдикції, які відносяться до «податкових гаваней». Це переважно країни з невеликим населенням і малою земельною площею. За термінологією, прийнятою в ООН, вони називаються міні-державами. Для них характерна відсутність податку на прибуток для іноземних «шльогових» компаній. Але ця перевага значною мірою знецінюється в очах клієнтів таким серйозним недоліком, як відсутність податкових угод з іншими державами й особливо договорів про уникнення подвійного оподаткування. До цього типу юрисдикцій відноситься велика кількість офшорних центрів світу, наприклад, острів Мен, Гібралтар, Панама, Багамські острови, Теркс, Кайкос та інші.

До другого типу відносять юрисдикції з «помірним» рівнем оподаткування. Такі держави не вважаються типовими офшорними територіями, хоча деякі з них в окремих випадках включені в «чорні списки» податкових гаваней. Тут найчастіше стягується «помірний» (а часом і досить значний) податок на прибуток. Але такий «недолік» (з погляду бажаючих мінімізувати свої податкові зобов'язання) цілком компенсується тим, що такі юрисдикції пов'язані численними податковими угодами з іншими державами. Окрім того, тут надаються значні пільги для компаній певного виду діяльності, насамперед, холдингових, фінансових, ліцензійних. Такі компанії використовуються як проміжні пункти для міждержавного переказу доходів і капіталів. При цьому як кінцевий пункт такого переведення виступають офшорні компанії, зареєстровані в загальновідомих податкових гаванях.

Зонами «помірного» оподаткування зазвичай вважають цілком «респектабельні» держави Західної Європи — Швейцарію, Голландію, Австрію, Ірландію, Бельгію.

Існує і ряд «комбінованих» юрисдикцій, у яких поєднуються ознаки двох згаданих типів. До них можна віднести такі «оптимальні» юрисдикції, як Кіпр та Ірландію.

Проте не всі офшорні центри першого типу «відлучені» цілком від можливості укладення податкових угод. Деякі з них мають договори про запобігання подвійного оподаткування з окремими країнами (до таких офшорних юрисдикцій відносяться Мадейра, Голландські Антили, Маврикій, Британські Віргінські острови). Усе це створює ще одну зручну «лазівку» для приховування від податків доходів і капіталу.

Якщо ж розглядати офшорні центри тільки з погляду ситуації фіскальної, тобто з боку специфіки різноманітних вигод і переваг для різних категорій платників податків, то такі центри поділяються на кілька груп.

Це країни і території :

- які не обкладають своїх резидентів ніякими податками (Андорра чи Багамські острови);
- які обкладають податками тільки прибуток, одержаний у даній країні, але звільняють від податків доходи, які надходять з-за кордону (Коста-Ріка, Гонконг);
- у яких одержуваний там прибуток не обкладається податком, зате обкладається прибуток, одержаний з-за кордону (Монако);
- де обкладається податком прибуток, одержаний за кордоном, однак податкові ставки дуже низькі — нижче 1% (острови Гернсі чи Джерсі Шарк);
- які оподатковують накопичені багатства (матеріальні цінності), а не поточний прибуток (Уругвай);
- у яких дозволяється застосовувати різні комбінації з пільгових податкових правил, які створюють особливо вигідні умови для фізичних осіб. Їхні доходи тут цілком звільнені від податків або окремі види доходів користуються податковими привілеями. У Європі такими центрами є Андорра, Ірландія, Монако, Кампйоне де Італія, за межами Європи — Багамські, Бермудські, Кайманові острови, Французька Полінезія чи острови Святого Варфоломія.



ГЛАВА 3

СВІТОВА ВАЛЮТНА СИСТЕМА ТА ПРИНЦИПИ ЇЇ ФУНКЦІОНУВАННЯ

3.1. *Поняття та види валюти*

Під валютою слід розуміти будь-який товар, що здатний виконувати функцію засобу обміну в міжнародних розрахунках. У більш вузькому розумінні — наявна частина грошової маси, яка переходить з рук у руки в формі грошових банкнот і монет.

Валюта забезпечує зв'язок і взаємодію національного та світового господарства.

Залежно від належності (статусу) валюти поділяються на національну, іноземну, міжнародну (регіональну).

Національна валюта — це встановлений законом платіжний засіб даної країни: грошові знаки у вигляді банкнот, монет та в інших формах, що перебувають в обігу та є законним платіжним засобом на території країни, а також платіжні документи та інші цінні папери (акції, облигації, купони до них, бони, векселі (тратти), боргові розписки, акредитиви, чеки, банківські накази, депозитні сертифікати, ощадні книжки, інші фінансові та банківські документи), виражені у валюті цієї країни.

Національна валюта є основою національної валютної системи.

Іноземна валюта — грошові знаки іноземних держав, кредитні та платіжні засоби, які виражені в іноземних грошових одиницях і які використовуються в міжнародних розрахунках.

Міжнародна (регіональна) валюта — міжнародна або регіональна грошова розрахункова одиниця, платіжний та резервний засіб. Наприклад, СДР (SDR — Special Drawing Right або СПЗ — спеціальні права запозичення), які є міжнародним платіжним засобом, що використовується МВФ для безготівкових міжнародних розрахунків шляхом записів на спеціальних рахунках, і розрахунковою одиницею МВФ; євро — регіональна міжнародна розрахункова одиниця, яка була введена у 1999 р. в межах Європейської валютної системи і є розрахунковою одиницею країн ЄС.

По відношенню до валютних запасів країни розрізняють **резервну валюту**. Під резервною валютою розуміють іноземну валюту, в котрій центральні банки інших держав нагромаджують і зберігають резерви для міжнародних розрахунків по зовнішньоторговельних операціях та іноземних інвестиціях.

По відношенню до курсів інших валют розрізняють **сильну** (тверду) та **слабку** (м'яку) валюту. Тверда валюта характеризується стабільним

валютним курсом. Поняття твердої валюти нерідко використовується як синонім конвертованої валюти.

За матеріально-речовою формою валюта буває **готівковою і безготівковою**.

За принципом побудови — **«кошикового» типу і звичайною**. Валютний кошик — це метод сумірності середньозваженого курсу однієї валюти по відношенню до визначеного набору інших валют. Важливим моментом розрахунку валютного кошика є визначення його складу, розміру валютних компонентів, тобто кількість одиниць валюти у наборі.

3.2. Конвертованість валют

Важливою характеристикою валюти є ступінь її конвертованості — здатність резидентів і нерезидентів до вільного необмеженого обміну національної валюти на іноземну та використовувати іноземну валюту в угодах з реальними й фінансовими активами. Ступінь конвертованості обернено пропорційний обсягу і жорсткості валютних обмежень, що практикуються в країні. За цією ознакою (за режимом використання) валюти можуть бути повністю конвертовані, частково конвертовані та неконвертовані.

Вільно конвертовані — це валюти країн, які повністю відмінили валютні обмеження та обмінюють їх на всі інші валюти.

Частково конвертовані — це валюти країн, що зберігають валютні обмеження певного кола валютних операцій.

Неконвертовані — це валюти країн, які повністю зберігають валютні обмеження по всіх операцій як для нерезидентів, так і резидентів.

Під валютними обмеженнями слід розуміти будь-які дії офіційних інстанцій, які безпосередньо призводять до звуження можливостей, збільшення витрат або до появи невинуватих зволікань у здійсненні валютного обміну і платежів згідно з міжнародними угодами. До головних принципів валютних обмежень відносяться:

- централізація валютних операцій у центральному та уповноважених банках;
- ліцензування валютних операцій;
- повне або часткове блокування валютних рахунків;
- обмеженість оборотності валют.

Ступінь конвертованості валюти залежить від сфери валютних обмежень: за поточними операціями платіжного балансу або за операціями з капіталом.

Конвертованість за поточними операціями — це відсутність обмежень по міжнародним операціям, які пов'язані з торгівлею това-

рами, послугами, переказами доходів та трансфертів. За поточними операціями платіжного балансу використовують такі форми валютних обмежень: блокування виручки іноземних експортерів від продажу товарів в даній країні, обмеження їх можливостей розпорядження цими коштами; обов'язкова продаж валютної виручки експортерів повністю або частково центральному та уповноваженим банкам; обмежена продаж іноземної валюти імпортерами; обмеження на форвардні покупки іноземної валюти імпортерами; заборона продажу товарів за кордоном на національну валюту; заборона оплати імпорту деяких товарів іноземною валютою; регулювання строків платежів з експорту та імпорту тощо.

Конвертованість за операціями з капіталом — це відсутність обмежень по міжнародним операціям, які пов'язані з рухом прямих та портфельних інвестицій, капітальних грантів. При пасивному платіжному балансі використовуються валютні обмеження, які обмежують вивіз капіталу і стимулюють надходження капіталів з метою підтримки курсу валюти. Це — лімітування вивозу національної та іноземної валюти, золота, цінних паперів, надання кредитів, контроль за діяльністю кредитного та фінансового ринків; обмеження участі національних банків щодо надання міжнародних позик в іноземній валюті; примусове вилучення іноземних цінних паперів, які належать резидентам і їх продаж за валюту; повне або часткове припинення погашення зовнішньої заборгованості чи дозвіл її оплати національною валютою без права переказу за кордон тощо.

При активному платіжному балансі з метою стримування притоку капіталів в країну та підвищення курсу національної валюти використовують депонування на безвідсотковому рахунку в центральному банку нових закордонних зобов'язань банків; заборона на інвестиції нерезидентів та продажі національних цінних паперів іноземцям; обов'язкова конверсія позик в іноземній валюті в національному центральному банку; заборона щодо виплати відсотків по строковим внескам іноземців в національній валюті; введення від'ємної відсоткової ставки по внескам нерезидентів в національній валюті (відсотки платить вкладник банку або банк, який зацікавлений у залученні внесків в іноземній валюті, сам виплачує їх державній валютній установі); обмеження на ввіз валюти в країну; обмеження щодо форвардної продажі національної валюти іноземцям [9, с. 175].

Конвертованість національної валюти не є чисто технічною категорією можливості її обміну. По суті, це особливий характер зв'язку між національними і світовим господарствами, глибоке інтегрування першого в друге. Конвертованість національної грошової одиниці забезпе-

чує країні довгострокові вигоди від участі в багатосторонній світовій системі торгівлі й інвестицій, а саме:

- вільний вибір виробниками і споживачами найбільш вигідних ринків збуту і закупівлі всередині країни та за кордоном в кожний даний момент;
- розширення можливостей залучати іноземні інвестиції і здійснювати інвестиції за кордон;
- стимулюючий вплив іноземної конкуренції на ефективність, гнучкість і пристосовність підприємств до зміни умов;
- підтягування національного виробництва до міжнародних стандартів щодо цін, витрат і якості;
- можливість здійснення міжнародних розрахунків у національних грошах;
- на рівні народного господарства в цілому — спеціалізацію з урахуванням відносних переваг, оптимальне й економне витрачання матеріальних, фінансових і трудових ресурсів.

Конвертованість валюти з точки зору відношення до валюти резидентів та нерезидентів поділяється на внутрішню та зовнішню. При *внутрішній конвертованості* резиденти мають право купувати та здійснювати операції всередині країни з валютою, банківськими депозитами, які деноміновані в іноземній валюті. Внутрішня конвертованість охоплює поточні та капітальні операції. Вона притаманна усім розвинутим країнам, тобто іноземна валюта є засобом платежу, якщо на це згодні продавець та покупець. При *зовнішній конвертованості* резиденти мають право здійснювати операції з іноземною валютою з нерезидентами. Національна валюта може мати зовнішню конвертованість по поточних чи капітальних операціях.

3.3. Валютний курс: сутність, види, режими

Головною характерною рисою теорії і практики міжнародних фінансів є те, що вони мають справу з численними валютами. Кожна країна має свою грошову одиницю, валюту, яка лежить в основі грошової системи країни (долар, єна, рубль, гривня тощо). Валюта в різних країнах може мати одну назву, але різну цінність. Наприклад, грошова одиниця і в Канаді і в США — долар, але американський долар і канадський долар мають різну цінність.

Завдяки тому, що кожна країна використовує у своєму обігу валюту, яка відрізняється від валюти інших країн, усі міжнародні операції — торговельні, кредитні та ін. — передбачають обмін двох валют. При

здійсненні міжнародної операції потік товарів, послуг, капіталу в одному напрямку передбачає рух валютних коштів у зворотному.

Валюти, як правило, обмінюються не просто одна до одної, а в певному співвідношенні, що визначається їх відносною вартістю — обмінним курсом.

Обмінний валютний курс — це:

- кількість одиниць однієї валюти, яка необхідна для придбання одиниці іншої валюти;
- ринкові ціни однієї валюти, виражені в іншій валюті;
- сукупність цін валют, взаємопов'язаних тристороннім арбітражем.

Змістом валютної операції є обмін валюти однієї країни на валюту іншої. Кожна національна валюта має певну ціну, котра виражається в грошових одиницях іншої країни і називається валютним курсом. Ціни на вільно конвертовану валюту визначаються на міжнародному валютному ринку виходячи з попиту та пропозиції на неї, а у країнах з частково конвертованою валютою ціна національної валюти встановлюється центральним банком. Таким чином, валютний, або обмінний, курс має кількісну визначеність, котра являє собою співвідношення кількості обмінюваних валют.

Валютний курс є засобом інтернаціоналізації грошових відносин, утворення світової системи грошей; сприяє порівнянню цінових структур окремих країн, умов і результатів продуктивності праці, заробітної плати, темпів економічного зростання; є засобом порівняння національних цін і національних умов виробництва; є засобом перерозподілу національного продукту між країнами, що здійснюють зовнішньоекономічні зв'язки; є засобом сприяння об'єднанню та стабільному розвитку фінансових ринків. Через це він вважається важливим макроекономічним показником та інструментом макроекономічної політики.

Визначення курсу валют називається котируванням. Існує два методи котирування іноземної валюти до національної: пряме і непряме (зворотне). При *прямому котируванні* курс одиниці іноземної валюти виражається в національній валюті (1 дол. = 5,0 грн.). При *непрямому котируванні* курс одиниці національної валюти виражається в іноземній валюті (1 грн. = 0,20 дол.).

При котируванні валют встановлюється базова валюта та валюта котирування. *Базова валюта* — це валюта відносно якої котируються інші валюти, тобто валюта, з якою порівнюють дану грошову одиницю. *Валюта котирування* — це валюта, яка котирується до базової, тобто валюта, курс якої визначають. Як правило, усі валюти (за винятком англійського фунта стерлінга та кошика валют) порівнюється з долларом

США. Використання долара як базової валюти відображає роль американської валюти як загальновизнаної розрахункової одиниці.

При аналізі динаміки валютних курсів враховують метод котирування. Оскільки валютний курс — це ціна грошей то його зміни означають подорожчання або знецінення грошей. Національна валюта дорожчає, коли валютний курс, визначений методом прямого котирування, знижується: був 5,4010 грн. за 1 дол. США, став 5,1210 за 1 дол. США, при цьому купівельна спроможність гривні зростає з 0,1851 дол. за 1 грн. (1:5,4010) до 0,1953 дол. за 1 грн. (1:5,1210), і знецінюється при зростанні валютного курсу.

На багатьох валютних ринках застосовується процедура котирування у формі *фіксингів*, при якій визначається та реєструється міжбанківський курс валют шляхом послідовного зіставлення попиту та пропозиції з кожної валюти. За цими даними визначаються курси купівлі й продажу або середній між ними курс, які фіксуються як офіційні.

3.3.1. Розрахункові види валютних курсів

Для оцінки темпів економічного розвитку використовують декілька розрахункових видів валютних курсів.

1. **Номінальний валютний курс.** Це — курс між двома валютами, тобто відносна ціна двох валют (пропозиція їх обміну однієї на іншу). Наприклад, номінальний валютний курс долара до фунта дорівнює 2,00 дол./1 фунт.

Визначення номінального валютного курсу співпадає із загальним визначенням самого валютного курсу і встановлюється на валютному ринку. Він використовується у валютних контрактах і є найпростішим і базовим визначенням валютного курсу. Однак для довгострокового прогнозування він не є зручним, оскільки вартість іноземних і національних валют змінюється одноразово із зміною загального рівня цін в країні.

2. **Реальний валютний курс.** Це — номінальний валютний курс, скорегований на відносний рівень цін у своїй країні і в тій країні, до валюти якої котирується національна валюта. Реальний валютний курс є порівнянням купівельної спроможності двох валют.

Для його розрахунку використовується формула:

$$S_r = S_n \frac{P^1}{P}, \quad (3.1)$$

де S_r — реальний валютний курс;

S_n — номінальний валютний курс;
 P^i — індекс цін зарубіжної країни;
 P — індекс цін своєї країни.

Реальний валютний курс являє собою співвідношення споживацького кошика за рубежом, переведеного з іноземної валюти в національну за допомогою номінального валютного курсу (номінальний валютний курс, помножений на індекс цін зарубіжної країни) і ціни споживацького кошика тих самих товарів у своїй країні.

Індекс реального валютного курсу показує його зміну з поправкою на темп інфляції в обох країнах. Якщо темп інфляції у своїй країні є вищим від зарубіжного, то реальний валютний курс буде вищим від номінального.

3. Номінальний ефективний валютний курс. Він розраховується як співвідношення між національною валютою і валютами інших країн, зваженим у відповідності з питомою вагою цих країн у валютних операціях даної країни. Він виражається формулою:

$$S_n^e = \sum_i (P_n^s \times W_i), \quad (3.2)$$

де, S_n^e — номінальний ефективний валютний курс;

\sum_i — знак суми показників по i країнам;

i — країна-торговельний партнер

$P_n^s = \frac{S_{n_1}}{S_{n_0}}$ — індекс номінального валютного курсу поточного року

(S_{n_1}) порівняно з базовим роком (S_{n_0}) кожної країни-торговельного партнера;

$W_i = \frac{X_i + IM_i}{X_{total} + IM_{total}}$ — питома вага кожної країни в торговельному

обігу даної країни з країнами, що є головними торговельними партнерами.

Номінальний ефективний валютний курс показує усереднену динаміку руху курсу національної валюти по відношенню до декількох валют, а також відображає зміну рівнів цін в кожній з країн.

4. Реальний ефективний валютний курс. Це номінальний ефективний валютний курс, скоригований на зміну рівня цін або інших показників витрат виробництва, який показує динаміку реального валютного курсу даної країни до валют країн — основних торговельних партнерів.

Він виражається формулою

$$S_r^e = \sum_i (P_r^s \times W_i), \quad (3.3)$$

де, S_r^e — реальний ефективний валютний курс;

$$P_r^s = \frac{S_{r_1}}{S_{r_0}} \text{ — індекс реального валютного курсу поточного року по-}$$

рівняно з базовим роком кожної країни — торговельного партнера.

Індекс S_r^e вважається головним показником, який характеризує узагальнену динаміку курсів основних валют і на його основі прогнозуються тенденції їх розвитку.

Якщо S_r^e національної валюти підвищується, то експорт стає дорожчим, його розміри скорочуються, а імпорт дешевшає і розміри його зростають, тобто конкурентні позиції країни на світовому ринку погіршуються. Отже, S_r^e є показником, що характеризує конкурентоспроможність країни на світовому ринку.

3.3.2. Крос-курс та тристоронній арбітраж

Кожна валюта має не один валютний курс, а стільки, скільки існує валют. Обмінні курси валют, маючи різне числове вираження, взаємопов'язані і становлять сукупність цін, взаємопов'язаних тристороннім арбітражем. Тристоронній арбітраж — це операція обміну двох валют через третю з метою отримання прибутку, використовуючи різницю між обмінним курсом і крос-курсом.

Крос-курсом називається курс обміну двох валют (А і В) через третю валюту (С). Визначення крос-курсу відбувається шляхом конвертації валюти «А»спочатку у валюту «С», а потім — валюти «С»у валюту «В».

$$(A/C) \times (C/B) = A/B \quad (3.4)$$

Дії арбітражерів створюють додаткову пропозицію одних валют і додатковий попит на інші валюти. Конкуренція між арбітражерами призводить до того, що прибуток від арбітражу настільки малий, що практично обмінний курс і крос-курси рівні. Водночас тристоронній арбітраж створює механізм, котрий зрівнює попит і пропозицію на ва-

люту на всіх валютних ринках. Внаслідок цього експорт завжди підвищує вартість валюти країни при вимірі її у валютах інших країн, а імпорту — знижує вартість валюти незалежно від того, в яку країну йде експорт і з якої країни надходить імпорту.

Крос-курси валют є вторинним показником і розраховуються через основні курси валют відносно долара. Існують три способи розрахунку крос-курсів з урахуванням того, чи є котирування валют до долара прямим чи непрямим [15, с. 19].

1 спосіб: розрахунок крос-курсу для валют із прямим котируванням до долара США (долар є базою котирування для обох валют). Для розрахунку крос-курсу слід розділити курс валюти, що виступає в крос-курсі валютою котирування, на курс валюти, що у крос-курсі служить базою котирування. Наприклад, потрібно знайти крос-курс канадського долара і японської єни (CAD/JPV). Котирування канадського долара до долара США (USD/CAD) дорівнює 1,5658, а канадського долара до єни

(USD/JPV) — 107,34. Крос-курс CAD/JPV буде: $\frac{107,34}{1,5658} = 68,52$

2 спосіб: розрахунок крос-курсу для валют із прямим та непрямим котируванням до долара США, де долар є базою котирування для однієї з валют. Для розрахунку крос-курсу слід помножити доларові курси цих валют.

Наприклад, потрібно знайти крос-курс фунта стерлінгів до української гривні (GBP/UAH). Курс GBP/USD=1,5890 (непряме котирування), курс USD/UAH=5,4250 (пряме котирування). Крос-курс GBP/UAH=1,5890×5,4250=8,6203.

3 спосіб: розрахунок крос-курсу для валют із непрямим котируванням до долара США, де долар є валютою котирування для обох валют. Для розрахунку крос-курсу необхідно розділити курс базової валюти на курс валюти котирування. Наприклад, потрібно визначити крос-курс фунта стерлінгів до австралійського долара (GBP/AUD). Курс GBP/USD=1,5820, курс AUD/USD=0,7596.

$$\text{Крос-курс GBP/AUD} = \frac{1,5820}{0,7596} = 2,0827.$$

Найчастіше розраховують такі крос-курси: фунт стерлінгів до японської єни, євро до японської єни, євро до швейцарського франка. Ринок крос-курсів в Україні представлений кількома валютами: фунт стерлінгів до гривні, російський рубль до гривні, євро до гривні. Визначення крос-курсів інших валют не здійснюється, тому що торговельні контракти в основному укладаються у доларах США.

3.3.3. Режими валютних курсів

У міжнародній практиці використовують такі основні режими валютних курсів: фіксовані, плаваючі (гнучкі), компромісні.

Режим фіксованих валютних курсів — це система, за якої валютний курс фіксується, а його зміни під впливом коливання попиту і пропозиції усуваються проведенням державою стабілізаційних заходів. Класичною формою фіксованих курсів є валютна система «золотого стандарту», коли кожна країна встановлює золотий вміст своєї грошової одиниці. Валютні курси при цьому представляють фіксоване співвідношення золотого змісту валют.

Фіксований валютний курс може фіксуватись різними способами:

1. Фіксація курсу національної валюти до курсу найбільш значущих валют міжнародних розрахунків.
2. Використання валюти інших країн в якості законного платіжного засобу.
3. Фіксація курсу національної валюти до валют інших країн — головних торговельних партнерів..
4. Фіксація курсу національної валюти до колективних валютних одиниць, наприклад, до СДР.

До переваг фіксованих валютних курсів слід віднести те, що коли курс стабільний, то він забезпечує компаніям надійну основу для планування та ціноутворення; обмежує внутрішню грошово-кредитну політику; позитивно впливає на недостатньо розвинуті фінансові ринки і фінансові інструменти.

Недоліки фіксованих валютних курсів:

- якщо йому не довіряють, то він може піддатись спекулятивним діям, які в подальшому можуть зумовити відмову від фіксованого курсу;
- не існує надійного способу визначити, чи є вибраний курс оптимальним та стабільним;
- фіксований курс передбачає, щоб центральний банк був готовий до проведення валютних інтервенцій з метою його підтримки.

У цілому система фіксованого валютного курсу дозволяє вирішувати тільки короткотермінові проблеми, пов'язані насамперед з високим рівнем інфляції та нестабільністю національної валюти. У довготерміновому періоді даний валютний режим неприйнятний, тому що розбіжності в темпах зростання продуктивності виробництва не знаходять адекватного відображення у змінах відносних цін і розподіленні ресурсів між різними групами товарів і послуг, внаслідок чого накопичуються диспропорції в структурі народного господарства.

У країнах з ринковою економікою і високим рівнем доходу, як правило, діють ринкові (плаваючі) валютні курси.

Гнучкі або вільно плаваючі валютні курси — режим, за якого курси обміну валют визначаються безперешкодною грою попиту і пропозиції. Ринок валют урівноважується за допомогою цінового, тобто курсового механізму.

Перевагою ринкових валютних курсів є те, що вони внаслідок вільного коливання попиту на валюту і її пропозиції автоматично коригуються таким чином, що в кінцевому підсумку усуваються незбалансовані платежі; у спекулянтів не має можливості отримувати прибуток за рахунок центрального банку; у центральному банку не має потреби здійснювати валютні інтервенції. До недоліків можна віднести те, що ринки не завжди працюють з ідеальною ефективністю і тому існує ризик, що валютний курс буде перебувати протягом тривалого часу на необумовленому економічними прогнозами рівні; невизначеність майбутнього валютного курсу може створити труднощі для компанії у сфері планування та ціноутворення; свобода проведення незалежної внутрішньої грошово-кредитної політики може бути порушена (наприклад, якщо уряд не має засобів протидіяти зниженню валютного курсу, він може приводити інфляційну, бюджетну та грошово-кредитну політику).

Компромісні валютні курси — це режим, за яким поєднуються елементи фіксування і вільного плавання валютних курсів, а регулювання валютного ринку лише частково здійснюється рухом самих валютних курсів. Це може бути:

- підтримування фіксованого курсу шляхом незначних змін в економіці, а у випадку їх недостатності — шляхом девальвації валюти і встановлення нового офіційного фіксованого курсу;

- регульоване плавання валют, коли офіційні органи змінюють валютний курс поступово, поки не буде досягнуто нового паритету. Це може бути: а) «ковзне прив'язування» — щоденна девальвація національної валюти на заздалегідь заплановану й оголошену величину; б) «повзуче прив'язування» — зниження валютного курсу зі заздалегідь оголошеною періодичністю на зазначену величину; в) «брудне плавання» — щоденна девальвація на заздалегідь не оголошену величину. Разом з цим уряд вживає заходів щодо пристосування економіки до нової ситуації.

Коли пропозиція не відповідає попиту при заданому офіційному курсі, то валютою торгують нелегально за обмінним курсом чорного ринку. Офшорний обмінний курс відноситься до неофіційної ціни регульованих валют, операції за якими здійснюються в офшорних зонах.

Вибір режиму валютних курсів залежить від того, яку мету переслідує економічна політика. В ситуації, коли основною метою ставиться

досягнення повної зайнятості, а інфляції особливого значення не надається, перевага може бути віддана плаваючим валютним курсам. Коли ж ставиться за мету уникнути інфляції, переважними є фіксовані валютні курси. По суті, проблема порівняльних переваг фіксованих і плаваючих валютних курсів в значній мірі зводиться до проблеми оптимального поєднання безробіття та інфляції.

На вибір валютного режиму впливає ступень залежності національної економіки від процесів, що відбуваються у світовому господарстві. Якщо країна у великій мірі піддається загрозі внутрішньої нестабільності і в меншій мірі залежить від зовнішньої, то для неї, як правило, кращими є фіксовані валютні курси. У випадку, коли економіка країни у значній мірі залежить від світового ринку, а внутрішня економічна ситуація і національна макроекономічна політика відносно стабільна, то кращими є плаваючі валютні курси.

У плаваючих валютних курсах більше зацікавлені країни з дефіцитом платіжного балансу і країни, котрі віддають перевагу незалежності у проведенні грошово-кредитної і бюджетної політики.

Гнучкі валютні курси рекомендуються країнам, котрі спеціалізуються на експорті вузького набору продуктів, попит на які залежить від економічного становища імпортуючих країн.

В найбільш загальному вигляді можна сказати, що в умовах сучасного світу до вибору валютної політики потрібно підходити з точки зору оптимального поєднання її оцінки як інструменту економічної інтеграції і засобу захисту національної економіки від негативних, руйнівних впливів з боку світового господарства.

3.4. Рівноважний валютний курс

3.4.1. Попит і пропозиція на іноземну валюту

Поняття рівноважного валютного курсу є важливим у вивченні механізму визначення валютного курсу. Аналіз обмінного курсу здійснюють через застосування інструментів попиту та пропозиції іноземної валюти на валютному ринку.

Попит на іноземну валюту виникає внаслідок необхідності купівлі товарів і послуг за рубежом. Попит на валюту будь-якої країни на валютному ринку свідчить саме про те, що існує попит іноземців на товари і послуги цієї країни. Величина попиту на валюти залежить від ціни на пропонований товар. Зі зниженням ціни на товар дедалі більше покупців забажають і зможуть його купити.

Покупцям, які бажають придбати іноземний товар, буде потрібна валюта країни-продавця товару в обмін на національну валюту за ціну, що склалася на ринку, тобто за обмінним курсом. Попит на валюту продавця товару залежатиме від ціни валюти (валютного курсу). Пропозиція валюти з боку країни-продавця виникає, у свою чергу, внаслідок необхідності купівлі товарів (тобто попиту на товар) у країни-покупця її товарів.

В ринковій економіці ціна валюти коливається під впливом попиту і пропозиції. Якщо обмінний курс надто високий, пропозиція валюти перевищить попит на неї і ціна валюти знизиться. Якщо ж ціна надто мала, попит на валюту перевищить пропозицію і курс підвищиться. Внаслідок таких коливань складається ціна рівноваги валюти або ринкова ціна. Ринкова ціна — це обмінний курс, за якого пропозиція валюти на валютному ринку дорівнює попиту на неї (рис. 3.1).

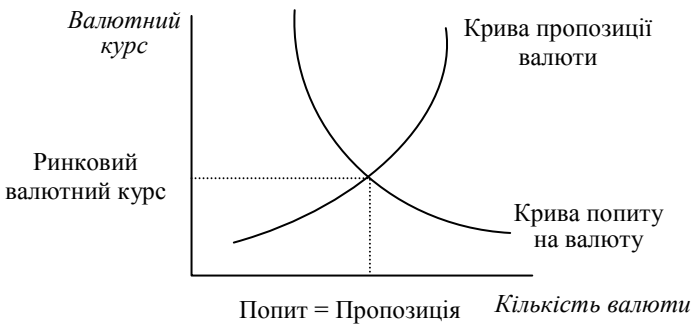


Рис.3.1. Визначення ринкової ціни валюти (рівноважного валютного курсу)

3.4.2. Залежність цін від зміни валютного курсу

Розуміння суті валютних курсів і видів їх котирування дозволяє порівнювати експортну ціну товару з ціною внутрішнього ринку і тим самим з'ясувати, наскільки вигідним є продаж того чи іншого товару чи послуги на певному іноземному ринку.

Зниження ціни національної валюти знижує ціни національних товарів, які виражені в іноземній валюті (товари для іноземців здешевлюються). Це сприяє росту експорту, який стає більше конкурентоспроможним. Одночасно ціни на іноземні товари, що виражені в національній валюті, підвищуються і імпорт їх скорочується. Підви-

шення курсу національної валюти удорожчує національні товари, ціни на які виражаються в іноземній валюті (товари для іноземців удорожчуються). Їх експорт знижується і стає менше конкурентоспроможним. Одночасно ціни на іноземні товари, які виражаються у національній валюті знижуються і імпорт їх зростає.

3.5. Прогнозування валютного курсу

3.5.1. Чинники, що впливають на валютний курс

Довгостроковими фундаментальними чинниками, що визначають рух валютних курсів, є процеси, які відбуваються у сфері національного виробництва й обігу. Це, насамперед, порівняльна (по відношенню до світового рівня) продуктивність праці, і, відповідно, витрати виробництва, довгострокові темпи зростання ВВП, місце й роль країни у світовій торгівлі і вивозі капіталу. Відносно швидше зростання продуктивності праці в окремій країні (відносне підвищення продуктивності праці) в довгостроковому плані призводить до підвищення відносної купівельної спроможності національних грошей по відношенню до товарів і відповідно до зростання валютного курсу цієї країни. Ця обставина дає можливість прогнозувати довгостроковий розвиток валютних курсів.

Чим більші витрати виробництва і ціни в країні (нижча продуктивність праці) у порівнянні зі світовими, тим більше зростає імпорт у порівнянні з експортом, що призводить до знецінення національної валюти, і навпаки. Цей чинник отримав назву «паритет купівельної спроможності» (ПКС) валют. На світових ринках валюти зіставляються за інтернаціональною вартістю певної кількості товарів і послуг, які представляються тією чи іншою грошовою одиницею. В ході міжнародних і світогосподарських відносин встановлюється таке співвідношення обох валют, за якого певна сума грошей може бути обмінена на однаковий за складом і обсягом «ринковим кошиком» товарів і послуг в обох країнах. Це і буде паритет купівельної спроможності валют, тобто такий рівень обмінного курсу двох валют, який урівнює купівельну спроможність кожної з них за інших ризиків обставин.

Зростання національного доходу країни, що приводить до збільшення попиту на імпорتنі товари, породжує попит на валюту країни-імпортера і тенденцію до знецінення національної валюти. А зростання експорту, пов'язане зі зростанням національного доходу в іншій країні, породжує тенденцію до підвищення курсу національної валюти країни-експортера.

У сфері обігу до чинників, які визначають довгочасні тенденції руху валютного курсу, відноситься інфляція, її темпи порівняно з темпами знецінення провідних валют. Вищі темпи національної інфляції, за рівних інших умов, призводять до зниження валютного курсу даної країни стосовно країн, що мають відносно невисокі темпи знецінення грошей. У випадку інфляції зміна валютного курсу чисто номінальна, на відміну від реальної зміни курсу у випадку відносної зміни продуктивності праці. Якщо в першому випадку впливати на валютний курс у бік його підвищення можна за допомогою монетарної політики (скорочення емісії грошей, підвищення ставки позичкового відсотка тощо), то в другому — засобами, спрямованими на підвищення продуктивності праці до рівня, що забезпечує конкурентоспроможність на світовому ринку.

Одним з чинників, що визначають рух валютних курсів, є відносний рівень реальних відсоткових ставок, тобто номінальних відсоткових ставок з поправкою на величину інфляції.

Відносний рівень реальних відсоткових ставок регулює потоки капіталів між країнами. Збільшення відсоткових ставок робить країну привабливою для вкладання фінансових коштів, внаслідок чого збільшується пропозиція іноземної валюти і попит на національну валюту. Низькі відсоткові ставки обмежують або викликають відплив капіталу, внаслідок чого збільшується попит на іноземну валюту. Відповідно поводить себе і валютний курс. В першому випадку він має тенденцію до підвищення, в другому — до зниження. Таким чином, більш сильна інфляція і більш низькі реальні відсоткові ставки призводять до знецінення валюти.

Впливає на валютний курс і стан платіжного балансу країни. Як правило, пасив балансу погіршує становище на світовому ринку тієї чи іншої валюти, оскільки при цьому попит на іноземну валюту перевищує її пропозицію, актив — поліпшує, оскільки пропозиція іноземної валюти перевищує попит на неї.

Короткострокові коливання валютних курсів залежать від психологічного чинника — ринкового «очікування» учасників валютного ринку (міркування банкірів, дилерів про перспективи динаміки курсу тієї чи іншої валюти, валютні інтервенції тощо), який породжує різного роду спекуляції на валютних ринках, у тому числі спекулятивний рух капіталів. Очікування подальшого зниження (підвищення) валютного курсу породжує прагнення звільнитися (скупити) від даної валюти, що призводить до ще більшого зниження (підвищення) валютного курсу.

Валютна інтервенція, тобто втручання центральних банків і казначейств у валютні операції, проводиться як з метою підвищення, так і з метою зниження курсу валюти своєї країни або іноземної валюти. Якщо ставиться мета підвищення курсу національної валюти, банки і казна-

чейства вдаються до масового продажу іноземної валюти і купівлі національної. Якщо ж країна зацікавлена у зниженні курсу своєї валюти, то відбувається зворотне — масова скупка іноземної і продаж національної валюти. Валютна інтервенція може лише тимчасово вплинути на рух валютних курсів. Ступінь її ефективності залежить від обсягу коштів спеціально створених валютних фондів.

Зниження курсу національної валюти сприяє викидному експорту товарів. Однак валютний демпінг приносить додатковий прибуток лише тоді, коли зовнішнє знецінення валюти, тобто зниження її валютного курсу, випереджає внутрішнє знецінення, тобто падіння купівельної сили грошей в даній країні. Лише в цьому випадку, продаючи товар за попередньою ціною (або нижчою) в іноземній валюті, експортер обмінює цю валюту на більшу кількість своєї національної валюти внаслідок падіння курсу останньої. Це дозволяє йому купити на внутрішньому ринку більше устаткування, сировини, робочої сили для розширення виробництва.

Прогнозування валютного курсу здійснюють банки, фірми, ТНК. Метою прогнозування є поліпшення страхування валютних ризиків і підвищення ефективності рішень в галузі міжнародного фінансового менеджменту.

3.5.2. Моделі визначення валютного курсу

Прогнозування тенденцій змін валютних курсів можливо, перш за все, на підставі ПКС, який пов'язує ціни в національній валюті з валютними курсами (ПКС, нагадаємо, — це рівність купівельної спроможності різних валют при незмінному рівні цін в кожній з країн). Існують теорії абсолютного та відносного паритету купівельної спроможності.

В теорії абсолютного паритету купівельної спроможності стверджується, що обмінний курс між валютами двох країн дорівнює відношенню рівнів цін в цих країнах:

$$R_{d/f} = \frac{P_d}{P_f}, \quad (3.5)$$

де $R_{d/f}$ — валютний курс

P_d — рівень внутрішніх цін (ціна споживчого кошика у своїй країні)

P_f — рівень цін за кордоном (ціна споживчого кошика в іноземній країні)

Теорія відносного паритету купівельної спроможності стверджує, що зміна обмінного курсу між валютами двох країн пропорційна відносній зміні рівнів цін у цих країнах, тобто враховується інфляція.

$$R_{d/f}^1 = R_{d/f}^0 \times \frac{P_d^1 / P_d^0}{P_f^1 / P_f^0}, \quad (3.6)$$

де $R_{d/f}^0$ та $R_{d/f}^1$ — валютний курс у базовому та поточному році;

P_d^0 та P_d^1 — рівень внутрішніх цін у базовому та поточному році;

P_f^0 та P_f^1 — рівень цін за кордоном у базовому та поточному році.

Іншим способом визначення валютного курсу на основі теорії відносного паритету купівельної спроможності є співставлення різниці темпів інфляції в середині країни (i_d) та за кордоном (i_f) зі зміною курсу національної валюти:

$$i_d - i_f = \frac{R^1 - R^0}{R^0} \quad (3.7)$$

Очікувані зміни валютного курсу під впливом зміни відсоткових ставок залежать від тих сил, котрі впливають на самі відсоткові ставки. Насамперед це стосується інфляції.

Докладно зв'язок між відсотковими ставками та інфляцією довів американський економіст Ірвінг Фішер. Згідно його теорії, зростання рівня інфляції веде до пропорційного зростання рівня відсоткових ставок та навпаки. Цю закономірність називають «*ефектом Фішера*».

«Ефект Фішера» встановлює співвідношення між номінальною відсотковою ставкою (p), реальною ставкою відсотка (P) і темпом інфляції (i) в країні:

$$(1 + p) = (1 + P) \cdot (1 + i) \quad (3.8)$$

Для двох та більше країн використовується генералізований ефект Фішера: різниця темпів інфляції між двома країнами дорівнює різниці в них номінальних відсоткових ставок, тобто

$$i_d - i_f = p_d - p_f \quad (3.9)$$

Перехід від відсоткових ставок до валютних курсів пояснює «*міжнародний ефект Фішера*», який показує, що очікувана відсоткова зміна обмінного курсу є функцією різних відсоткових ставок у двох країнах.

Міжнародний ефект Фішера виражає таке рівняння:

$$\frac{R^1}{R^0} = \frac{1 + p_d}{1 + p_f}, \quad (3.10)$$

де p_d — відсоткова ставка по національній валюті;

p_f — відсоткова ставка по іноземній валюті;

$\frac{R^1}{R^0}$ — відсоткова зміна спотового валютного курсу.

Теорія Фішера демонструє прямий зв'язок між номінальною відсотковою ставкою, темпом інфляції та валютним курсом (див. формули 3.7, 3.9) [15, с. 41]:

$$p_d - p_f = i_d - i_f = \frac{R^1 - R^0}{R^0} \quad (3.11)$$

Вищий темп інфляції всередині країни, ніж за кордоном примушує місцеві банки встановлювати більш високі відсоткові ставки у порівнянні з іноземними, тому що в них закладено інфляційне очікування. Це веде до знецінення національної валюти.

Між тим, слід розуміти, що зростання відсоткової ставки може привести як до зростання валютного курсу, так і до його зниження. Це залежить від причини зростання відсоткової ставки.

Як відомо, номінальна відсоткова ставка дорівнює сумі реальної відсоткової ставки та очікуваного темпу інфляції ($p = P + i$).

З наведеної формули виходить, що на рівень номінальної відсоткової ставки може впливати як зміна темпу інфляції, так і зміна реальної відсоткової ставки. Курс національної валюти буде зростати або знижуватись залежно від того, яка складова формули (P або i) впливає на зміну номінальної відсоткової ставки. Якщо на зростання номінальної відсоткової ставки впливає зростання реальної відсоткової ставки, то це веде до зростання курсу національної валюти, а якщо впливає темп інфляції, то це буде причиною падіння курсу національної валюти.

Прогнозуванню валютного курсу сприяє аналіз платіжного балансу. Це прогнозування базується на прогнозуванні змін надходження і витрачання резервів іноземної валюти, виявлення розбіжності між передбачуваними доходами і витратами. Міжнародна торгівля впливає на валютні курси через співвідношення імпорту й експорту.

Ключовими чинниками, що впливають на зміни валютних курсів, є також чинник довіри до надійності валюти, спред між офіційним і ринковим валютними курсами та ряд технічних чинників, таких, як публікація національних статистичних даних, сезонна потреба у валюті, деяке зміцнення валюти після її тривалого послаблення, і навпаки.

3.6. Сутність валютної політики, її форми

Важливим інструментом розширення світогосподарських зв'язків є валютна політика, тобто сукупність економічних, правових та організаційних заходів та форм, які використовують державні, центральні банківські та фінансові установи, міжнародні валютно-кредитні організації у сфері валютних відносин.

Валютна політика визначається валютним законодавством, яке включає сукупність правових норм щодо регулювання порядку здійснення операцій з валютними цінностями в країні та за її межами, а також валютними угодами між державами з валютних проблем (двосторонніми та багатосторонніми).

Основним елементом валютної політики є валютне регулювання. Система валютного регулювання — це регламентація режиму здійснення валютних операцій, міжнародних розрахунків, визначення загальних принципів валютного регулювання, повноважень державних органів і функцій банків та інших кредитно-фінансових установ в регулювання валютних операцій, прав і обов'язків суб'єктів валютних відносин, порядок здійснення валютного контролю, відповідальність за порушення валютного законодавства.

Валютне регулювання здійснюється на міждержавному, регіональному та національному рівнях.

Необхідність валютного регулювання на міждержавному та регіональному рівнях обумовлена процесами інтеграції та транснаціоналізації, розвитком міжнародних економічних відносин, становленням світогосподарського поділу праці. Міждержавне та регіональне валютне регулювання орієнтовано на координацію валютно-фінансової політики окремих держав і економічних інтеграційних об'єднань, на розроблення ними загальних заходів щодо подолання валютних криз, спільних підходів до вироблення валютної політики. Скоординоване міждержавне та регіональне валютне регулювання дозволяє знизити ступінь автономності національної економічної політики та збільшити взаємозалежність валютних сфер діяльності різних національних економік.

Валютне регулювання на національному рівні приймає до уваги вимоги МВФ та регіональних об'єднань, в які входять окремі держави. Його стратегія і тактика фіксується у нормативно-правових та методичних документах.

Системи національного валютного регулювання, як правило, визначають суб'єктів валютного регулювання порядок здійснення операцій з валютними цінностями, статус валюти та обмінний валютний курс, по-

вноваження державних органів і функції банківської системи у сфері валютного регулювання і валютного контролю.

Національні системи валютного регулювання поділяють усіх учасників валютних відносин на: а) резидентів, якими є усі інституціональні одиниці, які постійно знаходяться на території даної країни, незалежно від їх громадянства або належності капіталу та б) нерезидентів, якими є усі інституціональні одиниці, які постійно знаходяться на території іноземних держав, навіть якщо вони є філіями інституціональних одиниць даної країни.

Об'єктами валютного регулювання відповідно до порядку регламентації є валютний обіг за кордоном, усередині країн та із зарубіжжям. Під валютним обігом розуміють операції з валютними цінностями, які використовуються суб'єктами валютного регулювання. До валютних цінностей належать національні та іноземні грошові знаки, платіжні документи та цінні папери, емітовані нерезидентом, а також банківські метали.

Валютна політика залежно від її цілей і форм поділяється на поточну та довгострокову [9, с.163].

Поточна валютна політика — це сукупність заходів, спрямованих на щоденне, оперативне регулювання валютного курсу, валютних операцій, діяльності валютного ринку, у тому числі за допомогою дисконтної та дивізної політики.

Метою поточної валютної політики є забезпечення нормального функціонування міжнародних та національних механізмів світової валютної системи, підтримка рівноваги платіжних балансів.

Довгострокова (структурна) валютна політика передбачає довгострокові заходи структурного характеру щодо послідовної зміни валютного механізму. Для її реалізації використовуються міждержавні переговори та угоди, насамперед у межах МВФ та на регіональному рівні, а також валютні реформи, які включають заходи, спрямовані на зміну ключових елементів валютної системи, таких, як порядок міжнародних розрахунків, режим валютних курсів та паритетів, використання золота та резервних валют, міжнародних платіжних засобів, функціональних завдань міжнародних та регіональних валютно-кредитних та банківських організацій.

Формами валютної політики є дисконтна та девізна політика.

Валютна дисконтна (облікова) політика являє собою систему економічних, правових та організаційних заходів щодо використання облікової ставки відсотка для регулювання руху інвестицій та балансування платіжних зобов'язань, орієнтованого регулювання валютного курсу.

Валютна девізна політика — це система регулювання валютного курсу через придбання та продаж державними органами іноземної валю-

ти. Її різновидами є валютна інтервенція, валютні обмеження, диверсифікація валютних резервів, регулювання ступеня конвертованості валют, режим валютного курсу, девальвація, ревальвація.

У валютній політиці борються дві тенденції. З одного боку — прагнення до більш тісного безперервного погодження економічної політики, колективного контролю під егідою МВФ за макроекономічними показниками розвитку національних економік для досягнення стабільності і «передбаченості» валютних курсів. Таке прагнення існує об'єктивно як реакція на зростаючу взаємозалежність економіки країн світу, породжену процесами інтернаціоналізації та інтеграції виробництва і капіталу. З іншого боку — прагнення захиститись від зовнішнього втручання (головним чином МВФ та США) у внутрішньоекономічний розвиток, зберегти самостійний курс в галузі національної економічної політики, не допустити ущемлення суверенітету¹.

У різних країнах та регіонах ці тенденції виявляються з різною силою. Цим визначається у значній мірі як можливість, так і ефективність застосування того чи іншого валютного режиму. Не можна визначити валютну політику, яка була б найкращою одноразово для всіх країн. Відтак постає питання про вибір конкретної політики в тій чи іншій ситуації залежно від завдань (проблем), котрі стоять перед країною або групами країн.

3.7. Еволюція світової валютної системи

Конкретною формою організації валютних відносин є світова валютна система (СВС). Вона являє собою функціональну форму організації міжнародних валютних відносин, тобто сукупність способів, інструментів та органів (інститутів), за допомогою яких здійснюються грошові розрахунки в рамках світового господарства. Її основними елементами є: національні резервні та наднаціональні (колективні) валютні одиниці; умови взаємної конвертованості валют; уніфікований режим валютних паритетів; регламентація режимів валютних курсів; міждержавне регулювання валютних обмежень; уніфікація міжнародних розрахунків; режим світових валютних ринків і ринків золота; міждержавні регіональні та наддержавні органи, що займаються регулюванням валютно-фінансових зв'язків і відносин.

¹ Наприклад, США прагнуть перекласти основний тягар упорядкування міжнародної валютно-фінансової ситуації на інші країни, котрі цілком природно, цьому чинять опір. МВФ при вирішенні питання про надання позики вимагають девальвації валюти, заморожування заробітної плати, відміни бюджетних субсидій на предмети першого вжитку, скорочення обсягу державних кредитів і т. ін.

До головних завдань СВС відносяться: регулювання міжнародних розрахунків і валютних ринків, опосередкування платежів за експортування/імпортування товарів, послуг, капіталів та інших видів міжнародної господарської діяльності, створення сприятливих умов для розвитку світового виробництва, міжнародної спеціалізації та міжнародного виробничого кооперування.

Еволюція світової валютної системи визначається розвитком та потребами як національної так і світової економіки, змінами, що відбуваються у світовому господарстві, періодичним виникненням світових валютних криз. Валютні кризи викликають вибух валютних суперечностей, порушення функціонування СВС, що виявляється у невідповідності структурних принципів організації світового валютного механізму щодо нових умов виробництва, світової торгівлі. Ці кризи супроводжуються порушенням стабільності валютних курсів, перерозподілом золотовалютних резервів, валютними обмеженнями, погіршенням міжнародної валютної ліквідності.

Розвиток світової валютної системи пройшов ряд етапів, кожний з яких займав відносно тривалий історичний період часу. Різниця між тією чи іншою світовою валютною системою полягала, насамперед, у тому, який актив вважався резервним, за допомогою якого досягалася рівновага платіжного балансу (у різні періоди це були золото, долар, який обертався у золото за фіксованим курсом, інша валюта, яка виконувала роль міжнародного платіжного засобу).

3.7.1. Золотий та золотодевізний стандарт

Перша світова валютна система — Паризька валютна система. Вона була юридично оформлена міжнародною угодою на конференції в Парижі в 1867 р., яка визнавала золото єдиною формою світових грошей. Основою валютної системи виступав золотомонетний (золотий) стандарт. Відповідно до золотого вмісту валют установлювались і їхні золоті паритети (співвідношення грошових одиниць різних країн по їх золотому вмісту). Тобто за системою «золотого стандарту» всі національні валюти мали фіксований золотий вміст. Наприклад, англійський ф. ст. з 1821 р. мав золотий вміст, який дорівнював 7,322385 г золота, 1 німецька марка — 0,385422 г золота (з 1873 р.). валютний курс визначався відношенням золотого вмісту валют. У нашому випадку — 1:20,3.

Золотомонетний стандарт базувався на безпосередньому зв'язку із золотом. За цією системою:

- валюти вільно конвертувались у золото;

- злитки золота мали можливість вільно обмінюватися на монети;
- золото вільно експортувалося, імпортувалося та продавалося на міжнародних ринках, тобто ринки золота та валютні ринки були взаємозалежними;
- всі країни підтримували жорстке співвідношення між своїми запасами золота і кількістю грошей в обігу.

Валютний курс коливався у досить вузьких межах (у межах золотих точок, які еквівалентні паритету національної валюти з додаванням чи відніманням транспортних та страхових витрат, викликаних матеріальним трансфертом золота). Тому систему золотого стандарту визнають як валютну систему з фіксованими курсами. Органи валютного контролю проводили політику регулювання, яка дозволяла забезпечити стабільність валюти та рівновагу платіжного балансу.

Міжнародні розрахунки золотомонетного стандарту здійснювалися в основному шляхом використання перевідних векселів, які виписувалися у національній валюті, переважно в англійській. Золото використовувалося лише для оплати пасивного сальдо платіжного балансу країни. Вже наприкінці XIX ст. частка золота у грошовій масі суттєво зменшилось і поступово розмінні кредитні гроші витіснили золото з обігу. На початку першої світової війни золотомонетний стандарт розпався, оскільки перестав відповідати масштабам господарчих зв'язків, які зросли, та умовам регулювання ринкової економіки.

Друга світова валютна система юридично була оформлена у 1922 р. міждержавною умовою Генуезької міжнародної економічної конференції. В її основу було покладено золотодевізний (золотовалютний) стандарт, що базувався на золоті та провідних валютах, які конвертувалися у золото. До характерних рис Генуезької валютної системи належали такі:

- основою системи виступали золото та девізи (іноземні валюти). Резервною валютою були названі валюти, які в будь-який час можна було обміняти на золото. Такому критерію на той час (у 1922 р.) відповідав фунт стерлінгів і долар. На золотодевізному стандарті базувалися грошові системи 30 країн;

- золоті паритети були збережені. Конверсію валют у золото здійснювали безпосередньо й опосередковано (через іноземні валюти) Велика Британія, США, Франція, Бельгія, Нідерланди Німеччина та ін. Однак на відміну від золотого стандарту валюти цих країн обмінювалися не на будь-яку кількість золота, а на золоті зливки не менш як 12,4 кг кожний ;

- валютні курси вільно коливалися;
- валютне регулювання здійснювалось у формі міжнародних конференцій, нарад, активної валютної політики.

Відносна валютна стабілізація в світі спостерігалася з 1922 р. по 1928 р., але вона була підірвана світовою економічною кризою 1929 — 1933 рр. У результаті кризи зазнав краху золотодевізний стандарт. Курс низки валют знизився на 50 — 84%, зросло накопичення приватними особами золота, припинилися зовнішні платежі, утворилася маса «гарячих» грошей, що стихійно переміщалася від однієї країни до іншої в пошуках одержання спекулятивного надприбутку.

Це призвело до валютної війни, в якій використовувалась валютна інтервенція, валютний демпінг, валютні обмеження, валютні блоки.

У 1937 р. світову валютну систему потрясла нова економічна криза, відбулася масова девальвація валют. На передодні другої світової війни не залишилося жодної стабільної валюти.

3.7.2. Бреттон-Вудська валютна система

Розробка нової, більш ефективної міжнародної валютної системи розпочалася у квітні 1943 р. На міжнародній конференції в Бреттон-Вудсі в 1944р. провідні країни Заходу узгодили основні принципи Бреттон-Вудської валютної системи. Засновується міжнародна організація — Міжнародний валютний фонд (МВФ), — «зобов'язанням» якої є забезпечення нормального функціонування системи і дотримання принципів, закріплених загальною угодою.

Основні принципи організації валютних відносин згідно з Бреттон-Вудською системою такі:

1) Бреттон-Вудська система ґрунтувалась на золотовалютному стандарті. Зберігалася роль золота як загального еквівалента, платіжного засобу та розрахункової одиниці в міжнародному обігу. У Бреттон-Вудській угоді було записано: «Паритети валют усіх країн-учасниць мають виражатися у золоті, яке є загальним еквівалентом, а також у доларах США за їхнім золотим вмістом на 1 липня 1944». Однак на практиці це положення не виконувалося, зв'язок усіх валют із золотом був опосередкованим (через іноземні валюти). Лише долар зберігав зовнішню конвертованість у золото і виступав як різновид світових грошей;

2) установлення фіксованих паритетів, погоджених в рамках МВФ, на основі яких порівнювалися і обмінювалися валюти.

Щоб забезпечити відповідність реального курсу своєї валюти оголошеному паритету, кожна країна могла:

- або гарантувати конвертованість своєї валюти в золото за офіційним паритетом (цей варіант обрали США, встановивши у 1945 р. такий паритет: 35 дол. за 1 унцію золота);

▪ або підтримати на ринках курс своєї валюти по відношенню до решти в межах коливань $\pm 1\%$ її паритету (вибрали решта країн).

Курси валют відхилялись від своїх паритетів несуттєво, оскільки вони знаходились під державним і міждержавним впливом. МВФ контролював механізм міжнародних розрахунків, вдаючись до валютних інтервенцій, в основному в доларах США. При фундаментальних порушеннях рівноваги, за згодою з МВФ, проводились девальвації і ревальвації валют розвинутих країн;

3) конвертованість валют, свобода і багатосторонність платежів за поточними операціями;

4) заборона вільної (приватної) купівлі-продажу золота

Бреттон-Вудський режим діяв протягом майже 30 років. Це були роки відновлення економіки країн Західної Європи та Японії, «економічного дива», відносно помірних темпів інфляції в промислово розвинутих країнах.

Однак в міру зростання світової економіки, посилення конкурентної боротьби, наростання інфляції, різкого збільшення обсягу фінансових операцій, не пов'язаних з конкретними зовнішньоторговельними угодами, а також у зв'язку з кризою ключової валюти системи — долара США, Бреттон-Вудська валютна система дедалі менше задовольняла потреби міжнародної торгівлі і руху капіталу.

Справа в тому, що в рамках Бреттон-Вудської системи склалася нерівність валют. Долар США зайняв привілейоване становище. Це дозволило США покривати дефіцит платіжного балансу у значній мірі за рахунок короткострокових зобов'язань американських банків перед зарубіжними державними організаціями і приватними особами. США стали боржниками. Інвестиційний баланс (баланс руху капіталу) також складався не на користь США. Відбувався відплив капіталу, і, як наслідок, від'ємне сальдо платіжного балансу. Хронічний дефіцит платіжного балансу призвів до того, що кількість доларів за рубежем значно перевищила золотий резерв США. Виникла недовіра до долара і прагнення обміняти долари на золото. США почали втрачати своє панівне становище у світовому виробництві і міжнародній торгівлі. Зростала роль ЄС, Японії та інших країн, платіжні баланси яких зводились з позитивним сальдо. В цій ситуації подолання дефіциту платіжного балансу США означало б скорочення міжнародної ліквідності, що утруднювало б міжнародні розрахунки. США постали перед вибором: понести великі витрати або змінити всі валютні правила. США зробили вибір на користь зміни правил, розірвавши у 1968 р. зв'язок долара із золотом, а потім увівши в 1971 р. плаваючий курс долара. Окрім того, принципи Бреттон-Вудської системи підривали розвиток євrorинка і ринка євродоларів, на яких вільно циркулювала величезна кількість до-

ларів, що практично випадали з режиму обмежень, встановлених національними валютними відомствами і МВФ. Все це створювало сприятливу обстановку для валютних спекуляцій. За цих умов система фіксованих валютних курсів вже не могла ефективно функціонувати. Розпочався перехід до нової валютної системи, що отримала назву «Ямайської» за назвою країни, де були вироблені основні принципи цієї системи.

3.7.3. Ямайська валютна система

Перехід від золотовалютного стандарту до нової системи валютних відносин зайняв декілька років. Після першого істотного кроку — припинення обміну доларів на золото — сталися такі події. В березні 1973 р. були введені плаваючі валютні курси. З 1974 р. всі провідні валюти (долар, фунт стерлінгів, німецька марка, ієна, французький франк) вже вільно плавали по відношенню один до одного. В тому ж році «Спеціальні права запозичення» — «кошик СДР» став новим еталоном цінності валют. В 1976 р. МВФ ухвалив рішення відмовитись від фіксації офіційної ціни золота, припинивши операції з ним в рамках МВФ, надавши право національним валютним органам розпоряджатися власним золотом на свій розсуд. І нарешті, у 1978 р. в статуті МВФ була закріплена відмова від фіксованих паритетів і офіційно введена в дію Ямайська валютна система.

Основна відмінність Ямайської валютної системи від Бреттон-Вудської:

1. Змінився носій світових грошей. Якщо Бреттон-Вудська система використовувала в якості кінцевого засобу розрахунку золото і резервні валюти, то нова валютна система спирається на СДР (колективну валюту МВФ). Ця валюта стала елементом в структурі міжнародної ліквідності.

2. Нова валютна система дозволяє як фіксовані, так і плаваючі валютні курси або їх змішаний варіант.

3. Наявність замкнених валютних блоків, котрі, з одного боку, є учасниками світової валютної системи, а з іншого — всередині них існують особливі відносини між країнами-учасницями. Найбільш характерним прикладом є Європейська валютна система (ЄВС) — породження ЄЕС.

4. В Ямайській валютній системі права МВФ по нагляду за валютними курсами розширені. МВФ виробив основні принципи, яких повинні дотримуватись країни-члени МВФ при проведенні курсової політики, з тим, щоб міжнародна валютна система в цілому функціонувала ефективно. Суть цих принципів зводиться до такого:

▪ валютний курс повинен бути економічно обґрунтований. Країни повинні уникати маніпулювання валютним курсом з метою недопу-

шення необхідного регулювання платіжного балансу або отримання несправедливих конкурентних переваг.

- здійснювати інтервенцію з метою згладжування значних хаотичних короткострокових курсових коливань.

- при проведенні інтервенції враховувати інтереси інших країн.

Було розроблено також основні критерії для визначення, чи виконує країна ці принципи.

На країни-члени МВФ покладалися зобов'язання: при виборі нового валютного режиму інформувати МВФ; співпраця країн-членів з МВФ та між собою у розв'язанні валютних проблем; національна економічна політика країн-членів повинна сприяти стабілізації валютних курсів.

Ямайською системою передбачалося скасування золота як офіційного міжнародного розрахункового засобу та міри вартості. Була скасована офіційна ціна золота й почалась його демонетизація тобто позбавлення золота функції грошей. Золото могло бути національним резервним засобом, але всі розрахунки між МВФ і національними валютними установами здійснювалися лише в СДР.

Теоретично основою Ямайської системи був проголошений принцип регулювання валютних курсів ринковими силами (попит і пропозиція). Однак в режимі чистого плавання (тобто під впливом лише ринкових сил) валютні курси вже не могли функціонувати, оскільки інтеграційні процеси призвели до тісного переплетіння національних відтворюваних процесів, до дедалі більшого підпорядкування національних економік закономірностям світового господарства, до залежності від процесів, що відбуваються у світовій економіці, в тому числі і у валютній сфері. За цих умов стало неможливим створення оптимальної основи для розвитку міжнародної торгівлі без координації валютної політики. За допомогою «чистого» плавання не вдавалось досягти і рівноваги платіжних балансів. Не призвели плаваючі валютні курси і до автономності внутрішньої економічної політики. Навпаки, вільно плаваючі валютні курси посилили взаємозв'язок між валютними курсами і внутрішньоекономічними процесами. Відтак в реальній практиці Ямайська валютна система функціонує як система керованих плаваючих курсів (з тенденцією до посилення у валютній політиці окремих країн елементів «управління»). Центральні емісійні банки здійснюють інтервенції з метою надання валютним курсам сприятливого для національних інтересів рівня шляхом:

- 1) купівлі або продажу на зовнішніх ринках як іноземної, так і власної валюти;

- 2) обмеження або заборони купівлі або продажу певних валют, прямого контролю над приватними зовнішніми переказами, введення від'ємних відсоткових ставок щодо іноземних вкладів тощо.

Незважаючи на те, що Ямайська валютна система має ряд негативних моментів, її функціонування справляє істотний вплив на прискорення темпів розвитку промислово розвинутих країн і багатьох країн так званого «третього світу» в напрямку подальшої соціально-економічної інтеграції.

Сучасну світову валютну систему в цілому характеризують такі риси: суттєве коливання валютних курсів, зокрема, щодо американського долара (періоди недооцінки долара змінюються періодами завищення його вартості); значна гнучкість валютних курсів, які, як правило, не-скоординовані, незважаючи на існування вільного плавання, світова економіка не може звільнитися від міжнародної взаємозалежності, що накладає певні обмеження на здійснення національної економічної політики; нестійкість світової валютної системи до валютних криз та чутливість до зовнішніх шоків.



ГЛАВА 4 ОСОБЛИВОСТІ СУЧАСНИХ СВІТОВИХ ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВИХ КРИЗ

4.1. Сутність та види фінансових криз

У сучасних умовах глобальної інтеграції та інтернаціоналізації усе чіткіше проявляється нова якість взаємозалежності учасників світової фінансової системи. Їх інтереси вимагають збереження економічної та політичної стабільності в світі, оскільки фінансова сфера має вирішальний вплив на реальний сектор економіки, на рівень та якість життя людини. Однак світ все частіше стикається з фінансовими кризами, які є потрясінням для фінансової системи країн, завдають великої шкоди національним економікам.

Фінансова криза — це процес дезорганізації фінансового ринку, за якого проблеми несприятливого відбору та психологічного ризику призводять до того, що фінансові ринки перестають відігравати роль каналу передачі фінансових ресурсів суб'єктами із найкращими інвестиційними можливостями. Вона супроводжується розладом процесу функціонування фінансового ринку, що проявляється в знеціненні національної валюти, виснаженні валютних резервів, масовому банкрутстві кредитно-фінансових установ, неспроможності суб'єктів нефінансового сектора і дефолті за суверенними боргами [10, с.179].

При фінансовій кризі виникають якісні зміни в економічній системі, які викликають порушення пропорцій у розвитку, його призупинення, видозміни або руйнування фінансової системи окремих країн чи світових ринків у цілому.

До особливостей сучасних фінансових криз відносяться:

— розповсюдження криз хвилями, торкаючись усе нових сфер фінансових відносин. Вони системно охоплюють фінансові ринки та інститути фінансового сектору;

— негативний вплив у середньо- і довгостроковому періоді на економічну активність усередині країни і на динаміку добробуту населення;

— у фінансовому секторі й на фінансових ринках кризи проявляються у різкому зростанні відсоткової ставки, частки проблемних банків і небанківських фінансових установ, боргів; скороченні кредитів; переході до збиткової моделі банківської та іншої фінансової діяльності; переважанні спекулятивної фінансової діяльності над інвестиційної; суттєвому падінні курсів цінних паперів; руйнуванні платіжної системи; масових збитків на ринку деривативів; неліквідності фінансових ринків;

— у сфері міжнародних фінансів спостерігається неконтрольоване падіння курсу національної валюти; масова втеча капіталів з країни; не-

кероване нарощування зовнішнього боргу і прострочених платежів держави і комерційних організацій;

— у сфері грошового обігу відбувається некероване зростання цін із переходом у хронічну інфляцію; втеча від національної валюти, стрімкому впровадженні у внутрішній обіг стійкої іноземної валюти;

— у сфері державних фінансів відбувається різке падіння золотовалютних резервів і державних стабілізаційних фондів; виникнення дефіциту бюджету; скорочення збирання податків та бюджетного фінансування державних витрат; нарощування внутрішнього державного боргу;

— реалізація системного ризику (ризик, пов'язаний із зміною інвестиційного клімату в країні та змінами кон'юнктури інвестиційного ринку), який супроводжується ефектом «доміно», якщо: 1) криза фінансових установ та компаній реального сектору, сегменту ринка чи системи платежів передається в розширюваному обсязі через пересічні зобов'язання на інші групи фінансових установ та компаній реального сектору, сегменти ринку і системи розрахунків, поступово охоплюючи дедалі більшу частину ринку; 2) криза фінансового ринку однієї чи декілька країн передається іншій країні, як «фінансова інфекція», криза довіри інвесторів, що спричиняє неліквідність ринку;

— починаються кризи не в реальному секторі економіки, а на фондових біржах, у банківській сфері через незбалансованість грошової маси в економіці.

Фінансові кризи бувають різних типів: валютні, банківські, боргові, біржові. *Валютна криза* відбувається у випадках, при яких спекулятивна атака на валюту призводить до різкої девальвації національної валюти або коли органи державної влади намагаються запобігти девальвації, продаючи золотовалютні резерви або значно підвищуючи процентні ставки. *Банківські кризи* пов'язані із нездатністю банків виконувати свої зобов'язання або з активним державним втручанням, спрямованим на запобігання виниклим проблемам. Банк зазнає раптовий і масовий наплив клієнтів, які бажають вилучити депозитні внески і в цій ситуації не може розплатитися із вкладниками. При *боргових кризах* спостерігається банкрутство держави (дефолт), тобто держава не може розплатитися за своїми зобов'язаннями. Державні зобов'язання різко втрачають свою вартість і починається відток капіталу. При *біржовій кризі* відбувається збільшення мінливості цін на фінансові активи або їх падіння, що пов'язано зі зміною очікувань інвесторів. Біржова криза, як правило, передує першим трьом кризам.

В умовах фінансової глобалізації важливим питання є визначення причин виникнення та розвитку фінансових криз, їх аналіз, прогнозування з метою запобігання, нейтралізації чи мінімізації негативних наслідків.

Існує багато наукових праць, в яких досліджуються механізми розповсюдження фінансових криз, їх вплив на міжнародний та національний розвиток. Ці проблеми розглядаються, насамперед, в теоретичних моделях П.Р. Кругмана.

Фінансова криза, згідно з моделями Кругмана, виникає усередині країни внаслідок нераціональної економічної політики і починається після усвідомлення цієї нераціональності зовнішніми економічними агентами (табл. 4.1).

Таблиця 4.1

МОДЕЛІ ВИНИКНЕННЯ ФІНАНСОВИХ КРИЗ П.Р. КРУГМАНА

Умови виникнення кризи	Характеристика наслідків застосування моделі
1. Фіксації валютного курсу центральним банком (ЦБ) або його підтримка в межах валютного коридору шляхом інтервенцій на валютному ринку	При цій моделі грошова маса зростає швидше, ніж в інших країнах, внаслідок цього зростають внутрішні ціни відносно світових, що скорочує експорт і стимулює імпорт. Скорочення притоку валюти в країну та зростання її відтоку зменшує валютні резерви та приводить до вимушеної девальвації. Спекулянти міжнародного валютного ринку знаючи про скорочення офіційних резервів, починають позичати кошти в національній валюті і одразу конвертувати її в іноземну, сподіваючись, що до моменту повернення позики національна валюта подешевшає. Це прискорює девальвацію і, як правило, є її причиною.
2. Надмірний приток іноземних інвестицій	При цій моделі стимулюється подорожчання національної валюти. Щоб зберегти попередній рівень валютного курсу, ЦБ викуповує на ринку зайву іноземну валюту. Це збільшує офіційні резерви та грошову масу, що веде до зростання цін. З метою поглинання надмірної грошової маси, ЦБ може водночас випустити державні облигації. В цьому випадку виникає загроза, що даний процес стане циклічним, оскільки продаж облигацій стимулює зростання відсоткових ставок, новий приток іноземного капіталу. Така політика викликає зростання державного боргу і видатків на його обслуговування, а потім і боргову кризу, що також супроводжується девальвацією.
3. Накопичення державного боргу	Дана модель базується на порівнянні переваг та недоліків відмови від режиму ФВК. У випадку, коли інвестори розуміють, що для уряду певної країни вигода від девальвації національної валюти та, відповідно, знецінення державного боргу перевищує негативні наслідки ФВК (зростання цін та вартості обслуговування державного боргу), вони конвертують свої активи в іноземну валюту, що викликає кризу. Надмірне накопичення державного боргу, очікування дефолту, девальвації національної валюти, викликає дострокове вилучення інвестицій з національного фондового ринку, що здійснює тиск на курс національної валюти.

Закінчення табл. 4.1

Умови виникнення кризи	Характеристика наслідків застосування моделі
4. Надмірне зростання цін на активи	При масовому притоку капіталу і швидкому економічному зростанні відбувається переоцінка всіх активів та зростання заборгованості приватного сектору. У випадку виникнення тенденцій до зменшення темпів зростання, очікування інвесторів і кредиторів змінюються. Вони виходять з ринку, швидко реалізують свої ліквідні активи, пропозиція яких на ринку значно зростає. Це призводить до падіння цін на них, у результаті чого скорочується забезпеченість наданих банками кредитів. Відбувається перетворення інвестицій з високоприбуткових у збиткові. Виникає валютна, боргова і банківська криза.

Світовий досвід свідчить, що якщо основними умовами виникнення фінансових криз у 50-60-х рр. ХХ ст. були політичні події, які відбувалися в світі, у 70-80-х рр. — циклічне уповільнення темпів економічного зростання в промислово розвинутих країнах, то для сучасних фінансових криз (починаючи з 90-х рр..) такими умовами стає рух «гарячих грошей», які характеризувалися значними обсягами і надмобільністю на світових фінансових ринках, а також поява нових інноваційних продуктів, технологій, різке зростання попиту на нерухомість.

Перша світова фінансова криза в ХХІ ст. (іноді її називають «велика рецесія») розпочалася у вересні-жовтні 2008 р. у вигляді значного погіршення економічних показників у більшості розвинутих країн, а наприкінці цього року рецесія стала глобальною. Головні умови її виникнення такі :

- дисбаланси міжнародної торгівлі та руху капіталу;
- неадекватна оцінка ризиків спекулятивного інвестування фінансових ресурсів та відсутність відповідної регулятивної системи;
- надвиробництво основної світової валюти — долара США;
- знецінення долара США на протязі 2002-2008 рр., внаслідок чого зменшилось його використання країнами як резервної валюти;
- загальна циклічність економічного розвитку;
- перегрів кредитного ринку, наслідком чого стала іпотечна криза;
- високі ціни на сировинні товари, зокрема на нафту;
- перегрів фондового ринку.

Наслідками цієї фінансової кризи у країнах світу стало скорочення виробництва та обсягів кредитування, підвищення відсоткових ставок, жорсткі вимоги до позичальників, скорочення масштабів іпотечного кредитування, падіння цін на енергоносії, крах фондових ринків, криза

недовіри, спад ділової активності, банкрутство підприємств та банків, зменшення робочих місць та заробітної плати.

Фінансові кризи вважаються явищем глобалізації у фінансовій сфері. Фінансова глобалізація створює передумови переростання криз в окремих країнах у кризи глобального характеру, тобто відбувається інфікування країн кризою (трансфер кризи). Це може здійснюватися іноді шляхом проведення свідомих дій однієї країни стосовно іншої, що загрожують останній тяжкими кризами, зниженням конкурентоспроможності національної економіки і звуженням її присутності на ринках, погіршенням підприємницького та інвестиційного клімату; послідовного перенесення криз із більш розвинутих до менш розвинутих країн. В інфікованих країнах зростає відплив капіталу за кордон (не менше 30%), знижується капіталізація ринку акцій, золотовалютних резервів (не менше 20%), рівень відсоткової ставки та інфляції в річному вимірі становить не менше 20%, падає курс національної валюти (не менше 15%). Трансфер кризових ситуацій реалізується через тиск міжнародних фінансових організацій, дискримінацію у зовнішній торгівлі, штучне подовження життєвого циклу продукції на ринках інших країн, експорт застарілих технологій і консервації відсталості інших країн переміщення екологічно небезпечних виробництв тощо.

На поширення фінансових криз, насамперед, впливають макроекономічні шоки, які поділяються на шоки реального сектору і монетарні шоки. Найбільш типовими шоками, що відбуваються у реальному секторі, є зміна рівня світових цін на головні експортні чи імпорتنі товари певної країни. Монетарні шоки пов'язані із зростанням світової або національної процентної ставки. Раптове падіння цін на експортну продукцію, стрибок відсоткової ставки на міжнародному кредитному ринку може суттєво знизити конкурентоспроможність національних товаровиробників і їхнє обслуговування зовнішніх боргів.

Поширенню криз сприяють також торговельні зв'язки і девальвація валют. Так, криза в великій країні-торговельному партнері супроводжується зниженням обсягів експорту внутрішніх фірм, падінням цін на активи на її внутрішньому ринку, відтоком капіталу і дестабілізаційними спекулятивними операціями на валютному ринку. Взагалі відбувається погіршення стану рахунка поточних операцій платіжного балансу. Девальвація валюти в інфікованій кризою країні знижує експортну конкурентоспроможність країн-торговельних партнерів, оскільки здійснюється тиск на валюту цих країн.

Крім того, на інфікування країн кризою впливають фінансові зв'язки й інформаційні канали. В умовах кризи в одній чи декілька країн інвестори переглядають свої міжнародні портфелі цінних па-

перів. Вони починають продавати не ті фінансові активи, які вже впали, а ті, що ще мають достатньо високі ціни. В результаті цього спостерігається дестабілізація, коливання фінансових ринків особливо в сегментах із спекулятивними операціями, які підтримують невинувато високі ціни на певні категорії фінансових активів. Завдяки інформаційному каналу великим міжнародним інвесторам (ТНБ, спеціалізованим фінансовим інститутам) стає відомо, що в тій чи іншій країні відбувається валютна криза, що режим фіксованого курсу в країнах з аналогічною макроекономічною політикою став хитким. Внаслідок цього інвестори починають звертати підвищену увагу на макроекономічні показники інших країн. Країни зі слабкими макроекономічними показниками можуть стати об'єктом інфікування кризою. Найбільш інформовані інвестори починають вилучати свої інвестиції з країни; керуючись їх прикладом, інші інвестори також це роблять, що викликає масовий відтік капіталу. Міжнародні інвестори після виведення своїх капіталів з інфікованої країни та з інших країн зі схожою ситуацією, починають шукати для них нові сфери застосування. Відбувається значне надходження капіталів у в обрану сферу. Однак інвестори можуть втратити довіру і до цієї сфери. Тоді може припинитися надходження капіталів або капітал буде вилучатися шляхом продажу цінних паперів і конвертації виручки в іноземну валюту, що призводить до спекулятивного тиску на національну валюту, в результаті чого в країні починається криза.

Існує система показників, які сигналізують про небезпеку виникнення фінансової кризи.

Стосовно *валютної кризи* до таких показників відносяться: динаміка реального ефективного валютного курсу, офіційних золотовалютних резервів, відношення короткострокових іноземних інвестицій до ВВП та відношення ПІ до ВВП; стан платіжного балансу; темпи зростання грошової маси; порівняльний аналіз реальної відсоткової ставки щодо ставок інших країн зі схожими економічними умовами.

Про *банківську кризу* попереджають показники динаміки: реальної відсоткової ставки за депозитами, відношення депозитів у іноземній валюті до грошової маси, цін на нерухомість та експортних цін.

Для діагностики *боргових криз* використовують відносні показники: відношення зовнішнього боргу до експорту, відношення зовнішнього боргу до ВВП, відношення платежів з обслуговування боргу до обсягів експорту товарів та послуг, відношення суми міжнародних резервів країни до суми зовнішнього боргу, зокрема короткострокового.

4.2. Антикризові заходи на національному та міжнародному рівнях

З метою подолання негативних наслідків фінансових криз на національному та міжнародному рівнях розроблюються антикризові заходи. Так, щоб мінімізувати шкоду від світової фінансової кризи 2008-2009 рр. уряди країн світу визначили такі ключові елементи своїх антикризових програм:

1) застосування традиційних монетарних методів — зниження центральними банками облікової процентної ставки та норми резервування для комерційних банків. Таким шляхом пішли, зокрема, США, ЄС та Японія. З початку 2008 р. США знижували облікову процентну ставку з 4,5% до 0,25%, банк Японії — з 0,5% до 0,1%, банк Англії — з 5,25% до 0,5%, ставка ЄЦБ зменшилась з 4% до 1,25%;

2) державна допомога системним банкам та фінансовим інституціям: їх кредитування за рахунок бюджету (коштів платників податків), збільшення контролю з боку держави (у тому числі через придбання частки у статутному капіталі), надання гарантій (за певну плату) на вартість минулих інвестицій банків, розміщення державних коштів на депозитних рахунках комерційних банків. Ключовими принципами державної допомоги фінансовому сектору є її строковість і захист платників податків. При цьому більшість держав — світових лідерів оголосили, що плани державної допомоги діятимуть протягом 2009-2012 рр., а податкові пільги є тимчасовими. Наприклад, у США законодавство вимагає від компаній, що продаватимуть свої «погані активи» державі в рамках участі у Програмі позбавлення від проблемних активів, надати гарантії того, що ці активи принесуть вигоду у майбутньому. Іншими способами захисту платників податків є постійний моніторинг ефективності та напрямів використання державних коштів і своєчасне припинення допомоги у випадку зловживань або відсутності позитивних ефектів. Надання державної допомоги банкам містить низку умов, що стосуються: кредитування малого бізнесу та власників житла, підтримки зусиль людей, які переживають труднощі із виплатами по іпотечних кредитах, щоб не допустити їх виселення, обмеження винагороди топ-менеджменту;

3) удосконалення регуляторної системи шляхом запровадження жорсткішого контролю. Так, Німеччина запропонувала створити Економічну раду під егідою ООН, яка б діяла подібно до Ради Безпеки яка б закладала основи нової соціальної економіки в глобальному масштабі. Також країни вимагають переглянути роль та функції МВФ та Форуму фінансової стабільності. Велика Британія пропонує запровадити так

звані циклічні заходи, які б дозволяли створювати резерви в економічно вдалі роки для пом'якшення спадів. До того ж Велика Британія, Франція та Німеччина виступають за ліквідацію офшорних зон, які дозволяють ухилення від оподаткування;

4) викуп державою проблемних активів;

5) посилення контролю за фінансовими потоками на національному рівні;

6) зменшення податкового тиску для домогосподарств;

7) звільнення підприємств від податків або їх зниження з метою підвищення конкурентоспроможності та ділової активності. Це — зниження податку на прибуток підприємств, пільгове оподаткування інвестицій підприємств у навчання та наукові розробки, розстрочка податкової заборгованості, зниження виплат на соціальне страхування працівників, звільнення від ПДВ імпорту технічного обладнання;

8) збільшення інвестицій у нові технології, розробки та дослідження, особливо в ті, що пов'язані з енергетичною ефективністю;

9) підтримка малого та середнього бізнесу, який повинен забезпечити відновлення економічної активності та пом'якшити проблему безробіття. Так, США розширюють можливості участі малих підприємств у державних закупівлях та у підрядних контрактах, запроваджують податкові стимули для збільшення ними обсягів інвестування. У Росії збільшено програму фінансової підтримки малого бізнесу, що реалізується через «Внешекономбанк» (до 30 млрд. руб.), запропоновано розширити доступ до держзамовлень на регіональному рівні, передбачено механізм рефінансування портфельів кредитів малого та середнього бізнесу.

Центральну роль у координації міжнародних зусиль щодо подолання кризи на глобальному рівні відіграють такі багатосторонні форуми як Група «семи» та Група «двадцяти». Так, у відповідь на поширення з кінця 2008 р. світової фінансової кризи «Групою двадцяти» було проведено 5 антикризових самітів: 14-15 листопада 2008 р. у Вашингтоні, 2 квітня 2009 р. в Лондоні, 24-25 вересня 2009 р. в Пітсбурзі, 26-27 червня 2010 р. в Торонто й 11-12 листопада 2010 р. в Сеулі. Результатом проведення цих самітів стала антикризова програма, яка включала нові регулятивні стандарти:

1. Створено нову структуру з поширеними повноваженнями — Рада фінансової стабільності (Financial Stability Board), яка є наступником Форуму фінансової стабільності (Financial Stability Forum). До складу Ради увійшли усі країни — члени «Групи двадцяти», члени Форуму фінансової стабільності, а також Іспанія та Європейська Комісія. Головним завданням нової структури є співробітництво з МВФ з метою завчасного попередження ризиків макроекономічної і фінансової нестабільності та розробка дій, спрямованих на їхню мінімізацію (тобто

планується створити ефективну систему прогнозування фінансових криз).

2. Визнана доцільність реструктуризації регулятивних систем таким чином, щоб державні органи могли ідентифікувати і враховувати макрофінансові ризики.

3. Прийнято рішення щодо поширення систем регулювання і нагляду на всі системно важливі інститути, інструменти і ринки. Вперше в цій перелік включено також системно важливі хедж-фонди (фонди управління ризиками, які є приватними інвестиційними фондами, не обмеженими нормативним регулюванням, недоступними широкому колу осіб і які керуються професійними інвестиційними керівниками. Відрізняються особливою структурою винагороди за керівництво активами, і, як правило, обслуговують тільки професійних інвесторів). Провал у діяльності хедж-фондів став, як визначають фахівці, однією з причин світової фінансової кризи .

4. Узгоджено і встановлено нові жорсткі принципи Форуму фінансової стабільності (з врахуванням особливостей національної юрисдикції), які стосуються практики сплати компенсаційної винагороди в найбільших системоутворюючих фінансових інститутах для керівників та інших співробітників, які відповідають за фінансові трансакції з підвищеною ризикованістю. Також підтримано ініціативи щодо запровадження раціональних схем виплат компенсацій і соціальної корпоративної відповідальності всіх компаній фінансового сектору. Мова йде про регулювання бонусних виплат менеджменту компаній і банкам (використання державної допомоги), їх контроль;

5. Укладено чергову угоду Базельського комітету по банківському нагляду (Базель III) щодо впровадження нових банківських стандартів міжнародної адекватності капіталу та ліквідності, які повинні підвищити стійкість світової банківської системи, зменшити стимули банків приймати на себе надмірні ризики, знизити ймовірність і гостроту майбутніх криз та дозволити банкам витримувати (без значної державної допомоги) фінансові потрясіння таких же масштабів, як і під час недавньої світової фінансової кризи. Система нових стандартів включає гармонізований на міжнародному рівні коефіцієнт левериджу, який повинен доповнювати показники капіталу з врахуванням ризиків; передбачає вирішення проблеми розходження за строками фінансових вимог і зобов'язань, а також встановлює буферні резерви капіталу понад рівня мінімальних вимог, які можна використовувати в несприятливих періодах. Лідери «Групи двадцяти» мають тверді наміри впровадити нові стандарти в повному обсязі в період 01.01.2013р.- 01.01.2019 р.

6. Вирішено запроваджувати заходи проти країн, які відмовляються від співробітництва по вищенаведеним питанням, причому це стосується

ся і «податкових гаваней». Посилюється боротьба з офшорними центрами. Заявлено про застосування санкцій щодо захисту державних фінансів і фінансових систем, про закінчення ери банківської секретності. Таким чином, висловлена готовність щодо удосконалення механізмів обміну інформацією, що стосується сплати податків.

7. Підкреслено необхідність створення єдиного комплексу удосконалених, високоякісних глобальних стандартів бухгалтерського обліку. Запропоновано поширити інформаційну роботу з країнами, що розвиваються, і їх участь у створенні цих стандартів.

8. Прийнято рішення про поширення регулятивного нагляду на кредитні рейтингові агентства з метою додержання ними міжнародного кодексу добросовісної практики.

9. Запропоновано підготувати національні пакети кон'юнктурних заходів щодо запобігання фінансовим кризам; встановити більш жорсткий контроль за фінансовими ринками.

Було ухвалено пакет заходів вартістю 1,1 трлн дол., спрямованих на відновлення економічного зростання та робочих місць, а також довіри до фінансової системи. Зазначений пакет включав такі заходи:

— додаткові 500 млрд. дол. США задля надання підтримки з боку МВФ економікам, що розвиваються;

— додаткові 250 млрд. дол. США у вигляді спеціальних прав запозичення МВФ для всіх країн-членів Фонду (новий фінансовий механізм «overdraft facility»);

— торгівельно-фінансовий пакет обсягом 250 млрд. дол. США задля підтримки міжнародних торгових потоків протягом двох років;

— щонайменше 100 млрд. дол. США додаткових кредитів від багатосторонніх банків розвитку найбіднішим країнам.

Що стосується діяльності регіональних організацій, зокрема ЄС, то наприкінці 2008 р. Єврокомісія розробила План європейського економічного відновлення, який містить два ключові елементи:

— масштабне та термінове бюджетне стимулювання купівельної спроможності на рівні 200 млрд євро (1,5% від ВВП) для підтримки споживчого попиту, а також допускати вихід деяких країн-членів за межі встановленого ним порогу дефіциту бюджету у 3% на період, необхідний для подолання кризових явищ;

— посилення конкурентоспроможності ЄС шляхом інвестування у перспективні інноваційні технології — енергозбереження, розробку альтернативних ресурсів, транспортну інфраструктуру тощо.

Рада ЄС з економічних та фінансових питань надала країнам-членам ЄС дозвіл застосовувати скорочену ставку ПДВ в окремих галузях, а також затвердила нові правила діяльності кредитно-рейтингових агентств, які встановлюють більш жорсткі стандарти якості та прозоро-

сті та передбачають здійснення постійного контролю за їх функціонуванням з боку державних органів.

Міжнародні організації також розроблюють антикризові заходи. Так, МВФ провів або веде переговори з країнами щодо надання їм позик за спрощеною схемою в рамках інструменту *stand by*, який передбачає скорочені терміни виплат та більш прості умови. В рамках зусиль по боротьбі з глобальною економічною кризою МВФ запровадив низку нових кредитних інструментів, зокрема, гнучкі позики (*Flexible credit line*). Виконавча рада МВФ затвердила впровадження нового інструменту оперативного надання короткотермінових позик (*Short-Term Liquidity Facility*), призначеного для країн з ринковою економікою в процесі становлення (*emerging markets*). В умовах міжнародної економічної кризи Світовий банк також заявляє про можливість збільшення своєї фінансової підтримки країнам, що розвиваються. Всесвітній банк висловив готовність збільшити обсяг позик до 100 млрд. дол.

Сучасні фінансові кризи (зокрема світові) ставлять під сумнів не тільки ідею глобалізації, а й стратегію вільного ринку взагалі (зараз багато країн заявляють про можливість закриття своїх ринків). Слід зазначити, що від кризи 2008 р. найменш постраждали країни Африки, Китаю, Бразилії, ступінь глобалізації яких не є надто високим. Для запобігання світовим фінансовим кризам на рівні окремої держави і міжнародному рівні приймаються відповідні заходи. На державному рівні основна увага при розробці цих заходів приділяється обмеженню неконтрольованого притоку спекулятивного капіталу, лімітації ризиків, які беруть на себе банки, та макроекономічній стабілізації в цілому. На міжнародному рівні та МФО система заходів повинна відповідати інтересам світової економіки, сприяти запобіганню кризам і слугувати ефективному функціонуванню ринків.



Розділ 2



МІЖНАРОДНІ РОЗРАХУНКИ ЯК ФОРМА ВАЛЮТНО- ФІНАНСОВИХ ВІДНОСИН

ГЛАВА 5 МІЖНАРОДНІ РОЗРАХУНКИ: СУТНІСТЬ ТА ФОРМИ

5.1. Сутність міжнародних розрахунків

Проведення міжнародних економічних операцій передбачає обмін грошей однієї країни на гроші іншої країни. На цьому ґрунті виникають *валютні відносини* як сукупність грошових відносин, що опосередковують платіжно-розрахункові операції між суб'єктами світового господарства. Суб'єктами цих відносин є банки, фінансові установи, девізні відділи великих підприємств, маклери. Місце валютних відносин в системі світогосподарських зв'язків визначається тим, що вони опосередковують відносини світової торгівлі і міжнародного кредиту, інтернаціональний рух капіталів, впливаючи, з одного боку, на ці відносини, а з іншого, — знаходячись під їх впливом. Якщо говорити про кінцеві причини процесів, що відбуваються у валютній сфері (насамперед, рух валютних курсів), то вони визначаються процесами, що відбуваються в сфері виробництва, розвиваються під впливом змін співвідношення економічних сил між окремими країнами або групами країн.

Міжнародні розрахунки, як форма валютних відносин, сприяють поглибленню та зміцненню взаємозв'язків між національними економіками. Вони проводяться з міжнародних економічних операцій і відображаються в узагальненому вигляді в платіжних балансах усіх країн світу. Міжнародні розрахунки є системою регулювання платежів за грошовими вимогами та зобов'язаннями, що виникають між суб'єктами міжнародної економічної діяльності на основі політичних, економічних, науково-технічних та інших відносин. Отже, міжнародні розрахунки — це:

а) комерційні платежі за грошовими вимогами і зобов'язаннями, що виникають між підприємствами, банками, установами й окремими особами різних країн, пов'язані з міжнародною торгівлею, міжнародним кредитом, прямими іноземними інвестиціями тощо;

б) некомерційні платежі, пов'язані з перевезенням пасажирів, страхуванням, туризмом, переказом грошей за кордон тощо.

На стан міжнародних розрахунків комплексно впливають численні чинники:

- економічні та політичні відносини між країнами;
- становище країни на товарних і грошових ринках;
- ступінь використання та ефективність державних заходів щодо зовнішньоекономічного регулювання;
- міжнародні торговельні правила та звичаї;
- регулювання міждержавних товарних потоків, послуг і капіталів;
- відмінності в темпах інфляції в різних країнах;
- стан платіжного балансу;
- банківська практика;
- умови зовнішньоторговельних контрактів та кредитних угод;
- конвертованість валют тощо.

Особливості міжнародних розрахунків полягають у такому:

1. Імпортери та експортери, їх банки вступають до певних відособлених від зовнішньоекономічного контракту відносин, пов'язаних з пересилкою, обробкою товаророзпорядчих і платіжних документів, із здійсненням платежу. Обсяг зобов'язань і розподіл відповідальності між ними залежать від конкретної форми розрахунків.

2. Міжнародні розрахунки регулюються національними нормативними та законодавчими актами, міжнародними банківськими правилами та звичаями.

3. Міжнародні розрахунки є об'єктом уніфікації. Це зумовлено процесом інтернаціоналізації господарських зв'язків, універсалізацією банківських операцій. Наприклад, уніфікація вексельного законодавства, Уніфіковані правила для документарних акредитиву та інкасо, Правила щодо контрактних гарантій тощо.

4. Міжнародні розрахунки мають, як правило, документарний характер, тобто здійснюються проти фінансових і комерційних документів.

5. Міжнародні розрахунки здійснюються у різних валютах, а відтак, по-перше, на їх ефективність впливає динаміка валютних курсів, по-друге, нормальне функціонування міжнародних товарно-грошових відносин можливе лише за умови вільного обміну національної валюти на валюту інших країн. Іншими словами, найбільш ефективна участь тієї чи іншої країни у міжнародних торговельних розрахунках можлива лише на основі конвертованої валюти. У сучасній практиці розрахунки між банками різних країн з боргових вимог і зобов'язань здійснюються в основному у ВКВ. У країнах з частково конвертованою валютою держава використовує валютні обмеження, що безпосередньо впливає на зовнішньоторговельні розрахунки.

Міжнародні розрахунки бувають двосторонніми, коли вони здійснюються між двома країнами, або багатосторонніми, коли суми, виручені від реалізації товарів в одній країні, використовуються для платежів третім країнам.

Переважаюча частина міжнародних розрахунків здійснюється в порядку безготівкових розрахунків, через банки різних країн, котрі підтримують взаємні кореспондентські зв'язки, тобто відкривають один одному рахунки, зберігають на них грошові кошти у відповідній валюті і виконують платіжні та інші доручення на засадах взаємності. Робиться це так: банк в країні імпортера списує суму платежу з рахунку свого клієнта і зараховує її (або еквівалент в іноземній валюті) на рахунок іноземного банку — кореспондента, а банк в країні експортера списує цю суму з рахунку кореспондента і зараховує її на рахунок свого клієнта, що експортував свій товар.

Платежі готівкою з міжнародних розрахунків виконуються в основному під час подорожей за кордон делегацій, туристів або приватних осіб, котрі обмінюють у банках валюту своєї країни на відповідну іноземну валюту.

Міжнародні розрахунки у зв'язку з рухом капіталу пов'язані з функціонуванням фінансових ринків, з рухом цінних паперів як у формі прямих, так і портфельних інвестицій.

Провідну роль у міжнародних розрахунках відіграють великі банки. Ступінь їх впливу в міжнародних розрахунках залежить від:

- масштабів зовнішньоекономічних зв'язків країни базування;
- застосування національної валюти країни базування;
- спеціалізації, фінансового стану, ділової репутації;
- мережі банків-кореспондентів.

Для здійснення розрахунків банки використовують свої закордонні відділення та кореспондентські відносини з іноземними банками. Кореспондентські відносини з іноземними банками супроводжуються відкриттям рахунків «лоро» (рахунків іноземних банків у даному банку) і «ностро» (рахунків даного банку в іноземних банках). Кореспондентські відносини визначають порядок розрахунків, розмір комісії, методи поповнення витрачених коштів.

З метою отримання більш високого прибутку банки прагнуть підтримувати на рахунках «ностро» мінімальні залишки. Вони віддають перевагу розміщуванню валютних активів на світовому фінансовому ринку в тому числі на євроньому.

Для своєчасного та раціонального здійснення міжнародних розрахунків банки зазвичай підтримують необхідні валютні позиції в різних валютах відповідно до структури та термінам наступних платежів. Наприкінці кожного робочого дня вони намагаються збалансувати активи

й пасиви з кожної валюти. *Валютна позиція банку* — це співвідношення (різниця) між сумою активів та позабалансових вимог у певній іноземній валюті та сумою балансових і позабалансових зобов'язань у цій самій валюті. Активи та позабалансові вимоги — це активи, які є у розпорядженні банку на певний час, та активи, які одержить банк у майбутньому; балансові та позабалансові зобов'язання — це зобов'язання банку на певний день перед клієнтами та контрагентами, а також зобов'язання банку у майбутньому.

Валютна позиція буває різною. *Валютна позиція закрита* — сума вимог збігається із сумою зобов'язань у кожній іноземній валюті. *Валютна позиція відкрита* — сума вимог у певній іноземній валюті не збігається із сумою зобов'язань у цій самій валюті. При цій позиції в банку виникає або ризик втрат, або можливість отримання додаткового прибутку при зміні валютного курсу. *Валютна позиція відкрита довга* — сума вимог перевищує суму зобов'язань у кожній іноземній валюті, в результаті чого банк може зазнати втрат у разі підвищення курсу національної валюти відносно іноземної. *Валютна позиція відкрита коротка* — сума зобов'язань перевищує суму вимог у кожній іноземній валюті. В цьому випадку банк може зазнати втрат при підвищенні курсу іноземної валюти відносно національної.

5.2. Основні форми міжнародних розрахунків

Основними формами міжнародних розрахунків у міжнародній торгівлі є товарний акредитив і акцепт документів, переданих банкові на інкасо.

Акредитив — це розрахунковий або грошовий документ, який являє собою доручення однієї кредитної установи іншій здійснити за рахунок спеціально заброньованих коштів оплату товарно-транспортних документів за відвантажений товар або сплатити пред'явникові акредитива певну суму грошей. Акредитив завіряє експортера, що банк оплатить перевезену продукцію. Він також завіряє імпортера, що оплата експортеру не буде виконана без перевірки того, що вся документація відповідає строкам і умовам акредитива.

Процедура здійснення акредитивної операції поділяється на три фази.

1 фаза. Угода про відкриття акредитиву. Розглядається пропозиція щодо умов поставки товару. Експортер надає потенційному покупцеві свою пропозицію і під час переговорів з покупцем обговорює умови акредитиву.

2 фаза. Доручення на відкриття акредитиву. Ця фаза пов'язана з підписанням умов поставки товару та його оплати. Імпортер дає експорте-

ру замовлення на поставку товару, відповідно підписавши договір з купівлі-продажу. Водночас він дає своєму банку доручення на відкриття акредитиву.

3 фаза. Використання акредитиву. Експортер поставляє замовлений товар і надає банку документи на оплату.

За випуск і оплату акредитива комерційні банки отримують певну комісійну винагороду.

Інкасо — це банківська операція, за допомогою якої банк за дорученням свого клієнта (експортера) отримує на підставі розрахункових документів, грошові кошти, що належать клієнту, від платника (імпортера) за відвантажені йому товарно-матеріальні цінності або надані послуги і зараховує ці кошти на рахунок клієнта-експортера у себе в банку. Ця форма платежу значно поширена, оскільки дешевша порівняно з акредитивом.

Здійснення інкасо умовно поділяють на три фази.

Фаза 1. Домовленість про умови інкасо. Експортер визначає у своїй пропозиції умови платежу або узгоджує їх з покупцем у контракті на купівлю-продаж.

Фаза 2. Видача інкасового доручення та надання документів. Після отримання замовлення або після укладення договору про купівлю-продаж продавець відвантажує замовлений товар або безпосередньо на адресу покупця або на адресу посередника. Одночасно він складає всі необхідні документи (рахунок-фактуру, коносамент, страховий сертифікат, свідоцтво про походження товару та ін.) і відправляє їх разом з інкасовим дорученням своєму банкові (банку-ремітенту). Банк-ремітент передає документи з необхідними інструкціями інкасуєчому банкові.

Фаза 3. Подання документів платнику. Инкасуєчий банк інформує покупця про надходження документів, а також про умови їх одержання. Він приймає від покупця платіж або акцептований вексель і передає покупцеві документи. Сплачена сума по інкасо переводиться банку-ремітенту, який потім зараховує її на рахунок експортера.

Держава може втручатися у сферу міжнародних розрахунків шляхом використання **валютних клірингів**. Валютний кліринг — це міжурядова угода про взаємний залік зустрічних вимог і зобов'язань, які виходять з вартісної рівності товарних поставок і наданих послуг. Метою валютного клірингу може бути вирівнювання платіжного балансу без витрат золотовалютних резервів чи одержання пільгового кредиту від торговельних партнерів, які мають активний платіжний баланс чи безповоротне фінансування країною з активним платіжним балансом країни з пасивним платіжним балансом.

При валютному клірингу валютний оборот за кордоном замінюється розрахунками в національній валюті через клірингові банки, які здійс-

нують підсумковий залік взаємних вимог і зобов'язань, тобто операції здійснюються без розрахунку готівкою або переказу коштів, а шляхом віднесення відповідних сум з операціями на дебет або кредит депозитів до запитання.

Залежно від числа країн-учасниць розрізняють двосторонні та багатосторонні кліринги, за обсягом операцій — повний кліринг (охоплює до 95% платіжного обороту) і частковий (поширюється на певні операції), за способом регулювання сальдо клірингового рахунку — з вільно конвертованим сальдо, з умовною конверсією (наприклад, по закінченні певного періоду після створення сальдо) та неконвертовані (сальдо за ними не може бути обміняне на іноземну валюту).

Валюта клірингу може бути будь-якою. При клірингових розрахунках виникає валютний ризик, який пов'язаний із замороженням валютної виручки при неконвертованому клірингу та втратами при зміні валютного курсу.

Валютні кліринги помітно впливають на зовнішню торгівлю. Вони пом'якшують негативні наслідки валютних обмежень, даючи можливість експортерам використовувати валютну виручку. Крім того, при їх використанні доводиться регулювати зовнішньоторговельний обіг з кожною країною окремо, а валютну виручку можна використати тільки в тій країні, з якою укладена клірингова угода. Таким чином, валютний кліринг не вигідний для експортерів. Замість виручки в конвертованій валюті вони одержують національну валюту.

Внаслідок розвитку міжнародних економічних відносин клірингові угоди між промислово розвинутими країнами поступово зникли, але вони використовуються країнами, що розвиваються.



ГЛАВА 6 МІЖНАРОДНІ ПЛАТІЖНІ СИСТЕМИ

Зростання платіжного обороту між банками країн світу викликало необхідність створення комунікаційних систем стандартизованого вигляду, які б працювали з уніфікованою інформацією. Такими системами переміщення коштів між банками за товари та надані послуги стали міжнародні платіжні системи, які мають велике значення для ефективного функціонування світового фінансового середовища.

Взагалі під платіжною системою розуміють платіжну організацію, членів платіжної системи та сукупність відносин, що виникають між ними при проведенні переказу грошей. Проведення переказу грошей є обов'язковою функцією, що має виконувати платіжна система. Це здійснюється через телеграф, телеграфні та комп'ютерні мережі, електронні комунікації.

Міжнародна платіжна система — це платіжна система, в якій платіжна організація може бути як резидентом, так і нерезидентом і яка здійснює свою діяльність на території двох і більше країн та забезпечує проведення переказу грошей з однієї країни в іншу.

При функціонуванні платіжні системи можуть стикатися з такими ризиками:

- кредитним — ризик того, що учасник платіжної системи не зможе сповна виконати свої фінансові зобов'язання на поточний момент або в майбутньому;

- ризиком ліквідності — небезпека того, що в учасника платіжної системи не вистачить коштів виконати свої фінансові зобов'язання, як і коли це очікується, хоча він зможе їх виконати у певний момент у майбутньому;

- правовим — ризик того, що недостатня або мінлива правова база спричинить чи загострить кредитний ризик або ризик ліквідності;

- операційним — пов'язаний з операційними факторами: технічні збої та операційні помилки можуть спровокувати чи загострити кредитний ризик або ризик ліквідності;

- системним — виникає через неспроможність одного з учасників платіжної системи виконати свої зобов'язання або внаслідок руйнування у самій системі решта її учасників чи кредитних установ інших сегментів фінансової системи також не зможуть виконати свої зобов'язання. Відтак можливе поширення проблем із ліквідністю та загроза стабільності системи чи фінансових ринків.

6.1. Основні принципи функціонування платіжних систем

Запорукою збереження фінансової стабільності є надійні платіжні системи. Вагомий внесок у цю справу зробив Комітет із платіжних та розрахункових систем (CPSS) центральних банків країн «Групи десяти». У грудні 1999 р. він опублікував «Основні принципи для системно важливих платіжних систем», які визначали умови ефективного функціонування платіжних систем [19, с.625]. До цих принципів відносяться такі.

1. Система повинна спиратися на добре обґрунтовану правову базу в усіх відповідних юрисдикціях (законах стосовно банківської справи, договорів, платежів, цінних паперів, дебіторсько-кредиторських взаємовідносин та банкрутства тощо).

2. Системні правила та процедури повинні давати чітке уявлення про вплив системи на кожний із фінансових ризиків, які загрожують її учасникам. Вони мають чітко обумовлювати права та обов'язки всіх залучених сторін, які необхідно своєчасно забезпечити відповідними матеріалами.

3. Система повинна мати чітко визначні процедури управління кредитним ризиком і ризиком ліквідності, які б встановлювали відповідні обов'язки системного оператора та учасників і забезпечували адекватні стимули для управління цими ризиками та їх обмеження.

4. Система повинна забезпечувати остаточний розрахунок на день валютування, найкраще — протягом дня або, як мінімум, наприкінці дня.

5. Система, де має місце мультивалютний взаємозалік, повинна, як мінімум, забезпечувати своєчасне завершення щоденних розрахунків у тому разі, коли учасник із найбільшими зобов'язаннями не зможе виконати розрахунок.

Система багатостороннього взаємозаліку з відкладеним розрахунком наражаються на ризик неспроможності одного з учасників виконати свої розрахункові зобов'язання. Це збільшує вірогідність того, що й інші учасники несподівано відчують тиск браку ліквідності. Тому система взаємозаліку повинна, як мінімум, витримувати неплатоспроможність учасника з найбільшою чистою дебіторською позицією.

6. Найкраще, коли для розрахунків використовуються активи, які є вимогами до центрального банку. Якщо використовуються інші активи, вони повинні становити незначний кредитний ризик або взагалі ніякого. Якщо існує хоча б незначна загроза неплатоспроможності еміте-

нта активів, система наражається на кризу довіри, що в свою чергу породжує системний ризик. Рахунки в центральному банку є, як правило, найбільш придатними активами для розрахунків саме завдяки відсутності кредитного ризику. к.

7. Система повинна гарантувати високий рівень безпеки й операційної надійності та мати механізми обробки нестандартних ситуацій для своєчасного завершення щоденної обробки платежів.

8. Система повинна забезпечувати зручний для користувачів та ефективний для економіки спосіб виконання платежів. Якщо система має неадекватний механізм обслуговування внутрішньоденної ліквідності, вона наражається на ризик повільного обороту або навіть зупинки, коли кожен з учасників очікує, що інший заплатить першим. Для ефективності системи необхідно стимулювати її учасників до негайної оплати. Особливо важливою є підтримка внутрішньоденної ліквідності для систем розрахунків у режимі реального часу. Центральний банк має вирішити, чи варто йому забезпечувати внутрішньоденну ліквідність для підтримки безперервного щоденного функціонування системи і як це зробити. Будова платіжної системи має відповідати географії країни, розподілу населення та її інфраструктурі (телекомунікаційній, транспортній та банківській).

9. Система повинна мати об'єктивні та привселюдні критерії членства, які забезпечують справедливий та відкритий доступ до неї.

10. Механізми управління системою повинні бути ефективними, підзвітними та прозорими. Керівництво системи має так стимулювати управління, щоб задовольняти інтереси учасників та суспільства в цілому. У його компетенції — подбати про відповідні засоби та можливості для досягнення системних цілей. Механізми управління повинні забезпечувати підзвітність системи її власнику та широкому фінансовому загалу. Крім того, вони мають бути прозорими.

Участь країн у міжнародних платіжних системах характеризується такими особливостями:

— отримання доступу до передових та гнучких технологій, які дозволяють надавати клієнтам найрізноманітніші послуги;

— значний вступний внесок;

— необхідність тримати великий обсяг страхових депозитів в законодавчих банках;

— обмежений ринок клієнтів та точок обслуговування, що роблять подібні проекти достатньо складними, капіталомісткими та такими, що потребують детального опрацювання.

6.2. Види міжнародних платіжних систем

Кількість міжнародних банківських мереж постійно збільшується. Для задоволення зростаючого попиту на інформаційне і телекомунікаційне обслуговування створюються міжнародні мережі, які надають комплекс послуг по переводу платежів, інформаційному забезпеченню і управлінню активами. Найвідомішими міжнародними платіжними системами є системи SWIFT і TARGET.

Всесвітня міжбанківська система SWIFT

Система SWIFT (Society for World-Wide Interbank Financial Telecommunications) — це всесвітня міжбанківська фінансова телекомунікаційна система. Вона була організована у 1973р. у Брюсселі з метою розробки уніфікованих методів обміну фінансовою інформацією і створення міжнародної мережі передачі даних з використанням стандартизованих повідомлень. Ця система є найбільшою і найпоширенішою в світі мережею фінансових повідомлень, після під'єднання до якої будь-який банк може вважати себе повноцінним членом світового фінансового співтовариства. Основними напрямками діяльності SWIFT є надання оперативного, надійного, ефективного, конфіденційного та захищеного від несанкціонованого втручання доступу до телекомунікаційного обслуговування банкам та для проведення робіт по стандартизації форм і методів обміну фінансовою інформацією.

SWIFT надає такі послуги:

- обмін стандартизованими фінансовими повідомленнями з фіксованим набором символів;
- передача по мережі масових платежів й інших файлів з довільним набором символів;
- обмін захищеними фінансовими повідомленнями власних форматів у режимі реального часу (у режимі «он-лайн», тобто час відправлення засобів у тому місці, де знаходиться початкова точка переказу);
- об'єднання структурних підрозділів фінансової організації та її клієнтів у єдину віртуальну мережу (створення закритої групи користувачів), керовану члену SWIFT;
- одержання в інтерактивному режимі інформації про стан кореспондентського рахунку.

Мережею SWIFT передаються як платіжні повідомлення, так і повідомлення, що мають відношення до казначейства, цінних паперів та торгівлі. Фінансові повідомлення SWIFT класифікують на: системні повідомлення; клієнтські перекази та чеки; перекази фінансових організацій; ринки грошових коштів — форекс, депозити та деривативи; інка-

со та касові листи; ринки цінних паперів; дорогоцінні метали; акредитиви та гарантії; дорожні чеки; управління грошовими коштами та статус клієнта.

Передача по мережі SWIFT одного повідомлення складає від 20 секунд до 5-20 хвилин, при чому забезпечується високий ступінь надійності та конфіденційності (близько 100%).

Щоденно в світі передається більше 9 млн. повідомлень SWIFT сумарною вартістю більше 7 трлн дол. США. Розподіл обсягу повідомлень SWIFT у цілому по світу в 2011 р. представлено в табл. 6.1.

Таблиця 6.1

РОЗПОДІЛ ОБСЯГУ ПОВІДОМЛЕНЬ SWIFT (%)

Платежі	52,9
Операції з цінними паперами	39,1
Форексні угоди, грошові ринки і похідні	6,2
Документарні операції	1,4
Системні повідомлення	0,4

Джерело: [19, с.629]

Головні переваги SWIFT:

- надійність, оскільки SWIFT бере на себе фінансову відповідальність за точну, повну та своєчасну доставку повідомлень;
- швидкість. Доставка повідомлень здійснюється за декілька секунд, при чому перевірка та підтвердження дійсності здійснюється повністю автоматично;
- безпека, тому що мережа SWIFT гарантує повну безпеку багаторівневою комбінацією фізичних, технічних і організаційних методів захисту, забезпечує повну самостійність і таємність переданих повідомлень;
- ефективність, оскільки всі платіжні документи надходять у систему в стандартизованому виді, що дає змогу автоматизувати обробку даних, виключити можливість різного розуміння змісту повідомлень від правником і одержувачем, і підвищити в остаточному підсумку ефективність роботи банку. Фіксація виконання трансакцій дає можливість повного контролю (аудита) усіх розпоряджень і щоденного автоматизованого формування звіту по них; крім цього, долаються мовні бар'єри і зменшуються розходження в практиці проведення банківських операцій;

- рентабельність. Мережа SWIFT дозволяє суттєво знизити розрахункові та фінансові ризики, здешевити вартість повідомлень та розширити спектр послуг для своїх клієнтів, що в свою чергу підвищує конкурентоспроможність банків-членів.

Головним недоліком SWIFT, з погляду користувачів, є висока плата за вступ, що створює певні проблеми для дрібних і середніх банків. Взагалі, як показує практика, витрати банків на участь у системі SWIFT окупаються зазвичай протягом 5 років.

На базі SWIFT побудовано більше 50 національних платіжних систем.

Транс'європейська міжбанківська система TARGET

У ЄС для обслуговування операцій між Європейським центральним банком і національними центральними банками створено Транс'європейську автоматизовану систему валових розрахунків у режимі реального часу — TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System), яка почала діяти 4 січня 1999 р. Вона була організована з метою полегшення запровадження єдиної валютної політики, скорочення часу проходження транскордонних платежів, створення надійного та безпечного механізму для здійснення транскордонних платежів, підвищення ефективності платежів між країнами ЄС. Її основою є система SWIFT. Система TARGET — це децентралізована система, тобто транскордонні платежі проходять через національні центральні банки, оминаючи Європейський центральний банк (ЄЦБ). Вона складається з національних систем валових розрахунків у режимі реального часу (ВРРЧ), системи взаємозв'язку між ними та Європейським центральним банком (ЄЦБ). Система TARGET виконує такі три основних завдання:

- обслуговує потреби грошово-кредитної політики Євросистеми;
- збільшує ефективність внутрішньоєвропейських трансграничних платежів;
- забезпечує надійний і безпечний механізм для врегулювання трансграничних платежів.

В TARGET оброблюються такі види розрахункових операцій:

- платежі, безпосередньо пов'язані із операціями центральних банків, де хоча б однією із сторін (отримувачем чи відправником) виступає Євросистема;
- розрахункові операції нетінгових систем великих переказів, що працюють в євро;
- платежі в євро між кліринговими банками;
- міжбанківські та клієнтські платежі в євро.

На систему TARGET припадає близько 70% загального обсягу валових європейських розрахунків. Через неї щоденно здійснюється понад

200 тис. платежів на суму близько 1500 млн. євро. Середній розмір одного клієнтського транскордонного платежу — 1 млн євро, а міжбанківського — близько 18 млн євро [19, с.632].

З січня 2007 р. розпочато впровадження системи TARGET 2. Основа розвитку TARGET 2 визначається задачею створення єдиного європейського платіжного простору, що припускає гармонізацію інфраструктури, інтерфейсів і функціональності, однаковість системи менеджменту, загальну систему керування ліквідністю, а також єдині ціни. Крім цього, на розвиток системи впливає розширення ЄС, що припускає використання загальної платформи платіжних операцій для країн — нових членів ЄС замість децентралізованої структури, що включає національні платіжні системи.

Принципи формування TARGET 2:

- контакти з клієнтами децентралізовані (між кредитною організацією та її рідним центральним банком);
- бухгалтерський облік, керування резервами й операції, пов'язані з грошовою політикою, здійснюються на рівні національного центрального банку.

Модульна побудова TARGET 2 припускає наявність обов'язкових і додаткових модулів (систем). Обов'язкові модулі надають повний спектр послуг по здійсненню розрахунків і інформаційному забезпеченню платіжних операцій. Додаткові модулі дають змогу проводити операції з розрахунком в національному центральному банку, здійснювати керування базою даних клієнтів, використовувати сховище даних (warehouse), а також надають можливість керування мінімальними резервами.



Розділ 3



ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС: ТЕОРІЯ ТА ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ

ГЛАВА 7 ТЕОРІЯ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ

7.1. Сутність та принципи складання платіжного балансу

Платіжний баланс є одним з найбільш важливих понять міжнародної економіки. Його вивчення дозволяє дати узагальнену оцінку економічного стану країни, ефективності її світогосподарських зв'язків. Функціонально платіжний баланс відіграє роль макроекономічної моделі, яка систематично відображає економічні операції, здійснені між національною економікою та економіками інших країн світу. Така модель складається з метою розробки та запровадження обґрунтованої курсової та зовнішньоекономічної політики країни, аналізу і прогнозу стану товарного та фінансового ринків, двосторонніх та багатосторонніх зіставлень, наукових досліджень тощо. На підставі фактичних даних про стан платіжного балансу міжнародними фінансовими установами, зокрема МВФ, приймаються рішення про надання конкретним країнам фінансової допомоги для стабілізації платіжного балансу та подолання його дефіциту.

Платіжний баланс — це статистичний звіт, у якому в систематизованому вигляді наведені сумарні дані про зовнішньоекономічні операції резидентів даної країни з резидентами інших країн (нерезидентами) за певний період часу.

Платіжний баланс виконує такі функції:

- дає уявлення про рівень міжнародних взаємозв'язків країни, структурні зміни міжнародних трансакцій, оскільки є джерелом інформації;
- дозволяє моделювати процеси макроекономічного розвитку відкритої економіки, тобто характеристика платіжного балансу крім практичної, має ще наукову цінність;
- слугує орієнтиром для органів державного управління, які відповідальні за економічну політику держави, тому що грошові й фінансові заходи, а також заходи, що стимулюють конкуренцію, часто є наслід-

ком стану платіжного балансу, результатом міжнародного впливу, який фіксується платіжним балансом.

Платіжний баланс базується на певних принципах, що впливають із його призначення — обліковувати зовнішньоекономічні операції. Економічна операція вважається зовнішньоекономічною, якщо вона здійснюється між економікою певної країни й економікою інших країн. Економічні операції, які здійснюються між резидентами й нерезидентами, охоплюють угоди, предметом яких є товари, послуги, доходи, зовнішні фінансові активи й зобов'язання. *Економічні угоди*, по визначенню МВФ, являють собою економічний потік, який відображає передачу реальних ресурсів (операції з товарами, послугами або доходами), а також створення, ліквідацію зовнішнього фінансового активу або зобов'язання та/або при переході права власності на існуючий зовнішній фінансовий актив і зобов'язання (операції із зовнішніми фінансовими активами й зобов'язаннями).

Зовнішньоекономічні операції бувають **обмінними й односторонніми**.

Більшість економічних операцій, які реєструються в платіжному балансі, є обмінними й припускають, що один учасник угоди передає іншому учасникові економічну цінність й натомість отримує її вартісний еквівалент. Виділяють три типи міжнародних обмінних операцій: 1) обмін товарів і послуг на інші товари і послуги (це бартерні операції, оскільки обидві сторони даних операцій реальні; 2) обмін товарів і послуг на грошові чи інші фінансові вимоги, тобто одна сторона операції реальна, інша — фінансова; 3) обмін фінансових інструментів на інші фінансові інструменти, тобто обидві сторони операції фінансові.

Операції, згідно з якими один учасник угоди надає економічні цінності іншому учасникові без отримання натомість вартісного еквіваленту, називаються односторонніми. Якщо економічна цінність відсутня в однієї зі сторін, то в платіжному балансі використовується спеціальний запис — «трансферт». Трансферти виступають, як правило, у формі коштів або товарів. Залежно від того, до якого з цих видів належить певна зовнішньоекономічна операція, здійснюється її облік у платіжному балансі країни.

Визначення предмета зовнішньоекономічної операції базується на такому понятті як **«економічна територія країни»**, що тотожно поняттю «економіка». Економічна територія, по визначенню МВФ, — це територія, яка перебуває під юрисдикцією уряду даної країни, у межах якої можуть вільно переміщатися робоча сила, товари й капітал. Однак, ця територія не завжди збігається з географічним кордоном держави, тому що в її межі включаються територіальні анклавні поза основним державним кордоном: посольства, консульства, військові бази, наукові

станції, інформаційні, імміграційні або благодійні агентства, які розташовані на території інших держав і перебувають у розпорядженні уряду країни, яка володіє або орендує ці об'єкти.

Поняття «економічна територія» відіграє істотну роль у визначенні першого принципу складання платіжного балансу — **принципу резидентства**. Концепція резидентства в системі платіжного балансу не базується на критеріях національної належності економічного суб'єкта або на юридичних критеріях визначення резидентів тієї або іншої держави. Економічний суб'єкт (господарська одиниця), центр економічного інтересу якого перебуває на економічній території конкретної країни, є резидентом цієї країни. Економічний суб'єкт має центр економічних інтересів на території даної країни, якщо він веде господарську діяльність і економічні операції в межах цієї країни і має наміри продовжувати цю діяльність протягом тривалого часу. Встановлення одиниць-резидентів є важливим з точки зору реєстрації та класифікації операцій у межах конкретної економіки. Позиція працюючого як резидента й нерезидента визначає різні записи в платіжному балансі.

Згідно зі класифікацією МВФ, до резидентів економіки відносяться такі господарські одиниці:

- домашні господарства й фізичні особи, які входять до складу домашніх господарств;
- юридичні особи, тобто підприємства різних організаційно-правових форм;
- некомерційні організації;
- органи державного управління даної країни.

Другий принцип складання платіжного балансу — **принцип подвійного запису**. Оскільки платіжний баланс ґрунтується на принципах бухгалтерського обліку, кожна зовнішньоекономічна операція, яка реєструється, повинна бути представлена двома записами, які мають однакову вартісну величину: статті кредиту й статті дебету. Статті кредиту — плюсові статті (+) — відображають операції «експортного типу», за якими країна отримує, «заробляє» іноземну валюту. Статті дебету — мінусові статті (-) — відображають операції «імпортного типу», за якими іноземна валюта витрачається. Кредит показує приплив іноземної валюти, тобто її пропозицію, дебет — витрачання іноземної валюти, тобто попит на неї.

Отже, згідно із принципом подвійного запису по кредиту реєструється зменшення міжнародних активів країни або збільшення її зовнішніх зобов'язань (міжнародних пасивів), а по дебету реєструється збільшення міжнародних активів країни або скорочення її зовнішніх зобов'язань. Кожна зміна в дебеті повинна супроводжуватися відповідною зміною в кредиті, і навпаки, тобто операція записується двічі: один

переказ — як дебет, а другий — як кредит. Таким чином, у платіжному балансі сумарний дебет і сумарний кредит завжди рівні. У систематизованому вигляді правила відображення операцій у платіжному балансі по дебету й кредиту наведені в табл. 7.1.

Таблиця 7.1

ПРАВИЛА ЗАПИСУ ОПЕРАЦІЙ У ПЛАТІЖНОМУ БАЛАНСІ

Операції	Кредит (+)	Дебет (-)
А. Товари й послуги	Експорт товарів та послуг	Імпорт товарів та послуг
Б. Доходи (оплата праці та доходи від інвестицій)	Надходження від нерезидентів	Оплата нерезидентам
В. Трансферти (поточні та капітальні)	Отримання коштів	Передача коштів
Г. Придбання/продаж невірничих нефінансових активів	Продаж активів	Придбання активів
Д. Операції з фінансовими активами або зобов'язаннями	Збільшення зобов'язань нерезидентів або зменшення вимог до нерезидентів	Збільшення вимог до нерезидентів або зменшення зобов'язань до нерезидентів

Третім принципом складання платіжного балансу є **принцип єдиної оцінки всіх операцій, які реєструються** в платіжному балансі. Його сутність полягає в тому, що при оцінці угод з реальними й фінансовими активами та пасивами використовуються ринкові ціни, які узгоджуються з учасниками економічної операції. Ринкова ціна, згідно з визначенням МВФ, — це сума грошей, яку покупець готовий добровільно заплатити за товар, послугу й т.п., які купуються у продавця, готового добровільно продати йому цей товар, послугу, фінансові активи. Обидві сторони цієї угоди є незалежними, і обмін між ними відбувається на комерційних основах. Ринкова ціна встановлюється для кожної операції. Ринкова ціна відрізняється від біржових котирувань, цін світового ринку, поточних цін, тобто цін, які не є цінами фактично сплаченими за товар. Бувають випадки, коли ринкову ціну відповідно до вищенаведених критеріїв установити неможливо. Це відбувається при бартерному обміні товарами, угодах між підрозділами однієї й тієї ж ТНК, при операціях міжнародного лізингу й т.п. У цих випадках оцінка угод проводиться за цінами аналогічних угод. Дотримання даного принципу забезпечує порівнянність платіжних балансів різних країн, а також статей платіжного балансу окремої країни.

Четвертий принцип складання платіжного балансу — **принцип одночасної реєстрації** зовнішньоекономічної операції. Кожна операція повинна бути відображена в платіжному балансі по кредиту й відповідному йому дебету одночасно. Обидва учасника угоди повинні реєструвати цю операцію тим самим числом, яке відповідає даті її виконання. Для реалізації такого підходу необхідно визначити момент реєстрації операції в платіжному балансі. Таким моментом може бути час укладання контракту або час переходу юридичних прав власності на активи, які передаються. Якщо момент переходу права власності важко визначити, то їм вважається момент відповідного бухгалтерського запису в обліку контрагентів.

При складанні платіжного балансу важливо встановити в яких грошових одиницях слід вести облік, тобто визначити **розрахункову одиницю** (розрахунковий валютний курс). Розрахункова одиниця повинна бути досить стабільної, щоб зміни її курсу протягом облікового періоду не відбивалися на підсумкових показниках, крім того, вона повинна бути стабільної протягом якомога більшого числа облікових періодів для забезпечення порівнянності й аналізу їх динаміки. При підготовці платіжного балансу країни повинні використовувати ту розрахункову одиницю, яка застосовується ними у внутрішніх розрахунках і обліку. За рекомендаціями МВФ, слід складати платіжний баланс у національній грошовій одиниці, а потім перераховувати отримані показники в розрахункову одиницю (долар США) за вільноринковим обмінним курсом. Тому в більшості країн облік і публікація показників платіжного балансу ведеться в доларах США.

Інформаційними джерелами платіжного балансу є:

- відомості органів державної статистики: дані системи національних рахунків, узагальнені статистичні дані по зовнішній торгівлі товарами й послугами, статистична звітність по облікові прямих і портфельних інвестицій, щоквартальні звіти про зовнішню торгівлю товарами за цінами ФОБ і СИФ у географічному розрізі, індекси інфляції споживчих і оптових цін, структура собівартості в експортних галузях, дані про неформальну торгівлю;

- відомості державних органів з економічної політики: прогнозні розрахунки динаміки основних макроекономічних показників, інформація про розвиток економіки в цілому й по окремих галузях, довідкові ціни на основні товари й послуги, які експортуються й імпортуються, дані про умови торгівлі, дані про торговельний режим;

- відомості державної митної служби: дані про експорт і імпорту товарів, оцінка гуманітарної допомоги, дані про неформальну (або стихійної) торгівлі.

7.2. Структура платіжного балансу

Розробка платіжного балансу ґрунтується на методології, яка регламентується міжнародним стандартом «Рекомендації зі складання платіжного балансу», підготовленим МВФ [25,36]. Він періодично оновлюється, переглядається й публікується. Останнє, шосте видання Рекомендацій опубліковано в 2007 р.

Основні стандартні компоненти платіжного балансу наведені в табл. 7.2.

Таблиця 7.2

СТАНДАРТНІ КОМПОНЕНТИ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ (ЗА ВЕРСІЄЮ МВФ)

Статті	Кредит	Дебет
Рахунок поточних операцій		
А. Товари та послуги		
1. Товари		
2. Послуги		
Б. Доходи		
1. Оплата праці		
2. Доходи від інвестицій		
В. Поточні трансферти		
1. Сектор державного управління		
2. Інші сектори		
Рахунок операцій з капіталом і фінансовими інструментами		
А. Рахунок операцій з капіталом		
1. Капітальні трансферти		
2. Придбання/продаж невироблених нефінансових активів		
Б. Фінансовий рахунок		
1. Прямі інвестиції		
1.1. За рубіж		
1.2. В економіку країни-укладача		

Закінчення табл. 7.2

Статті	Кредит	Дебет
2. Портфельні інвестиції		
2.1. Активи		
2.2. Зобов'язання		
3. Інші інвестиції		
3.1. Активи		
3.2. Зобов'язання		
4. Резервні активи		

Розподіл платіжного балансу на стандартні компоненти (статті) групується на таких підходах:

- кожна стаття повинна мати характерні риси, тобто фактор або сукупність факторів, які впливають на обсяг однієї статті, повинні відрізнитися від факторів, що впливають на інші статті;

- наявність тієї або іншої статті в платіжному балансі повинна мати значення для групи країн, яке виражається як у динаміці зміни цієї статті, так і в абсолютній її величині. Інакше кажучи, якщо який-небудь показник платіжного балансу суттєво коливається протягом певного періоду часу в групі країн або він займає значну питому вагу в платіжних балансах групи країн, то він повинен бути виділений у вигляді окремої статті;

- збір інформації для обліку по статтям не повинен мати особливих складностей для укладачів платіжного балансу;

- структура платіжного балансу повинна бути такою, щоб його показники сполучалися з іншими статистичними системами, наприклад, системою національних рахунків;

- кількість статей не повинно бути надмірно багаточисленним, а самі статті повинні підлягати консолідації в компоненти більш високого рівня.

Стандартні компоненти платіжного балансу поділені на дві групи рахунків: рахунок поточних операцій, за яким обліковуються економічні угоди щодо міжнародного руху реальних матеріальних цінностей, і рахунок операцій з капіталом і фінансовими інструментами, за яким обліковуються міжнародні операції, пов'язані зі зміною права власності на іноземні фінансові активи або пасиви країни (насамперед, це операції, суть яких полягає в пред'явленні й погашенні фінансових вимог однієї країни до інших країн і навпаки).

7.2.1. Статті рахунка поточних операцій

Рахунок поточних операцій включає всі операції з реальними цінностями, які відбуваються між резидентами та нерезидентами, а також операції, пов'язані з безоплатними наданням або одержанням цінностей, які призначені для поточного використання. У структурі поточного рахунка виділяються чотири основні компоненти: товари, послуги, доходи та поточні трансферти. Експортні операції записуються на стороні кредиту, імпорتنі — на стороні дебету. Поточний платіжний баланс включає операції, котрі завершуються протягом даного періоду. Вони, відображаючись у платіжному балансі, в наступні періоди не мають на нього ніякого впливу.

Розглянемо більш детально основні види поточних операцій.

1. Під товарами маються на увазі група статей платіжного балансу, яка підсумовує за ринковими цінами експорт і імпорт звичайних товарів, товарів для подальшого оброблення (товари, що перетинають кордон з метою подальшого оброблення, після чого вони повертаються до країни — власника товару), ремонт товарів (вартість ремонту пересувного устаткування), придбання товарів в портах транспортними організаціями (паливо, продовольство, матеріальні запаси, допоміжні матеріали).

2. Послуги, які надають резиденти нерезидентам та навпаки, включають:

- транспортні послуги (вантажні та пасажирські перевезення всіма видами транспорту, супутні послуги, допоміжні послуги, до яких відносяться оренда транспортних засобів разом з екіпажем, складування, навантажування, розвантажування, технічне обслуговування транспортних засобів, лоцманські послуги, комісійні виплати, агентські послуги, пов'язані з пасажирськими і вантажними перевезеннями);

- поїздки (вартість усіх видів товарів та послуг, придбаних приїжджими: платежі за туристичні путівки, за проживання в готелі, придбання товарів особистого користування, приватні перекази з-за кордону на користь нерезидентів, готівкова валюта, продана на відрядження та ін.);

- послуги зв'язку (телекомунікаційні, телефонні, радіомовлення, електронна пошта, супутниковий, телекстний, телевізійний зв'язок, поштові послуги);

- будівельні послуги (будівництво об'єктів, монтаж устаткування, ремонт будівель і споруд);

- страхові послуги (види страхування, котрі здійснюються резидентами для нерезидентів);

- фінансові послуги (послуги фінансових посередників, отримання або виплати комісійних за операції з акредитивами, банківськими акце-

птами, цінними паперами, за управління активами, фінансовий лізинг, обслуговування кореспондентських рахунків тощо);

- інші послуги (комп'ютерні, інформаційні, роялті та ліцензійні послуги, послуги приватним особам, послуги в сфері культури і відпочинку, урядові послуги, тобто зовнішньоторговельні операції посольств, консульств, військових представництв, а також різноманітні види ділових, професійних, технічних і пов'язаних з науково-дослідницькою діяльністю послуг).

3. Доходи — це група статей, яка включає платежі між резидентами і нерезидентами, пов'язані з оплатою праці нерезидентів, і операції, пов'язані із доходами від інвестицій.

Оплата праці включає заробітну плату та інші виплати, отримані працівниками і службовцями за межами країни, резидентами яких вони є, за роботи, що виконані ними для резидентів інших країн.

Доходи від інвестицій поділяються на:

- доходи від прямих інвестицій: від своєї участі в капіталі компанії (дивіденди, розподілений і нерозподілений прибуток зарубіжних відділень, реінвестований прибуток); відсотки по боргових зобов'язаннях (відсотки, сплачувані прямому інвестору підприємством прямого інвестування і навпаки);

- доходи від портфельних інвестицій: рух коштів між резидентами і нерезидентами в результаті купівлі і продажу акцій, облігацій, довгострокових цінних паперів, державних векселів та інших інструментів фінансового ринку;

- доходи від інших інвестицій: відсотки (надходження і виплата) по іншим фінансовим вимогам і зобов'язанням (відсотки по депозитам, позикам від МВФ).

4. Поточні трансферти. Ця стаття відображає операції міждержавного передання матеріальних ресурсів, коли в обмін країна не отримує ніякого вартісного еквівалента. Залежно від напрямку трансферти відображаються лише за кредитом або дебетом.

До поточних трансфертів відносяться: грошові трансферти урядам на фінансування витрат, гуманітарна допомога, регулярні внески міжнародним організаціям, оплата урядом або міжнародними організаціями витрат на надання технічної допомоги.

7.2.2. Статті рахунка операцій з капіталом і фінансових операцій

Рахунок операцій з капіталом і фінансових операцій фіксує рух капіталу, за допомогою якого фінансується експорт та імпорту товарів і послуг. Він поділяється на рахунок операцій з капіталом і фінансовий рахунок.

Рахунок операцій з капіталом відображає капітальні трансферти і придбання / продаж невироблених нефінансових активів.

Капітальні трансферти — це трансферти, які передбачають передавання права власності на основний капітал або анулювання боргу кредитором. До них відносяться інвестиційні трансферти (кошти, що передаються однією країною іншій з метою оплати купівлі основного капіталу: будинків, споруд, аеродромів, аеропортів, мережі зв'язку, лікарень тощо); трансферти, що пов'язані з міграцією (перекази мігрантів, вартісна оцінка майна мігрантів, яке перевозиться з країни в країну), анулювання боргу кредитором (списання всієї або частини суми боргу банком а також іншою державою або приватною структурою); приватні пожертвування на інвестиційні цілі (наприклад, переказ спадку, заповіданого на фінансування будівництва лікарень).

Стаття «Придбання/продаж невироблених нефінансових активів» охоплює операції з активами, котрі не є результатом виробництва (земля, її надра), а також нематеріальні, невідчутні активи (придбання патентів, торговельних знаків, авторських прав).

Обсяги операцій, що відображаються за цим рахунком, як правило, незначні.

У **фінансовому рахунку** відображаються всі операції, в результаті яких відбувається перехід прав власності на зовнішні фінансові активи та вимоги країни, тобто виникнення та погашення фінансових зобов'язань між резидентами та нерезидентами.

Фінансовий рахунок поділяється на дві класифікаційні групи, що охоплюють операції з фінансовими активами (активи) та операції з фінансовими зобов'язаннями (пасиви). Обидві групи, у свою чергу, поділяються на три функціональні категорії: прямі, портфельні та інші інвестиції. До складу активів відноситься також така категорія, як резервні активи.

Облік прямих інвестицій здійснюється залежно від їх спрямованості: окремо показують інвестиції резидентів за кордон (відплив капіталу) і інвестиції нерезидентів у внутрішню економіку (приплив капіталу).

Прямі інвестиції поділяють на акціонерний капітал (придбання нових акцій дочірніх і асоційованих підприємств), реінвестовані доходи (зворотні вкладення частини нерозподіленого у формі дивідендів доходу) та інші інвестиції (як правило, внутрішньофірмове кредитування материнською компанією своїх дочірніх і асоційованих компаній).

Таким чином, капітал у формі прямих інвестицій — це: 1) капітал, вкладений прямим інвестором в іноземне підприємство прямого інвестування й 2) капітал, отриманий прямим інвестором від участі в такому підприємстві.

Портфельні інвестиції поділяться на дві групи: операції з іноземними цінними паперами (операції з фінансовими активами) і вітчизняними цінними паперами (операції з фінансовими зобов'язаннями).

Залежно від виду фінансового інструмента операції з портфельними інвестиціями поділяються на:

1) операції із цінними паперами, які підтверджують участь у капіталі (операції з акціями, сертифікатами участі, АДР);

2) операції з борговими цінними паперами, які підтверджують право кредитора на стягнення боргу з кредитора: а) з облігаціями й іншими довгостроковими або безстроковими борговими зобов'язання, б) з інструментами грошового ринку, тобто казначейськими зобов'язаннями, векселями, банківськими акцептами, короткостроковими депозитними сертифікатами; в) з фінансовими деривативами (опціонами, ф'ючерсами, свопами).

До категорії «Інші інвестиції» входять торгові та банківські кредити, позики, включаючи кредити та позики МВФ та міжнародних фінансових організацій, угоди про фінансовий лізинг, готівкова валюта та депозити, а також інші короткострокові активи/пасиви.

При розгляді рахунків руху капіталу потрібно звернути увагу на те, що звичайно надання кредитів за кордон називають «експортом капіталу», а іноземні позики — «імпортом капіталу». Однак кредитування іноземців є імпортною операцією, оскільки інвестиції в інші країни (відплив капіталу) означають витрачання валюти, зменшення резервів, а відтак відображаються на стороні дебету. Отримання кредиту (приплив капіталу) є експортною операцією, оскільки іноземні інвестиції збільшують запаси (резерви) іноземної валюти, і тому відображаються на стороні кредиту. Відтак, якщо експорт товарів збільшує, а імпорт зменшує запаси (резерви) іноземної валюти, то відплив (вивіз) капіталів, тобто інвестиції в інші країни, означають витрачання, зменшення резервів іноземної валюти, а приплив (ввезення) капіталів, тобто інвестиції з інших країн, збільшує запаси іноземної валюти.

Найважливішою частиною фінансового рахунку є *резервні активи*, які включають зовнішні активи країни, що знаходяться під контролем органів грошово-кредитного регулювання та в будь-який час можуть бути використані для прямого фінансування дефіциту платіжного балансу або для здійснення інтервенцій на валютному ринку з метою підтримки курсу національної валюти.

Резервні активи включають:

- монетарне золото, котре знаходиться в розпорядженні центрального банку або уряду країни і може бути реалізоване на світових ринках золота або міжнародним організаціям за іноземну валюту;

- спеціальні права запозичення (СДР) — резервний актив, що випускається МВФ, котрий розподіляється між країнами-членами відповід-

но до їхніх квот. Він використовується для придбання іноземної валюти, надання кредитів і здійснення платежів;

- резервну позицію в МВФ, тобто суму резервної частки країни в капіталі МВФ (складає 25% квоти країни в капіталі фонду);

- валютні активи, які складаються з іноземної валюти, банківських депозитів, урядових цінних паперів, акцій підприємств, фінансових деривативів. Валютні активи в структурі резервних активів мають найбільшу питому вагу;

- інші вимоги, котрі включають решту вимог в іноземній валюті.

Валютні резерви визначають масштаби платоспроможності даної країни.

Оскільки платіжний баланс є фінансовим звітом подвійного запису, то дебет усіх структурних частин балансу повинен точно відповідати кредиту. Однак на практиці через неправильний запис або відсутність записів деяких угод така відповідність трапляється рідко. Для досягнення рівноваги й збереження системи подвійного запису введена стаття *«помилки й пропуски»*. Ця стаття є балансуючою і являє собою різницю між сумою по всіх кредитових записах і сумою по всіх дебетових записах, які відображають тимчасові й вартісні розбіжності.

7.3. Балансування статей платіжного балансу

Принцип складання платіжного балансу, коли дебет дорівнює кредиту, часто не задовольняє економістів, і для розробки конкретних заходів потрібно сальдо по агрегированим групам операцій усередині загального балансу. Тому платіжний баланс складається не тільки в нейтральному вигляді (відповідно зі стандартними компонентами), а й в аналітичному вигляді. Основним показником, який використовується для аналізу платіжного балансу, є сальдо платіжного балансу.

За визначенням, платіжний баланс завжди перебуває в рівновазі. Однак при аналізі платіжного балансу використовуються такі поняття, як *«активний (профіцитний)»* або *«пасивний (дефіцитний)»* платіжний баланс. Міжнародним валютним фондом запропоновано метод визначення дефіцитного або активного платіжного балансу на основі розподілу його статей на автономні (основні або *«статті над рисою»*) і балансуючі (компенсаційні або *«статті під рисою»*). Таким чином, платіжний баланс поділяється на баланс автономних (основних) операцій і баланс балансуючих операцій. До автономних відносяться всі приватні й ті державні трансакції, які здійснюються без огляду на стан платіжного балансу, тобто здійснення яких не має за мету вплинути на нього. Під

балансуючими операціями розуміються дії державних органів, насамперед центрального банку, зумовлені станом платіжного балансу, тобто спрямовані на фінансування здійснених раніше автономних трансакцій. Таким чином, в основі такого розподілу трансакцій лежить критерій їхньої мотивації. Сальдо автономних статей називають «сальдо платіжного балансу», а залежно від того, позитивна ця величина або негативна, платіжний баланс визначають як активний або пасивний. Щоб покрити сальдо платіжного балансу використовують балансуючі статті. Отже, поняття сальдо платіжного балансу відноситься не до всього платіжного балансу, а до його складових тобто до балансового підсумку певного набору трансакцій.

Виділяють такі аналітичні угруповання статей платіжного балансу, результатом яких є відповідне сальдо:

- торговельний баланс;
- баланс торгівлі послугами;
- баланс поточних операцій;
- базовий баланс;
- загальний баланс або баланс офіційних розрахунків.

Торговельний баланс являє собою різницю між платежами з експорту й імпорту товарів. Якщо експорт перевищує імпорт, то створюється «позитивне сальдо» торговельного балансу. Якщо імпорт перевищує експорт, то виникає зовнішньоторговельний дефіцит або «від'ємне сальдо» торговельного балансу. У найбільш загальному вигляді актив і пасив торговельного балансу пов'язані з підвищенням або зниженням попиту на товари даної країни на світовому ринку тобто з економічною кон'юнктурою світового ринку. Перевищення експорту над імпортом показує, що збільшується світовий попит на товари даної країни, а покупки усередині країни віддають перевагу національним товарам, що свідчить про гарний стан її економіки. Навпаки, дефіцит (від'ємне сальдо) свідчить про недостатню конкурентоспроможність товарів даної країни на світовому ринку й перевазі усередині країни імпорту. Однак на торговельний баланс можуть впливати й інші фактори, наприклад, сприятливий інвестиційний клімат, який може викликати приплив інвестицій у країну, а разом з тим і збільшення закупівель устаткування за кордоном, що може привести до дефіциту торговельного балансу. У цьому випадку дефіцит торговельного балансу супроводжується економічним зростанням. Дефіцит торговельного балансу може, наприклад, покриватися надходженнями від продажу ліцензій, від туризму, переказів іноземних робітників.

Баланс торгівлі послугами — це рух послуг і некомерційних платежів, що класифікуються як «невидимий» експорт і імпорт, зіставлення яких і утворюють баланс «невидимих» операцій.

Баланс по поточних операціях є найбільш інформативним. Він відображає всі потоки активів, які пов'язані з рухом товарів, послуг, доходів від інвестицій, поточних трансфертів, і забезпечує зв'язок між міжнародними угодами країни і її національним доходом. Позитивне сальдо за поточними операціями означає, що країна є нетто-інвестором стосовно інших країн, а від'ємне сальдо свідчить про те, що країна стає нетто-боржником, тому що повинна розплачуватися за чистий імпорт товарів.

Баланс поточних операцій і баланс операцій з капіталом і фінансовими інструментами, за винятком короткострокового капіталу й резервних активів, становлять *базовий баланс*. Сальдо базового балансу визначається як сума сальдо операцій цих двох балансів. Сальдо може бути як від'ємним, так і позитивним. Від'ємне сальдо часто приводить до знецінювання національної валюти й зменшенню резервних активів. Усі угоди балансу поточних операцій і балансу операцій з довгостроковим капіталом є автономними (основними) і відображаються у відповідних основних статтях. Базовий баланс відображає найбільш істотні характеристики економічної території: рівень міжнародної конкурентоспроможності, інвестиційний клімат, переваги споживачів, продуктивність праці, рівень її оплати й т.п.

Операції з резервними активами є балансуючими й становлять *баланс офіційних розрахунків*.

Баланс по поточних операціях і руху капіталу (загальний баланс) урівноважується підсумковою сумою офіційних резервів, тобто балансується за рахунок резервних активів (компенсаційних статей). Отже, якщо платежі країни (дебетні операції) не покриваються надходженнями іноземної валюти (кредитні операції), то від'ємне сальдо показує дефіцит платіжного балансу країни. Цей дефіцит повинен бути компенсований рівним кредитовим сальдо в балансі офіційних резервів. Сума покриття дефіциту за рахунок резервів показує скорочення валютних запасів країни. Позитивне сальдо платіжного балансу (загальний кредит перевищує загальний дебет) повинне компенсуватися рівним дебетовим сальдо балансу офіційних резервів.



ГЛАВА 8 ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ

8.1. Концепція економічної рівноваги платіжного балансу

Платіжний баланс перебуває в стані рівноваги, коли національна економіка добре пристосована до світової економіки. Під рівновагою розуміється стійкий зв'язок між такими економічними показниками як попит, пропозиція, ціна окремого товару. Платіжний баланс хоча і є бухгалтерським балансом, однак не завжди перебуває в стані рівноваги. При порушенні рівноваги платіжного балансу рівень цін, доходу, валютні курси й інші макроекономічні показники країни змінюються, щоб відновити стійкий зв'язок з іншим миром. Таким чином, концепція рівноваги платіжного балансу є концепцією вирівнювання ринку.

На платіжний баланс впливають різні внутрішні й зовнішні фактори, дія яких має не однакову тривалість у часі. Розрізняють довго-, середньо- і короткострокову рівновагу платіжного балансу [13, с.57].

Довгострокова рівновага забезпечується відсутністю сальдо з торгівлі товарами й послугами протягом тривалого періоду часу. Активний баланс поточних операцій свідчить про те, що країна заробляє на зовнішніх ринках більше, ніж витрачає. А пасивний баланс показує, що дана країна витрачає більше, ніж заробляє на зовнішніх ринках. Для досягнення рівноваги, результат за поточними операціями повинен бути профінансований певним чином рухом капіталу: для фінансування дефіциту використовуються чисті кредити від нерезидентів, а надлишок спрямовується на кредитування нерезидентів. Сальдо балансу поточних операцій свідчить про міжнародну фінансову позицію країни-боржника або кредитора. Країна із тривалим дефіцитом поточного рахунку є нетто-боржником, а країна, що має протягом тривалого періоду часу активні поточні баланси, — нетто-кредитором. Таким чином, наявність сальдо є показником нерівноваги балансу за поточними операціями.

Середньострокова рівновага платіжного балансу забезпечується відсутністю сумарного сальдо по балансу поточних операцій і балансу довгострокового капіталу, тобто відсутністю сальдо по базисному балансу протягом трьох- п'яти років. Ця рівновага підтримується через механізм довгострокового кредитування. Порушення середньострокової рівноваги визначається станом базисного балансу, сальдо якого показує, у якому ступені воно фінансується довгостроковим капіталом. Вважається, що базисний баланс несприйнятливий до факторів короткострокової дії, до таких, наприклад, як коливання валютних курсів і

відсоткових ставок, і більше піддається впливу немонетарних економічних факторів (довгостроковим змінам у розподілі ресурсів по галузях виробництва й цін на них, продуктивності праці, смаків і переваг споживачів і т.п.). Кредитове або дебетове сальдо свідчать про порушення середньострокової рівноваги, що зумовлює необхідність відповідного корегування економічних зв'язків даної країни зі світовим господарством.

Короткострокова рівновага платіжного балансу спостерігається при відсутності сальдо балансу офіційних розрахунків. Це має місце в тому випадку, коли державні грошово-кредитні установи не використовують офіційні резервні активи.

Рівновага платіжного балансу порушується через незбалансованість міжнародних розрахунків за таких причин:

- сезонний або випадковий дисбаланс. Сезонний дисбаланс виникає в результаті сезонних коливань виробництва й споживання, які не збігаються в часі. Сезонні відхилення не носять довгостроковий характер, і дефіцит в одному періоді компенсується надлишком в іншому. Випадковий дисбаланс викликається непередбаченими причинами неекономічного характеру. Наприклад, повінь або землетрус можуть викликати збільшення імпорту, а несприятливі погодні умови — скорочення експорту сільськогосподарської продукції;

- циклічний дисбаланс, в основі якого лежить циклічний характер економічної кон'юнктури. В результаті цього відбуваються періодичні зміни в співвідношенні попиту та пропозиції на світових ринках;

- структурний дисбаланс, основою якого є розрив між змінами в попиті на експортні й імпортні товари, а також недостатньо швидке пристосовування національної економіки до нових умов;

- дисбаланс у результаті дестабілізуючих валютних спекуляцій і відтоку капіталу. По своїй природі це різні явища, але відбуваються, як правило, одночасно;

- дисбаланс із інших причин. Наприклад, дисбаланс може виникнути через нереальний валютний курс або технологічні й інші зміни в міру переходу економіки з однієї стадії розвитку на іншу.

Головними економічними факторами, що впливають на платіжний баланс країни, є: темп інфляції, реальний рівень росту ВВП, відсоткові ставки, валютний курс «спот» [30, с. 71].

Порівняльне підвищення рівня цін в країні позначається на конкурентоспроможності її товарів і послуг. Товари і послуги, які виробляються всередині країни, виявляються дорогими для покупців зарубіжжя. Внаслідок цього відбувається скорочення експорту. Водночас збільшується імпорт через підвищення рівня цін на вітчизняні товари. Це означає зменшення припливу і збільшення відпливу валюти.

Високі темпи ВВП також призводять до збільшення імпорту товарів і послуг. Це пояснюється тим, що високі темпи зростання ВВП означають підвищення рівня доходів всередині країни, частина яких витрачається на імпорт.

Рівні відсоткових ставок впливають на рух капіталу. Підвищення відсоткових ставок може потягти за собою приплив капіталів, зниження — відплив.

В умовах плаваючих валютних курсів високий поточний курс спот іноземної валюти перешкоджає проведенню імпортних операцій і сприяє проведенню експортних. Низький валютний курс сприяє імпорту і перешкоджає експорту.

Наслідки диспропорцій платіжного балансу можуть бути як негативними, так і позитивними.

При пасивному платіжному балансі до негативних наслідків відносяться: загальна заборгованість, відсутність необхідного страхового запасу іноземної валюти, загальне зниження рівня добробуту. Позитивними наслідками є: можливість активно розвиватися за рахунок залучення іноземних інвестицій, компенсування торговельного дефіциту шляхом залучення довгострокового капіталу. Вирішуються альтернативні завдання: забезпечення економічного зростання, збільшення рівня зайнятості, боротьба з інфляцією.

При активному платіжному балансі негативним наслідком є знецінення фінансових коштів, які накопичуються, внаслідок чого виникає необхідність розробки програми витрачання надлишку коштів. Ця програма може включати стимулювання придбання іноземної власності, розвиток іноземного туризму, ревальвацію національної валюти тощо. Позитивним наслідком є накопичення грошових зобов'язань в іноземній валюті, що дає змогу екстрено стабілізувати стан країни у випадку стихійних лих, тимчасових неврожаїв, спадів виробництва.

8.2. Сутність державного регулювання платіжного балансу

Платіжний баланс країни не може постійно перебувати в стані нерівноваги й тому є об'єктом державного регулювання. Матеріальною основою цього регулювання вважаються офіційні золотовалютні резерви, державний бюджет, участь країни у світогосподарській діяльності як експортера капіталів, кредитора, позичальника, гаранта, а також регламентування ЗЕД за допомогою законодавчих і нормативних актів.

Державне регулювання платіжного балансу передбачає проведення сукупності валютних, фінансових, грошово-кредитних заходів, які

спрямовані на формування основних статей платіжного балансу та покриття його сальдо.

Ці заходи мають за мету стимулювання експорту, зменшення імпорту, залучення капіталів у країну й обмеження відтоку капіталів [13, с. 60]. До них відносяться:

— проведення дефляційної політики, метою якої є скорочення внутрішнього попиту шляхом обмеження бюджетних витрат, в основному на цивільні потреби, заморожування цін і заробітної плати. Важливими інструментами цієї політики вважаються зменшення бюджетного дефіциту, зміна облікової ставки центрального банку, кредитні обмеження, встановлення меж зростання грошової маси;

— девальвація національної валюти, роль якої в регулюванні платіжного балансу залежить від конкретних умов її проведення та загальноекономічної й фінансової політики;

— запровадження валютного контролю й обмежень на валютні операції. Блокування валютного виторгу, ліцензування продажі іноземної валюти імпортерам, зосередження валютних операцій в уповноважених банках спрямовані на усунення дефіциту платіжного балансу шляхом обмеження експорту капіталу і стимулювання його притоку, стримування імпорту товарів;

— фінансова й грошово-кредитна політика. Використання бюджетних експортних субсидій експортерам, підвищення імпортних мит, скасування податку з відсотків, виплачуваних іноземним власникам цінних паперів для припливу капіталу в країну й т.п. сприяє зменшенню дефіциту платіжного балансу.

Для усунення надмірно активного сальдо платіжного балансу уряд використовує різні фінансові, кредитні, валютні, у тому числі ревальвацію валют, заходи, що сприяють зростанню імпорту й зниженню експорту товарів і послуг, збільшенню експорту й обмеженню імпорту капіталів.

На досягнення рівноваги платіжного балансу впливає режим валютного курсу. Якщо запроваджується фіксований валютний курс, то відновлення рівноваги відбувається безпосередньо за статтями платіжного балансу. За плаваючого валютного курсу рівновага відновлюється на валютному ринку, а валютний курс змінюється доти, доки не вирівнюється попит і пропозиція іноземної валюти в межах поточних і довгострокових капітальних трансфертів.

У країні може виникнути ситуація, коли уряд не в змозі врегулювати платіжний баланс, що приводить до прострочення платежів, перериває фінансування. Виникає, так звана, криза платіжного балансу. В цьому випадку країна може вдатися до *виняткового фінансування*, під яким розуміються операції, що проводяться країною, яка зазнає труднощі з фінансуванням дефіциту платіжного балансу, за узгодженням і

підтримці її закордонних партнерів з метою зниження від'ємного сальдо до рівня, який може бути профінансований традиційними засобами (використання резервних активів тощо). Іншими словами, до виняткового фінансування відносяться фінансові домовленості, які укладаються офіційними органами країни з метою врегулювання проблем платіжного балансу. Основними операціями з виняткового фінансування є:

- трансферти. Наприклад, часткове або повне анулювання боргово-го зобов'язання відповідно з угодою, яка укладається між кредитором і позичальником; інші міжурядові трансферти, у тому числі трансферти від міжнародних організацій (гранти у грошовій формі);

- обмін боргу на інструменти участі в капіталі, наприклад, на акції компаній країни-боржника;

- запозичення для врегулювання платіжного балансу (в тому числі за допомогою випуску облігацій), які здійснюються органами державного управління або центральним банком;

- переоформлення боргу, що передбачає зміну умов діючого боргового договору або укладання нового договору з продовженням платежів з обслуговування боргу;

- прострочення платежів по заборгованості: країни, за згодою кредитора чи без неї, не платять належні суми по зовнішнім зобов'язанням.

8.3. Міжнародна інвестиційна позиція країни

Платіжний баланс показує тільки потоки реальних і фінансових ресурсів між резидентами й нерезидентами протягом певного періоду (кварталу, року), тобто відображає зміни, що відбуваються тільки в результаті економічних операцій. Ці потоки накопичуються й утворюють запаси, які реєструються в так званому балансі міжнародної заборгованості. Баланс міжнародної заборгованості — це *міжнародна інвестиційна позиція країни*, яка характеризує загальну вартість і структуру зовнішніх фінансових активів і пасивів країни наростаючим підсумком на кінець року. Отже, згідно з визначенням МВФ, міжнародна інвестиційна позиція — це статистичний звіт, який показує вартість і склад фінансових активів резидентів країни, що є вимогами до нерезидентів, і зобов'язання резидентів країни перед нерезидентами на певний момент часу [25, 36].

Структура показників міжнародної інвестиційної позиції відповідає структурі фінансового рахунку платіжного балансу. Для класифікації статей міжнародної інвестиційної позиції можуть використовуватися:

- функціональне призначення або вид інвестицій: прямі інвестиції, портфельні інвестиції, фінансові деривативи та інші інвестиції, резервні активи;

- тип фінансового інструмента: різні види акцій, боргові інструменти та інші фінансові активи й зобов'язання;
- інституціональний сектор внутрішньої економіки;
- строк погашення боргового зобов'язання: короткострокові або довгострокові, з первісним або іншим строком погашення;
- валюта: національна, іноземна, СДР;
- структура відсоткової ставки боргових інструментів: плаваюча або фіксована.

Слід мати на увазі, що інституціональний сектор, строк погашення й валюта використовуються для аналізу фінансової стійкості й уразливості.

Зміни в інвестиційній позиції порівняно з попереднім періодом можуть бути викликані економічними операціями з активами й зобов'язаннями, переоцінкою активів і зобов'язань у результаті зміни обмінних курсів, цін і т.п., а також у результаті інших дій (наприклад, безоплатних передач фінансових ресурсів). Розрахунки міжнародної інвестиційної позиції використовуються для прогнозування майбутнього потоку платежів з іноземних інвестицій країни.

Співвідношення між міжнародними фінансовими ресурсами, які має країна, і її заборгованістю перед іншими країнами (тобто зіставлення активів і пасивів країни) утворюють **чисту міжнародну інвестиційну позицію**. Чиста інвестиційна позиція еквівалентна частці національного багатства, наданого або взятого в борг у зовнішнього світу (нерезидентів). Вона визначає залежність економіки країни від зовнішнього світу й показує співвідношення між іноземними активами, які має країна, і заборгованістю перед іншими країнами. Перевищення зобов'язань над активами вказує на те, що країна, яка складає міжнародну інвестиційну позицію, є «чистим боржником» перед зовнішнім світом. Перевищення зовнішніх активів над зобов'язаннями перед зовнішнім світом вказує на «чистого кредитора». На основі чистої інвестиційної позиції визначають рівень чистого інвестиційного доходу країни на її іноземні активи й пасиви.

Звичайно міжнародна інвестиційна позиція для забезпечення міжнародної порівнянності розраховується в доларах США.



Розділ 4



МІЖНАРОДНІ ФІНАНСОВІ РИНКИ

ГЛАВА 9 МІЖНАРОДНИЙ ВАЛЮТНИЙ РИНОК

9.1. Сутність міжнародного валютного ринку

Міжнародний валютний ринок є найбільшим фінансовим ринком світу і займає важливе місце у забезпеченні взаємодії між складовими світового фінансового ринку.

Валютний ринок — це система валютних та організаційних відносин, пов'язаних з конверсійними операціями, міжнародними розрахунками, наданням у позичку іноземної валюти на певних умовах.

Особливість цього ринку полягає в тому, що він:

- нематеріальний;
- не має конкретного місцезнаходження, єдиного центру;
- механізм його функціонування — обмін валюти однієї країни на валюту іншої країни;
 - існує цілковита свобода моментального відкриття чи закриття будь-якої позиції, можливість торгувати 24 години на добу в режимі on line;
 - є міжбанківським ринком;
 - має гнучку систему організації торгівлі та гнучку стратегію оплати за укладення угоди;
 - є одним з найліквідніших ринків завдяки можливості роботи на ньому з різними валютами;
 - завдяки процесу телекомунікації й інформатики є глобальним.

Валютний ринок виконує такі функції як забезпечення здійснення міжнародних розрахунків; страхування валютних ризиків; забезпечення кредитування в іноземній валюті; диверсифікація валютних резервів банків, держав; отримання спекулятивного прибутку учасниками ринку; вплив на державне регулювання національної економіки та узгодження валютної політики на рівні світового господарства [21, с.126].

Учасниками міжнародного валютного ринку виступають комерційні банки, корпорації, які займаються міжнародною торгівлею, небанківські фінансові установи (фірми з управління активами, страхові компанії), центральні банки. Однак центральною ланкою міжнародного валютного ринку є комерційні банки, оскільки більшість операцій з валютами передбачає обмін банківськими депозитами, деномінованими в різних валютах.

Основним товаром цього ринку є іноземна валюта в різних формах: валютні депозити, будь-які фінансові вимоги, позначені в іноземній валюті. Переважають на валютному ринку операції з валютними депозитами до запитання.

Депозити до запитання — це кошти, котрі використовуються в торгівлі валютою між банками, що працюють на валютному ринку. Банківські дилери тримають безстрокові вклади в іноземній валюті в банках-кореспондентах, розташованих у країнах, де дана іноземна валюта є національною. Банк в якій-небудь країні може продавати іноземну валюту, віддаючи розпорядження іноземним співробітникам перевести депозит до запитання покупцеві. Аналогічним чином здійснюється купівля валюти. В цьому випадку продавець переводить її в банк, що знаходиться за кордоном, на рахунок покупця. Валютна операція відбувається таким чином. Наприклад, американська фірма повинна заплатити за поставки товару німецькій фірмі 200 тис. євро. Фірма доручає своєму банку продебетувати свій доларовий рахунок і заплатити цю суму, перевівши її на рахунок постачальника в німецький банк. Американський банк переводить з рахунку американської фірми на дебет німецького банку долари за готівковим валютним курсом в обмін на депозит у євро, котрі будуть використані для сплати німецькому постачальнику.

Міжнародний валютний ринок складається з багатьох національних валютних ринків. Операції на ньому здійснюються за трьома рівнями:

1-й рівень: роздрібна торгівля. Операції на одному національному ринку, коли банк-дилер безпосередньо взаємодіє з клієнтами.

2-й рівень: оптова міжбанківська торгівля. Операції на одному національному ринку, коли взаємодіють два банки-дилери через посередництво валютного брокера.

3-й рівень: міжнародна торгівля. Операції між двома і більше національними ринками, коли банки-дилери різних країн взаємодіють один з одним. Такі операції часто включають арбітражні операції на двох або трьох ринках.

Залежно від рівня організації валютного ринку розрізняють біржовий (організований) та позабіржовий (неорганізований) валютні ринки. *Біржовий ринок* представляють валютні біржі, а *позабіржовий* (міжбанківський) — банки, фінансові установи, підприємства та організації.

Функції біржового ринку полягають у визначенні попиту та пропозиції валюти, встановленні валютних курсів, прогнозуванні їх динаміки, визначенні довідкових курсів валют, а також у формуванні певної стратегії та тактики центрального банку країни відносно фінансово-кредитної політики та системи валютного регулювання. На валютних біржах укладаються як угоди поточного характеру, так і термінові угоди. За обсягом біржовий ринок невеликий, оскільки функціонує в основному як національний валютний ринок (укладається приблизно 10% всіх угод з валютою).

Діяльність міжбанківського ринку безпосередньо пов'язана із здійсненням валютних операцій. На ньому встановлюються міжбанківські валютні курси, тобто курси, котрі банки запитують один у одного. Міжбанківські «оптові» курси нижчі від «роздрібних» курсів для клієнтів. Різниця складає дохід банку за надану послугу. На міжбанківський ринок припадає близько 90% обороту іноземної валюти.

В операціях з іноземними валютами можуть брати участь будь-які дві валюти, однак більшість міжбанківських операцій є операціями обміну валюти на долар США, котрий вважається ключовою валютою. Важливу роль на міжнародному валютному ринку відіграють також євро, японська єна, швейцарський франк, англійський фунт стерлінгів. Попит на ці валюти існує щосекунди, на відміну від інших валют.

Міжнародний валютний ринок оперує надзвичайно великою грошовою масою. Обсяг його перевищує 700 трлн дол. за рік, а щоденний оборот становив у 2010 р. близько 4 трлн. дол., у 2011 р. — 5 трлн. дол., у 2020 р. прогнозується збільшення обсягу щоденних операцій до 10 трлн. дол., при цьому на азійський ринок припадає 20% усіх операцій, 40% — на європейський і 40% — на американський [14, с.246].

За характером операцій валютний ринок поділяється на ринки: спот, форвард, своп, ринок валютних ф'ючерсів та опціонів.

9.2. Угоди на міжнародному валютному ринку

На міжнародному валютному ринку укладається різні види угод за конверсійними операціями.

Конверсійні операції являють собою угоди, що укладаються на валютному ринку з купівлі-продажу визначеної суми валюти однієї країни на валюту іншої країни за погодженим курсом на певну дату. Метою конверсійних операцій є:

- обмін валют при міжнародній торгівлі, здійсненні туризму, міграції капіталу та робочої сили;

- спекулятивні операції (для одержання прибутку від зміни курсу валют);
- хеджування (захист від валютного ризику, потенційних збитків від зміни курсів валют), що поліпшує умови укладання міжнародних торговельних та інвестиційних угод. Таким чином хеджування є стимулюванням міжнародних потоків товару та капіталу.

До конверсійних операцій належать:

- операції з негайною поставкою валюти (поточні конверсійні операції), які поділяються на операції «тод» з датою валютування сьогодні (today), «том» з датою валютування завтра (tomorrow), «спот» з датою валютування через два робочі банківські дні (spot);
- термінові валютні конверсійні операції, які поділяються на форварди, свопи, ф'ючерси, опціони.

9.2.1. Валютні операції на умовах спот

Спотовий ринок — це ринок, на якому здійснюються операції поточного, негайного (або касового) обміну валютами між двома країнами. Дві сторони домовляються про обмін банківськими депозитами і здійснюють угоду на другий робочий день з дня її укладання за курсом, зафіксованими у момент укладання угоди. Нині, за бажанням клієнта, за допомогою електронних засобів конвертування валют відбувається в день укладення угоди.

Курси негайного обміну валют називаються поточними (спот) курсами. А самі операції утворюють ринок готівкової валюти.

Угода спот традиційно є базовою валютною операцією, а курс спот — базовим курсом, на основі якого розраховуються інші курси угод на валютному ринку — крос-курси, курси форвардних і ф'ючерсних угод.

Під час обміну іноземних валют використовуються дві ціни (курси) валют: курс покупця і курс продавця. При купівлі валюти у банку або у дилера потрібно заплатити за валюту вищу ціну, ніж та, за яку можна продати ту ж саму кількість валюти тому ж самому банку чи дилеру.

Банківські і дилерські *курси покупця* — це ті ціни, котрі банк, дилер готові заплатити за іноземну валюту. *Курси продавця* — це ціни, за якими банк, дилер готові продати іноземну валюту. Ці два курси котируються парами. Наприклад, якщо банк котирує долар як 5,437 — 5,598, то це означає, що він готовий купити долари за 5,437 грн за 1 долар і продати їх за 5,598 грн за 1 долар. Вища ціна завжди відноситься до ціни продавця, а нижча — до ціни покупця. Різниця між цими курсами називається *абсолютним спредом*. Він слугує для покриття витрат банку і для страхування валютного ризику. При нестабільності валют-

ного ринку або в період валютної кризи спред може збільшитися від 2 до 10 разів порівняно з «нормальним»спредом — 0,05–0,09% від котиrowаного курсу.

Можна розрахувати відносний спред як різницю між котиrowками продавця і покупця, обчислену по відношенню до ціни продавця, тобто у відсотках:

$$\frac{\text{Ціна продавця} - \text{ціна покупця}}{\text{ціна продавця}} \times 100 \%.$$

На розмір спреду впливають такі чинники: статус контрагента і характер відносин між контрагентами (розмір спреду більш вузький для постійних і надійних банків-контрагентів); ринкова кон'юнктура (розмір спреду, як правило, більший при швидкій зміні валютного курсу); котиrowана валюта та ліквідність ринку (розмір спреду більший при котиrowанні рідкісних валют або за угодами на менш ліквідному ринку); сума угоди (при угодах на великі суми використовується менший спред).

Валютні операції з негайною поставкою найбільш розповсюджені і складають приблизно 60% обсягу валютних угод міжбанківського ринку. Ці операції підлягають обов'язковому виконанню сторонами. Вони використовуються передусім для негайного отримання валюти для здійснення зовнішньоторговельних розрахунків.

За допомогою операції спот банки забезпечують необхідною іноземною валютою своїх клієнтів, переливання капіталів, а також здійснюють арбітражні і спекулятивні операції.

9.2.2. Валютні форвардні операції

Форвардний ринок — це ринок, на якому здійснюються термінові валютні операції з іноземною валютою. Термінові (форвардні) угоди — це контракти, за яких дві сторони домовляються про доставку домовленої кількості валюти через певний строк після укладення угоди за курсом, зафіксованим в момент її укладення. Форвардні угоди укладаються поза біржею і є обов'язковими для виконання на відміну від ф'ючерсів та опціонів.

Інтервал в часі між моментом укладення і виконання угоди може бути від 1–2 тижнів, від 1 до 12 місяців, до 5–7 років. Курс валют за терміновою угодою називається форвардним обмінним курсом. Він фіксується в момент укладення угоди.

Курс валют за терміновими угодами відрізняється від курсу спот. Різниця між курсами спот і форвард визначається як знижка (дисконт — *dis* або депорт — *D*) з курсу спот, якщо курс термінової угоди нижчий, або премія (*pr* або репорт — *R*), якщо він вищий від курсу спот. Премія означає, що валюта котируется дорожче за угодою на строк, ніж за готівковою операцією. Дисконт означає, що курс валюти за форвардною угодою нижчий, ніж за угодою спот.

Розмір форвардної премії /дисконта визначається за формулою:

$$FD = \frac{(FR - SR)}{SR} \times \frac{360}{t} \times 100, \quad (9.1)$$

де *FR* и *SR* — відповідно форвардний курс і курс спот;

t — строк (у днях) дії форвардного контракту.

Термінові угоди здійснюються для досягнення таких цілей:

- реальна продаж або купівля валюти;
- обмін валюти в комерційних цілях, завчасний продаж або купівля іноземної валюти, щоб застрахувати валютний ризик;
- страхування портфельних або прямих інвестицій від ризику, пов'язаного з пониженням курсу валюти;
- отримання спекулятивного прибутку за рахунок курсової різниці.

Спекулятивні операції можуть здійснюватись без наявності валюти.

Форвардний ринок вужчий, ніж ринок готівкових операцій (до 10% торгівлі валютними цінностями). В основному термінові угоди здійснюються з провідними валютами, великими корпораціями або банками зі стійким кредитним рейтингом.

При укладанні форвардних угод курсові очікування (підвищення або зниження курсу) не завжди виправдовуються. Відтак термінові контракти не завжди підходять або не завжди доступні всім видам бізнесу. Чимало видів бізнесу і більшість фізичних осіб шукають альтернативи форвардним контрактам. Однією з таких альтернатив є угода своп.

9.2.3. Валютні свопи

Валютний своп є комбінацією поточної (готівкової) і термінової операції, тобто поєднання угоди спот щодо продажу валюти (негайна поставки валюти) і одночасної форвардної угоди щодо купівлі цієї ж валюти на визначений термін. При операції своп готівкова угода здійснюється за курсом спот, який у терміновій угоді коригується з урахуванням премії або дисконту залежно від руху валютного курсу. Отже на ринку валютних свопів утворюється своп-курс — різниця між курсом спот і форвардним курсом. Операція своп може проводитися як з одним

контрагентом, коли обидві конверсійні операції здійснюються з тим самим банком, так із різними контрагентами. В останньому випадку укладаються двома контрагентами дві протилежні угоди з різними датами валютування на однакову суму.

Розглянемо приклад валютного свопу. Банк А 1 березня отримав платіж на суму 10 млн грн. Ця сума знадобиться банку через 6 місяців, і тому він вважає, що протягом цього терміну вигідно інвестувати цю суму в євро. Банк А вирішує здійснити валютний своп : продати 10 млн грн. за євро закордонному банку В з наступним викупом як частину угоди. Для нього це вигідніше, ніж 1 березня здійснити на валютному ринку дві самостійної угоди: продати гривні за євро на ринку спот і купити гривні за євро на форвардному ринку , щоб отримати їх через 6 місяців.

Операції своп зручні для банків, оскільки не створюють відкритої позиції (купівля покривається продажем); зменшують валютний ризик; здійснюють хеджування операцій форвард; можуть використовуватися для продовження (продлонгації) відкритої валютної позиції на майбутнє, тобто зберігати стан позиції на певний строк у майбутньому; їх укладання значно дешевше для маркер-тейкерів (банків, які здійснюють угоди спот), ніж укладення форвардних контрактів у разі продлонгації валютної позиції.

Операція «своп» використовується для:

- здійснення комерційних угод: банк одночасно продає іноземну валюту на умовах «спот» і купує її на строк;
- придбання банком необхідної валюти без валютного ризику;
- взаємного банківського кредитування в двох валютах.

Операція «своп»є, по суті, хеджуванням, тобто страхуванням валютного ризику шляхом створення зустрічних вимог і зобов'язань в іноземній валюті. Ринок валютних свопів складає приблизно 20% від усього обсягу валютної торгівлі.

9.2.4. Валютні ф'ючерси

Валютні ф'ючерси — це контракти, які засвідчують зобов'язання купити або продати валюту за стандартизованими вимогами в майбутньому за заздалегідь обумовленим курсом. У день виконання контракту поставляється певна кількість іноземної валюти. Ринок валютних ф'ючерсів є ринком похідних валютних інструментів, оскільки торгується не сама валюта, а валютні інструменти (зобов'язання). Укладання ф'ючерсних контрактів здійснюється на біржовому ринку. Сторона, яка зобов'язана виконати поставку валюти, називається продавцем ф'ю-

черсного контракту, а сторона, яка зобов'язана перерахувати грошові кошти проти поставки валюти, називається покупцем. Ф'ючерсні контракти підлягають обов'язковому виконанню.

Ф'ючерсні валютні операції є спеціальною формою спекулятивних угод і хеджування валютних ризиків великими банками. На угоди з валютними ф'ючерсами припадає близько 15% обсягу валютної торгівлі.

Валютні ф'ючерси по суті є форвардними контрактами, тобто передбачають майбутній обмін валютами. Однак строки, а головне, умови обміну відрізняються від умов форвардних контрактів, що дозволяє більш гнучко уникати валютних ризиків.

Відмінність полягає у такому:

- угоди укладаються лише на окремі валюти;
- валютні ф'ючерси ліквідні, їх можуть купити і продати більшість суб'єктів бізнесу на біржовому ринку;
- ф'ючерсні контракти можна перепродати на ф'ючерсному ринку в будь-який час до строку їх виконання;
- покупець валютного ф'ючерсу бере на себе зобов'язання купити, а продавець — продати валюту протягом певного строку за курсом, домовленим при укладенні контракту;
- ф'ючерсні контракти стандартизовані (наприклад, ф'ючерсний контракт на англійський фунт стерлінгів укладається на суму 62,5 тис фунтів, на канадський долар — 100 тис дол., на японську єну — 712,5 млн єн.) і їх виконання гарантоване за рахунок гарантійного внеску в розрахунково-кліринговий дім (розрахунково-клірингову плату). Це — депозит, котрий вноситься клієнтами готівкою;
- поставка валюти відбувається лише в конкретні дні;
- стандартна сума ф'ючерсного контракту менша, ніж сума форвардного контракту. У разі перевищення стандартної суми контракту покупець укладає угоду на купівлю декількох контрактів.

Ціна ф'ючерсних контрактів визначається попитом і пропозицією на них та на валюту, предмет контракту.

Ефективність ф'ючерсної угоди визначається спредом після кожного робочого сеансу на біржі. Продавець валютного ф'ючерсу виграє, якщо з настанням строку угоди він продає валюту дорожче курсу котирування на день її виконання, і несе збитки, якщо курс дня укладення угоди виявиться нижчим від курсу її виконання.

$$M = pK(C - C_T), \quad (9.2)$$

де M — спред (позитивний або негативний);

$p = 1$ при продажу; $p = -1$ при купівлі валюти;

K — кількість контрактів;

C — курс валюти на день укладення угоди;
 C_T — курс котирування валюти поточного робочого сеансу (на день виконання угоди).

По кожній відкритій операції, навіть якщо її учасник не вчинив операції на поточному робочому сеансі, нараховується спред.

$$M = p(C_n - C_T), \quad (9.3)$$

де C_n — курс котирування попереднього робочого сеансу.

9.2.5. Валютні опціони

Валютний опціон — це контракт, що засвідчує право його покупця, але не зобов'язує його купити або продати стандартну суму іноземної валюти на визначених умовах у майбутньому з фіксацією ціни на час укладання такого контракту або на час такого придбання за рішенням сторін контракту. Продавець опціону за грошову премію зобов'язується за необхідності забезпечити реалізацію цього права, будучи готовим продати або купити іноземну валюту за відповідною договірною ціною. Таким чином, якщо за ф'ючерсним контрактом обмін валюти є обов'язковим навіть у тому випадку, коли операція виявилась для покупця не вигідною, опціон передбачає право вибору: якщо операція вигідна — зробити обмін, якщо операція не вигідна — відмовитись від нього. Покупець опціону має більше прав і менше обов'язків, а продавець — більше обов'язків і менше прав.

Валютні опціонні контракти схожі на ф'ючерсні угоди. В них визначаються кількість валют, строк погашення і ціна виконання. Так само як ф'ючерси, опціони, котрими торгують на біржі, вимагають стандартизованої форми контрактів і гарантії їх виконання. Кількість валюти, з якою оперує кожний опціон, дорівнює половині тієї, котра встановлена для ф'ючерсних контрактів.

Існують два основних типи опціонів: опціони колл (опціони на купівлю) та опціони пут (опціон на продаж). Опціони колл дають своїм власникам право, але не зобов'язання купити стандартну кількість валюти за ціною, вказаною в контракті. Опціони пут забезпечують своїм власникам право, але не зобов'язання продати стандартну кількість валюти за ціною, вказаною в контракті.

Розрізняють опціони, які можуть бути виконані в будь-який момент до закінчення строку (американські опціони), та опціони, які можуть бути виконані лише за настання строку (європейські опціони).

Опціони як вид хеджування привабливіші, ніж форвардні і ф'ючерсні контракти, але вони мають високу ціну виконання — ціну, за

якою відбувається поставка стандартної кількості валюти. Покупець опціону повинен платити високу премію (надбавку) за них, котра фіксується в опціонному контракті.

Опціон принесе прибуток власнику в таких випадках:

- для опціону колл, коли ціна виконання опціону нижча від ціни стандартної кількості валюти за опціоном на ринку;
- для опціону пут, коли ціна виконання опціону вища від ціни стандартної кількості валюти за опціоном на ринку.

Опціони використовуються для хеджування валютного ризику та проведення спекулятивних операцій.

9.2.6. Спекулятивні валютні операції

Спекулянти валют впливають на стан валютного ринку цілеспрямовано, купуючи або продаючи валюту, щоб добитися зниження валютного курсу або його підвищення. Граючи на підвищення або зниження курсу валют, вони можуть отримати прибуток або зазнати збитків. Спекулятивні операції здійснюються на ринку спот і строковому ринку.

На *ринку спот*, якщо спекулянт грає на підвищення курсу валюти, він купує її і тримає на депозиті в банку з метою продати при підвищенні курсу валют. Прибуток спекулянта буде дорівнювати різниці між первісним низьким курсом спот, за яким він купував валюту, і більш високим теперішнім, за яким він продав валюту.

Якщо спекулянт грає на зниження курсу валюти, то він бере позику в іноземній валюті на певний строк, продає її за високим курсом (обмінює на національну валюту), а отримані кошти кладе на депозит у банку для отримання відсотків. Після закінчення строку позики, якщо курс спот іноземної валюти знизився, спекулянт купує іноземну валюту за низьким курсом для повернення позики. Прибуток спекулянта у цьому випадку дорівнює різниці між курсом спот при продажі і купівлі іноземної валюти.

Спекуляція на *форвардному валютному ринку* більш поширена і ґрунтується на припущенні про підвищення валютних курсів спот в майбутньому порівняно з форвардним курсом. Якщо спекулянт вважає, що курс спот іноземної валюти через 3 місяці підвищиться, то він здійснює такі операції: купує іноземну валюту на форвардному ринку з поставкою через 3 місяці; за умови, що його прогноз збувається, через 3 місяці отримує іноземну валюту за низькою ціною форвардного ринку і перепродує її за високим курсом ринку спот. Прибуток спекулянта — різниця між форвардним курсом і курсом спот, якщо його очікування не збуваються, то він несе збитки. Якщо спекулянт очікує, що майбутній курс спот іноземної валюти відносно теперішнього форвардного

курсу знизиться, то він проводить такі операції: продає іноземну валюту на форвардному ринку на строк; купує іноземну валюту на ринку спот за нижчим курсом спот і перепродує її на форвардному ринку за вищим курсом. Прибуток спекулянта також визначається як різниця між курсом спот і форвардним курсом. Щоб уникнути ризику помилки відносно майбутнього курсу спот, професійний спекулянт валютою складає тисячі форвардних валютних угод, і, якщо передбачення про загальний характер змін валютних курсів будуть правильні, його операції виявляться прибутковими.

Використовуються для спекуляції і *валютні опціони*. Спекулянт-покупець має можливість або використати опціон, або дозволити строкові по ньому сплинути. Він використовує опціон, коли це йому вигідно, тобто коли ціна виконання опціону буде вигідніша ринкової. При підвищенні валютного курсу спот спекулянт-власник опціону колл зможе отримувати дедалі більший і більший прибуток. При зниженні валютного курсу спот даної валюти власник опціону може його використати до закінчення його строку. В цьому випадку збитки обмежуються величиною втраченої премії. Спекулянт-власник опціону пут прагне продати валюту за ціною виконання опціону в той момент, коли вона буде вищою ринкової.

У спекулятивних операціях беруть участь банки, фірми, ТНК. Спекулятивні операції, спрямовані на зниження або підвищення курсу валют, часто досягають десятків мільярдів доларів протягом декількох днів і взагалі стимулюють розвиток валютного ринку. Валютна спекуляція значно посилилась в умовах плаваючих валютних курсів, оскільки їх коливання зросли.

Спекуляція на валютних курсах є однією з легальних форм валютного бізнесу, але вона часто негативно впливає на грошово-кредитну сферу та економіку в цілому. Спекуляція дестабілізує економіку, поперше, коли продаж іноземної валюти здійснюється за зниження обмінного курсу або за його низького рівня в очікуванні, що цей курс ще більше впаде; по-друге, коли спекулянти купують іноземну валюту при зростанні обмінного курсу або за його високого рівня в очікуванні його зростання в майбутньому. В результаті проведення дестабілізаційних спекулятивних операцій посилюються коливання валютних курсів.

В той же час спекулятивні операції можуть бути стабілізаційними, тобто коли вони послаблюють коливання валютних курсів у часі, що сприяє стабілізації валютного ринку. Це відбувається, коли спекулянти будуть: а) купувати іноземну валюту при зниженні внутрішньої ціни іноземної валюти або при її низькому рівні в очікуванні зростання і б) продавати валюту, коли обмінний курс зростає або знаходиться на високому рівні і незабаром очікується його зниження.

9.2.7. Арбітражні операції

На валютному ринку зі спекулятивною метою здійснюються також арбітражні операції, тобто операції купівлі-продажу валюти з метою отримання прибутку. Від спекулятивних операцій вони відрізняються тим, що завжди є стабілізаційними, оскільки сприяють короткостроковому вирівнюванню валютних курсів на різних валютних ринках, а спекулятивні операції здійснюється для отримання максимального прибутку, завдяки різниці курсів іноземної та національної валюти.

Основними різновидами арбітражу на валютному ринку є власне валютний та відсотковий арбітраж.

Валютний арбітраж (простий) — це операція купівлі валюти на одному ринку за низькою ціною з її одночасним продажем на іншому ринку за більш високою ціною та отримання прибутку на різниці валютних курсів. Валютний арбітраж буває також складним, у випадку використання декількох валют на різних валютних ринках.

На валютному ринку, де валюта має відносно низький курс, арбітражні операції збільшують попит на неї і курс валюти починає підвищуватися, а на ринку, де валюта має високий курс, такі операції збільшують її пропозицію і курс знижується.

Арбітражна операція, яку здійснює арбітражер, дає змогу отримати прибуток майже без ризику і не потребує інвестицій. Так, наприклад, банк А (арбітражер) надає клієнту послуги з купівлі-продажу валюти. Клієнт вважає, що ціна англійського фунта стерлінгів зростатиме відносно долара США. Він подає заявку до банку А на купівлю фунтів стерлінгів і вказує суму. Дилер банку зв'язується з банком-партнером В і отримує двостороннє котирування 1,4250/1,4255. Перед тим, як надати це котирування клієнту, він включає до нього свої комісійні і надає клієнту нове котирування: 1,4248/1,4257. Потім банк А купує фунти у банку В за курсом 1,4255, продає їх клієнтові за курсом 1,4257 і отримує прибуток на різниці курсу (1,4257 – 1,4255) без ризику. Ця операція здійснюється за рахунок коштів клієнта банку А, який для проведення цієї операції не інвестує кошти [15, с. 139]. Валютний арбітраж буває часовий та просторовий. При *просторовому арбітражі* арбітражер отримує прибуток завдяки різниці в цінах спот на ринках, розташованих в «різних просторах». При *часовому валютному арбітражі* прибуток отримується від різниці валютних курсів у часі (наприклад, валюта купується за курсом спот, розміщується на певний строк на депозиті і по закінченні цього терміну продається на цьому ж ринку за іншим курсом спот).

Відсотковий арбітраж пов'язаний з операціями на ринку капіталів, тобто з переміщенням ресурсів від однієї валюти до іншої для по-

ліпшення умов позики або умов кредитування, і базується на використанні банками різниці між відсотковими ставками на різних ринках.

В основі відсоткового арбітражу є прагнення економічних суб'єктів (інвесторів) вкласти наявну суму грошей у валюту, що приносить найбільший прибуток. Відсоткові ставки в різних країнах рідко співпадають за розміром. Діапазон їх на різних ринках світу досить широкий. Інвестори прагнуть перемістити кошти з ринку з низькою відсотковою ставкою на ринок з більш високою. Для цього вони здійснюють операцію відсоткового арбітражу. Якщо інвестори хочуть зберегти капітал і отримати прибуток, вони робитимуть покритий (забезпечений) арбітраж. *Покритий відсотковий арбітраж* передбачає обмін однієї валюти на іншу. Відбувається процес позичання грошових коштів в одній країні і конвертація їх у валюту іншої країни, в котрій ці кошти віддаються в кредит. Забезпечення означає, що ризик зворотної конвертації у валюту, в якій була надана позика, для оплати позики з настанням строку платежу, усувається придбанням цієї валюти на форвардному ринку. Одночасна купівля валюти на умовах спот та її форвардний продаж (тобто здійснення операції своп) зменшує або усуває операційний ризик. Оскільки своп має ціну, то ця ціна (витрати) повинна бути вирахована з різниці відсоткових ставок валют, з якими здійснюється арбітраж, щоб отримати чистий прибуток.

Отже, відсотковий арбітраж полягає в отриманні позики в одній валюті і наданні кредитів в іншій. Ризики від зміни валютних курсів можуть бути знижені шляхом укладання форвардних контрактів на обмін валюти на строк дії позики або депозиту.

Операція відсоткового арбітражу пов'язана з попитом і пропозицією як на спотові, так і на форвардні угоди, тому ця операція впливає на спотові і форвардні обмінні курси [27, с. 84-86].

Відсотковий арбітраж (наприклад, переміщення американського долара в країну В) включає три операції:

- 1) позика доларів і конвертування їх у валюту країни В;
- 2) надання кредиту в країні В;
- 3) укладання форвардного контракту на момент закінчення кредиту на зворотний обмін валюти країни В на долари.

На момент закінчення кредиту $(t + 1)$ арбітражер буде винен (у доларах):

$$S(I + r_{US}),$$

де r_{US} — ставка відсотка в США.

Банк отримає в країні В:

$B(1+r_b)$ одиниць валюти В. Ця валюта повинна бути конвертована за форвардним курсом $(\$/B)_{t+1}$ в долари в кількості $B(1+r_b) \times (\$/B)_{t+1}$

Оскільки кількість іноземної валюти (В) дорівнює кількості запозичених доларів (\$), поділений на курс спот $(\$/B)_t$, тобто $V = \$/(\$/B)_t$, то кількість зароблених грошей дорівнює:

$$(\$/(\$/B)_t) \times (1+r_b) (\$/B)_{t+1}.$$

Арбітражний прибуток дорівнює кількості зароблених доларів мінус кількість доларів, котру арбітражер винен своєму кредитору:

$$\text{Прибуток} = \{[\$/(\$/B)_t] \times (1+r_b) \times (\$/B)_{t+1}\} - \$(1+r_{us}) \quad (9.4)$$

Обмін однієї валюти на іншу впливає на попит і пропозицію на спотовому і форвардному ринках. При обміні доларів на валюту В створюється додатковий попит на спотовому ринку на валюту В, що призводить до підвищення вартості цієї валюти в доларах $(\$/B)_t$. На форвардному ринку валюта В обмінюється на долар, що призводить до додаткової пропозиції валюти В і зниження її вартості у валютному обчисленні $(\$/B)_{t+1}$. Збільшення обмінного курсу спот $(\$/B)_t$ і зниження форвардного курсу $(\$/B)_{t+1}$ призводить до зниження прибутків арбітражерів до тієї величини, за якої потенційний прибуток стане нульовим:

$$[\$/(\$/B)_t] \times (1+r_b) \times (\$/B)_{t+1} = \$(1+r_{us}) \quad (9.5)$$

Рівняння (9.5) описує рівновагу, котра викликана арбітражними діями.

Якщо розділити обидві сторони рівняння (9.5) на $\$(1+r_{us})$, то отримаємо

$$(\$/B)_{t+1} / (\$/B)_t = (1+r_{us}) / (1+r_b) \quad (9.6)$$

Це рівняння показує, що відношення форвардного курсу до спотового курсу валюти В дорівнює відношенню доходності в США до доходності в країні В.

Співвідношення між курсами спот, форвардними курсами і відсотковими ставками, виражене рівністю (9.6), називається паритетом відсоткових ставок.

Паритет відсоткових ставок виражається такою формулою:

$$(1+f) = (1+r_{us}) / (1+r_b), \quad (9.7)$$

де f — форвардна надбавка до валюти країни В або скидка з неї.

$$f = \{(\$/B)_{t+1} - (\$/B)_t\} / (\$/B)_t \quad (9.8)$$

Наприклад, якщо відсоткова ставка США дорівнює 8%, а відсоткова ставка в Німеччині — 6%, то паритет відсоткових ставок призводить до того, що форвардний курс євро буде із 1,89 % надбавкою, тобто

$$(1+r_{us})/(1+r_n)-1=f,$$

або

$$(1+0,08)/(1+0,06)-1=0,0189.$$

Відношення форвардного курсу до спотового для євро становитиме $(1+0,08)/(1+0,06) = 1,0189$.

При встановленні ставок форвардних курсів для своїх клієнтів, банки спираються на паритет відсоткових ставок. Відхилення від паритету відсоткових ставок можуть бути викликані перешкодами, які чиняться арбітражу.

9.3. Урядове втручання в діяльність валютних ринків

Уряди можуть впливати на обмінний курс своїх валют: а) купуючи і продаючи на валютному ринку великі партії іноземної валюти; б) проводячи економічну політику, яка впливає на зміну попиту і пропозиції національної валюти; в) укладаючи міжнародні договори, що мають відношення до обмінних курсів.

Підтримку обмінного курсу на певному рівні може здійснити центральний банк за допомогою валютної інтервенції. Для цього центральний банк повинен вести торгівлю валютою за фіксованим курсом з приватними агентами міжнародного валютного ринку. Наприклад, щоб втримати курс долара до гривні на рівні 9,00 гривні за доллар, Національний банк України повинен мати можливість і купувати гривні за цим курсом на свої доларові резерви в будь-яких обсягах, що диктуються ринком. Якщо ж потрібно запобігти зростанню вартості національної валюти, центральний банк повинен продавати достатню її кількість, щоб задовольнити надлишковий попит.

Щоб мати можливість проводити валютні інтервенції, країна повинна мати достатні резерви іноземної валюти, золотого запасу, міжнародних грошей (спеціальні права запозичення, євро). Центральні банки, проводячи валютні інтервенції, прагнуть уповільнити зміни валютного курсу, щоб запобігти різких змін конкурентоспроможності експортних секторів економіки, запобігти коливанню рівня зайнятості та інфляційних тенденцій.

Впливати на валютний курс уряди можуть, використовуючи два типи державної макроекономічної політики:

- кредитно-грошову, котра впливає на обмінний курс через механізм зміни грошової пропозиції;
- податково-бюджетну, котра впливає на валютний курс шляхом зміни державних витрат і податків.

Тимчасовий приріст пропозиції грошей викликає знецінення валюти і зростання випуску продукції. Швидке знецінення валюти призводить до здешевлення національної продукції у порівнянні з імпортною. Відтак виникає приріст сукупного попиту на неї, котрий повинен покриватися приростом випуску продукції. Постійне зростання пропозиції грошей справляє на валютний курс і випуск продукції більш сильний вплив.

Недоліком застосування кредитно-грошової політики для впливу на валютний курс є те, що великі коливання грошової пропозиції в країні можуть призвести до інфляції або дефляції. Це обмежує можливість використання кредитно-грошової політики для регулювання валютних курсів.

Податково-бюджетна (або фіскальна) політика — це політика зміни рівня оподаткування й урядових витрат, котра викликає бюджетні дефіцити або перевищення.

Податково-бюджетна політика може бути обмежувальною і експансіоністською.

Обмежувальна фіскальна політика проводиться шляхом зниження витрат уряду або шляхом підвищення податків, або шляхом використання цих двох методів. Проведення обмежувальної податково-бюджетної політики призводить до збільшення вартості валюти. Зниження витрат уряду і збільшення податків скорочує бюджетний дефіцит. Відбувається також зниження попиту на товари і послуги, що відображається на зменшенні імпорту, яке, відповідно, викликає зменшення пропозиції валюти і зростання її вартості.

Експансіоністська податково-бюджетна політика у формі збільшення державних витрат або збереження податків, або будь-якої комбінації цих двох напрямів призводить до збільшення сукупного попиту. Це призводить до зростання імпорту і, відповідно, до більшої пропозиції валюти, що викликає зниження обмінного курсу.

З метою досягнення макроекономічної стабілізації центральний банк за фіксованих валютних курсів не може використати кредитно-грошову політику. Однак податково-бюджетна політика за фіксованих курсів більш ефективна, ніж за плаваючих.

Впливати на величину валютного курсу уряд може також шляхом офіційних заяв про свої наміри проводити певну стратегію щодо валютного курсу. Мета цих заяв — вплинути на очікування і поведінку учасників валютного ринку. Ефективність таких заяв залежить від ступеня довіри учасників валютного ринку заявам уряду.

У країнах, де курс валюти фіксується, уряд час від часу приймає рішення про негайну зміну ціни національної валюти, вираженої в одиницях іноземної валюти.

Якщо центральний банк підвищує ціну одиниці іноземної валюти в національній валюті, то існує девальвація, коли центральний банк зменшує валютний курс, — маємо ревальвацію. Девальвація або ревальвація означає готовність центрального банку необмежено торгувати національною валютою в обмін на іноземну за новим валютним курсом.

Зміна величини обмінного курсу за плаваючого валютного курсу, як результат спільного впливу ринкових сил та уряду, визначають термінами «знецінення» і «подорожчання» валюти.

9.4. Ринок євровалют

Ринок євровалют (євроринок) є специфічним сектором валютного ринку. Якщо валютний ринок — це ринок, де здійснюється продаж і купівля валюти в країні її походження, то євровалютний ринок — це ринок депозитно-позичкових операцій в іноземній валюті за межами країни походження цієї валюти.

Євровалютний ринок (у широкому значенні) включає ринки євродепозитів, єврокредитів, єврооблігацій, євроакцій, євровекселів тощо¹. Це універсальний міжнародний ринок, що поєднує елементи валютних, кредитних операцій та операцій з цінними паперами.

На євроринку депозитно-позичкові операції здійснюються в євровалютах, тобто валютах, які переведені на рахунки іноземних банків і використовуються ними для операцій в усіх країнах, в тому числі і в країні-емітенті цієї валюти. Наприклад, якщо банк Франції бере кредит в доларах у США, то це — операція на міжнародному валютному ринку, а якщо отримує такий кредит у банку у Великій Британії чи в Японії, то угода укладена на ринку євровалют. Євродолар чи євроєна — це одноїменні валюти на рахунках банків, котрі знаходяться не в США і Японії, тобто не «на батьківщині» цих валют, а в інших країнах. Отже, долар в пасиві банку у Франції є євродоларом, єна в пасиві банку Великої Британії — євроєна.

Євровалюти, функціонуючи на світовому фінансовому ринку, зберігають форму національних грошових одиниць, а приставка «євро» свідчить лише про те, що національна валюта не знаходиться під контролем національних валютних органів.

Ринок євровалют виник завдяки потребам фірми інвесторів, деяких країн, а не рішенням урядів. Він розпочав функціонувати з середини 50-х

¹ На практиці часто під ринком євровалют (у вузькому значенні) розуміють механізм здійснення лише короткострокових операцій на євроринку.

років, коли в Західній Європі з'явився ринок євродолара. Передумовами розвитку цього ринку були:

- по-перше, можливість філій американських банків в Європі і європейських банків сплачувати за доларові депозити більш високі відсотки, ніж в США. Крім того, доларові кредити, які видавались в Європі, коштували дешевше;
- по-друге, надлишок коштів в доларах у країн-експортерів нафти з Близького Сходу і країн, які віддавали перевагу розміщенню в європейських банках;
- по-третє, попит на доларові кредити з боку країн, що розвиваються;
- по-четверте, зняття валютних обмежень у просуванні капіталу західноєвропейськими країнами.

Це призвело до встановлення на національних європейських валютних ринках сприятливих умов для здійснення операцій з депозитами нерезидентів. Країни Західної Європи відчували гострий доларовий дефіцит і всіляко заохочували приплив коштів на рахунок нерезидентів у своїх банках, оскільки такі депозити слугують валютним кредитом для країн, що приймають ці депозити. Відтак рахунки іноземців звільнялись від оподаткування і обов'язкового резервування частини коштів в місцевому центральному банку. Щоб відрізнити пропливаючі на рахунки нерезидентів в європейські банки «безгоспні» валюти від грошових одиниць, контрольованих емітуючими їх центральними банками, вони отримали приставку «євро», котра вперше стала додаватись до доларів США, а вже потім, в міру їх освоєння євроринком, і до інших вільно використовуваних валют.

Відхід від валютного регулювання і податкового законодавства даної країни спонукав міжнародні банки до всебічного сприяння розвитку ринку євровалют.

Учасниками ринку євровалют є центральні банки та уряди країн, що діють переважно на ринку єврооблігацій; комерційні банки, які є головними учасниками даного ринку і активно діють як на ринку короткострокових так і довгострокових операцій; приватні установи та інвестори (в основному це ТНК), які мають у розпорядженні значні суми коштів та відіграють значну роль на світовому фінансовому ринку.

Специфіка євроринку полягає в такому:

1. Наднаціональний характер функціонування. Євроринок не підпадає під дію місцевого законодавства, знаходиться поза сферою національного і міжнародного контролю. Це сприяє неконтрольованому руху величезних мас позичкового капіталу, минаючи державні кордони і регламентацію (вторгнення «гарячих» грошей, «втечу» капіталів), збільшенню спекулятивних операцій. Спроби контролю над євроринком не позначались успіхом. І якщо, з одного боку, євроринок стимулює роз-

виток світогосподарських зв'язків, інтернаціоналізацію зовнішньоекономічної діяльності країн, що сприяє зростанню продуктивних сил, то, з другого, він є чинником нестабільності як світової економіки в цілому, так і національних економік.

2. Інституціональна особливість — виділення категорії євробанків і міжнародних банківських консорціумів, кістяк яких утворюють транснаціональні банки (ТНК), які здійснюють операції в багатьох країнах, в різних сферах і в різних валютах. Банки є євробанками в тій частині своєї діяльності з іноземною валютою, котру вони проводять на своїй території. На євrorинку відбувається швидке переміщення грошей з однієї країни до іншої залежно від величини відсоткової ставки і співвідношення валютних курсів.

Євробанківська діяльність приваблива з двох причин: відносно відсутністю регулювання і величезними розмірами ринку євровалют. На євробанки зазвичай не розповсюджуються вимоги відносно наявності необхідних резервів, а також вимоги щодо структури капіталу і виплат надбавок за страхування депозитів.

Найбільші банки, що працюють на ринку євровалют, наведено в табл. 9.1.

Таблиця 9.1

НАЙБІЛЬШІ ЄВРОБАНКИ СВІТУ

Країна	Назва банку	Розмір активів, трлн. дол. у 2012 р.
Франція	BNP Paribas	2,84
Німеччина	Deutsche Bank	2,62
Велика Британія	HSBC	2,6
США	Bank of America	2,27
Китай	ICBC	2,2
США	Citigroup	1,95
Японія	The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ	1,53

Джерело: [38]

Тимчасово організовані консорціуми (синдикати) банків для фінансування і кредитування великомасштабних проектів спеціалізуються за регіональною або галузевою ознакою.

ТНБ постійно збільшують кількість своїх установ у зарубіжних країнах, в яких вони конкурують із національними банківськими система-

ми. Міжнародна діяльність ТНБ різноманітна. Вона залежить як від стратегії банку, так і від правил, що діють в кожній країні, які можуть обмежувати банківську діяльність.

3. Обмеження доступу позичальників. Основними позичальниками є ТНК, уряди, міжнародні валютно-кредитні та фінансові організації.

4. Використання конвертованих валют провідних країн: євродолара (60%), євроєни (6%), євро (3%) та ін.

5. Використання новітньої комп'ютерної технології. Операції на євrorинку здійснюються телефоном, телефаксом з обміном того ж дня телеграфним підтвердженням, котре слугує єдиним документом.

6. Специфіка відсоткових ставок:

- відносна самостійність по відношенню до національних ставок;
- можливість встановлювати ставки з євродепозитів вищі, а з єврокредитів нижчі від національних ставок, оскільки на євродепозити не розповсюджуються система обов'язкових резервів, котрі комерційні банки зобов'язані тримати на безвідсотковому рахунку в центральному банку, а також виплати прибуткового податку на відсотки. Тому операції в євровалютах більш прибуткові, ніж у національних валютах.

7. Емісія і операції з:

- єврооблігаціями (з 70-х років), котрі розміщуються одночасно на ринках різних країн і використовуються ТНК для фінансування інвестицій, державами — для покриття дефіциту держбюджету і рефінансування «старих» позик;

- євровекселями (з 1981 р.);

- євроакціями (з 1983 р.), котрі обертаються не на всіх національних ринках капіталів, а лише там, де це дозволено законодавством, оскільки акція — це не тільки форма кредитування, а й право на частку власності.

Головна привабливість ринку євровалют — відсутність державного регулювання, що дає змогу євробанкам пропонувати на євровалютні депозити вищі відсоткові ставки, ніж на вклади, зроблені у вітчизняній валюті, а також дозволяє банкам брати з позичальників вищий відсоток за користування євровалютою, ніж за позику у вітчизняній валюті. Крім того, в операціях з іноземною валютою банкам надається набагато більша свобода дій.

В той же час, євровалютний ринок має й недоліки. Так, при регульованій банківській системі ймовірність втрати вкладів при банкрутстві банку є незначною, а при нерегульованій системі, якою є євrorинок, така ймовірність зростає. На ринку валютного обміну позичання компанією коштів у євровалютах може бути ризикованим. Від ризику можна застрахуватися, уклавши форвардний контракт, однак абсолютної гарантії він не дає.

В наші дні євровалютний ринок набув величезних масштабів (обсяг його близько 700 трлн дол. на рік). Значна мобільність коштів на цьому ринку завдяки великим масштабам операцій суттєво впливає на валютний стан світового фінансового середовища. Ринок охоплює всі великі міжнародні банки, фінансові центри всього світу і всі конвертовані валюти.

На Європу припадає близько 50% операцій ринку євровалют. Головним фінансовим центром євровалютного ринку є Лондон (понад 20% світового обсягу операцій в євровалюті). Зараз нараховується понад 35 центрів євровалютного ринку. До числа найбільших, окрім Лондона, відносяться Токіо (близько 20% обсягу угод ринку), Нью-Йорк, Франкфурт-на-Майні (по 10%), Париж (7%), Цюрих — Женева (6%), Люксембург (4%), Амстердам, Брюссель (по 3%) [14, с.264].



ГЛАВА 10 МІЖНАРОДНИЙ КРЕДИТНИЙ РИНОК

10.1. Сутність міжнародного кредитного ринку

10.1.2. Місце міжнародного кредитного ринку на міжнародному ринку боргових зобов'язань

Однією із складових світового фінансового ринку є міжнародний ринок боргових зобов'язань (ринок позичкових капіталів). Це специфічна сфера ринкових відносин щодо обігу боргових зобов'язань, які гарантують кредиторам право стягувати борг з боржника.

Боргові зобов'язання за методологією Всесвітнього банку виступають у різних формах (рис. 10.1).

Міжнародний ринок боргових зобов'язань умовно поділяють на міжнародний кредитний ринок (ринок банківських кредитних зобов'язань) та міжнародний ринок боргових цінних паперів, на якому обертаються фінансові інструменти, що засвідчують боргові відносини між кредиторами та позичальниками (облігації, ноти, комерційні папери тощо). Головною ознакою такого поділу є можливість або неможливість вільної купівлі-продажу фінансових зобов'язань або фінансових інструментів (угоди щодо обміну сьогоденної вартості на майбутню можуть оформлюватися у вигляді цінних паперів, які можуть бути предметом вільної купівлі-продажу, а кредитні угоди, тобто зобов'язання позичальника перед кредитором, не є предметом вільної купівлі-продажу). Кожний з ринків включає євrorинок як частину міжнародного ринку позичкових капіталів [14, с.265]. У цій главі будуть розглядатися особливості міжнародного кредитного ринку, а питання, що стосуються боргових цінних паперів, — у главі 11.

Міжнародний кредит визначається як рух позичкового капіталу у формі фінансових вимог між кредиторами і позичальниками різних країн, пов'язаний з наданням валютних і товарних ресурсів (активів) на умовах повернення, строковості і сплати відсотків. Беручи участь в кругообігу капіталу на всіх його стадіях, міжнародний кредит опосередковує його перехід з однієї форми в іншу: з грошової у виробничу, потім у товарну і знову в грошову. Отже, на міжнародному кредитному ринку здійснюється рух грошового капіталу, формується попит та пропозиція.

Міжнародний кредит розглядають як особливий вид міжнародної торгівлі. Ця торгівля не є обміном товару на товар, а обміном сьогоденного товару на товар в майбутньому. Такий обмін називають міжчасовою торгівлею.

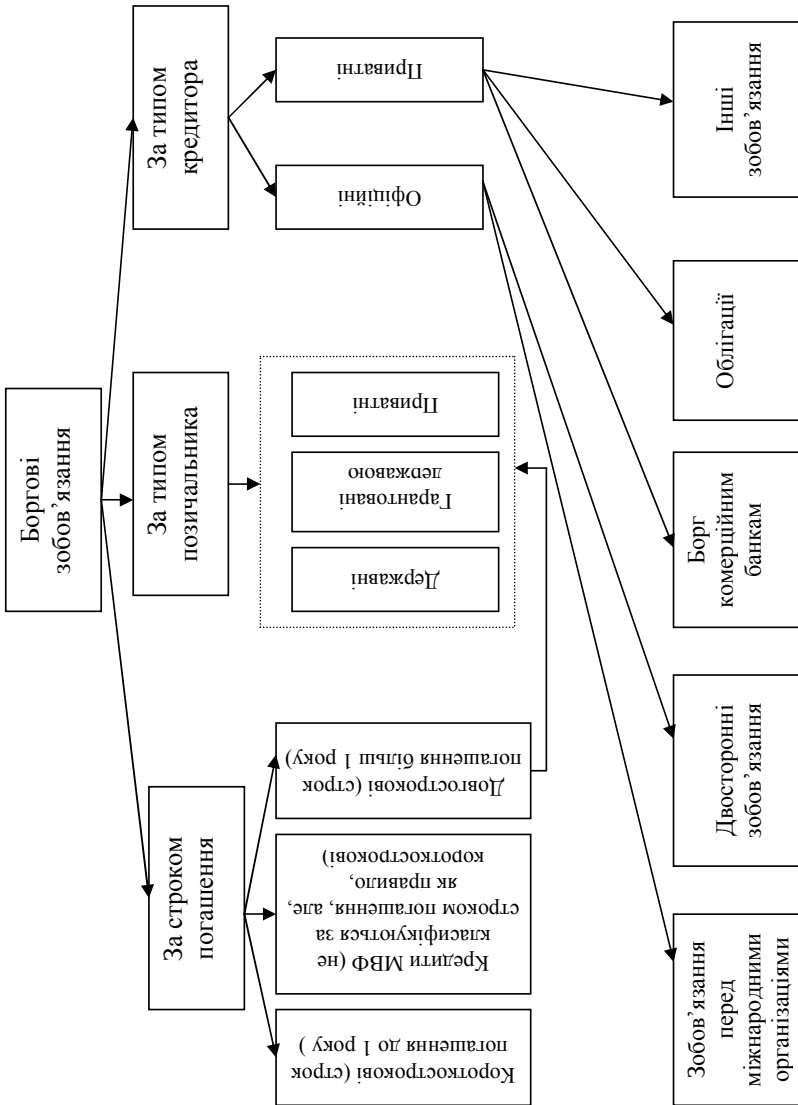


Рис. 10.1. Форми боргових зобов'язань на міжнародному ринку позичкових капіталів

В економіці завжди існує проблема вибору між поточним і майбутнім споживанням. Як правило, виготовлена продукція негайно цілком не споживається, частина її використовується як виробничий капітал на розширення виробництва з тим, щоб збільшити обсяг споживання в майбутньому. Іншими словами, мова йде про вибір між виробництвом споживчих товарів нині і в майбутньому.

Міжнародний кредит дає можливість торгувати в часі. Якщо країна-кредитор надає позику, то вона продає нинішнє споживання за споживання в майбутньому. Країна-позичальник, беручи позику, отримує можливість витратити сьогодні більше, ніж зароблено, в обмін на зобов'язання виплатити компенсацію в майбутньому за сьогоднішнє споживання. Які країни беруть позики, а які їх надають, визначається виробничими можливостями. Країни, які мають добрі поточні інвестиційні можливості, беруть позики у інших країн, котрі таких відносних інвестиційних можливостей не мають, але отримують великі поточні доходи.

Країни, які мають відносно великі фінансові ресурси порівняно з можливістю їх прибуткового застосування всередині країни, можуть збільшити свій національний дохід за рахунок надання кредиту країнам, у яких вища норма доходу на капітал (відсоток, дивіденд). Країна-імпортер капіталу отримує можливість збільшити свій національний дохід за рахунок зарубіжних інвестицій, одержаних на вигідніших, порівняно з внутрішніми, умовах кредитування. В цілому за допомогою міжнародного кредиту відбувається максимізація світового продукту за рахунок загального приросту світового виробництва.

Значення міжнародного кредиту саме і полягає в тому, що завдяки кредиту відбувається перерозподіл капіталів між країнами у відповідності з потребами і можливостями більш прибуткового його застосування, забезпечується зростання міжнародної торгівлі, підтримуються прямі іноземні інвестиції, а уряди різних країн отримують іноземну валюту для стабілізації економіки, покриття зовнішньої заборгованості.

Ефективність кредиту досягається за умови:

- вільного переміщення капіталу;
- стабільності й передбачуваності розвитку світової економіки;
- виконання позичальниками своїх зобов'язань, повної оплати своїх боргів.

Кожна країна є імпортером і експортером капіталу. В якості кредиторів і позичальників, тобто суб'єктів міжнародного кредитного ринку, виступають комерційні банки, корпорації, фінансові посередники, небанківські фінансові організації (страхові компанії і пенсійні фонди), центральні банки та інші державні органи, уряди, регіональні міжнародні банки розвитку, міжнародні фінансові інститути. Однак здебільшо-

го кредитування здійснюється міжнародними банками, саме завдяки широкій сфері їх фінансової діяльності.

Міжнародні банки класифікують за часткою міжнародних операцій і прибутків у загальному обсязі угод та прибутків на такі групи:

- національні банки, які мають невелике іноземне відділення, на яке припадає незначна частка активів і прибутків;

- банки, міжнародні операції яких складають від 5 до 10 відсотків їхніх прибутків;

- транснаціональні банки, в яких рівень міжнародної концентрації й централізації капіталу дозволяє їм брати участь у економічному розподілі світового ринку боргових зобов'язань;

- офшорні банки, які зареєстровані у офшорних зонах і користуються спеціальними податковими та іншими пільгами у проведенні фінансово-кредитних операцій. Без них не обходяться операції жодного ТНБ.

До сфери міжнародних кредитних операцій Банк міжнародних розрахунків включає такі специфічні види діяльності банків [15, с. 152]:

- позики та кредити, які надають банки один одному як усередині країни, так і за її межами;

- позики та кредити, які надаються небанківськими установами як усередині країни, так і за її межами;

- міжбанківське повторне депонування (операції з євровалютами, операції на офшорних банківських ринках).

Міжнародні операції банків характеризують такі основні риси:

- операції з кредитування враховують валютний, кредитний, регіональний ризики, уникнути яких допомагає проведення різних захисних заходів;

- велику частину кредитних операцій міжнародних банків складають кредити зарубіжним банкам, які не є їх відділеннями. Прямі банківські кредити, як правило, концентруються у країнах, що розвиваються;

- міжнародне кредитування в основному орієнтовано на надання короткострокових кредитів іноземним банкам, які не є відділеннями даного банку;

- географічно райони короткострокового кредитування більше різноманітні, ніж зони довгострокового кредитування.

10.1.2. Форми міжнародного кредитування

Міжнародне кредитування здійснюється у різних формах. Їх можна класифікувати за кількома ознаками, які характеризують окремі сторони кредитних відносин [15, с. 153].

За джерелами розрізняють внутрішнє та іноземне кредитування зовнішньої торгівлі.

За предметом зовнішньоекономічної угоди розрізняють:

- комерційний (товарний) кредит, який безпосередньо пов'язаний із зовнішньою торгівлею. Він надається на закупівлю певних товарів або оплату послуг і носить, як правило, «пов'язаний» характер, тобто суворо цільовий, закріплений в кредитній угоді;

- фінансовий кредит. Він забезпечує здійснення торгівлі на будь-якому ринку, що дає широкі можливості для вибору торговельних партнерів. Але, найчастіше цей вид кредиту використовується не для торговельного постачання, а на прями капіталовкладення, будівництво інвестиційних об'єктів, поповнення рахунків в іноземній валюті, погашення зовнішньої заборгованості, підтримку валютного курсу тощо.

За видами надання кредити поділяються на товарні, які експортери надають імпортерам, та валютні, що видаються банками у грошовій формі.

За термінами міжнародні кредити поділяються на короткострокові — до 1 року (як правило, використовується у зовнішній торгівлі, для розрахунків по неторговельним, страховим, спекулятивним угодам), середньострокові — від 1 року до 5 років (інколи до 7-8 років) та довгострокові — більше ніж 5 років (використовуються, для інвестування в основні засоби виробництва, фінансування масштабних проектів, науково-дослідницьких робіт, впровадження нових технологій, а також для надання позик міжнародними фінансовими організаціями, урядами країн).

За валютою позики кредити можуть надаватись у валюті країни-позичальника, країни-кредитора, третьої країни або в міжнародних розрахункових одиницях (СДР, євро).

За забезпеченням розрізняють забезпечені та бланкові кредити. Забезпеченням кредитів слугують товари, товаророзпорядчі та інші комерційні документи, цінні папери, векселі, нерухомість тощо. Бланковий кредит видається боржнику під його зобов'язання погасити його у визначений термін, а документом по цьому кредиту є соло-вексель з підписом лише тільки боржника.

За технікою надання кредити класифікують на готівкові, які зараховуються на рахунок боржника та надходять в його розпорядження; акцептні, що застосовуються у формі акцепту тратти імпортером або банком; депозитні сертифікати та інші.

За типом кредитора кредити поділяються на приватні, що надаються фірмами, банками, брокерами; урядові; змішані, в яких беруть участь

як приватні фірми, так і держава; міждержавні кредити міжнародних та регіональних валютно-кредитних та фінансових організацій.

Важливим різновидом міжнародного комерційного кредиту є *фірмовий кредит*. Він трапляється тоді, коли фірма-експортер однієї країни надає імпортеру іншої країни відстрочку платежу при реалізації товарів і послуг. За нинішніх умов строки фірмових кредитів стали досить тривалими (зазвичай від двох до семи років) і визначаються кон'юнктурою світових ринків, видами товарів і послуг, зацікавленістю постачальника у збереженні зовнішньоекономічних зв'язків і розширенні обсягів експортних поставок тощо. Фірмовий кредит зазвичай оформляється векселем або надається за відкритим рахунком.

Фірмовий кредит, який виражає відносини між фірмою-експортером і фірмою-імпортером, як правило, сполучається з *банківським кредитом*. Оскільки довгостроковий фірмовий кредит відволікає значні кошти експортера, останній зазвичай вдається до банківського кредиту або рефінансує свій кредит у банку. Банкнвське кредитування експортера й імпортера виступає у формі позик під заставу товарів, товарних документів, векселів та обліку тратт. Інколи банки надають великим фірмам-експортерам банкнвський кредит, тобто без формального забезпечення.

Банкнвські кредити мають деякі переваги перед фірмовими: дають можливість позичальнику вільніше використовувати кошти на купівлю товарів, забезпечують довші терміни кредиту, більші обсяги поставок за кредитом, а також характеризуються порівняно нижчою вартістю.

Банки надають крім фінансових кредитів, які дозволяють на максимально вигідних умовах купувати товари на будь-якому ринку, також і експортні кредити. Експортний кредит — це кредит, який видається банком країни-експортера банку країни-імпортера для кредитування поставок машин, устаткування і т. ін. Видається він у грошовій формі і носить «пов'язаний» характер: позичальник зобов'язаний використати позику виключно для закупівлі товарів у країни-кредитора.

Проміжною формою між фірмовим і банкнвським кредитом в деяких країнах є брокерський кредит. Як і комерційний кредит, він має справу з товарними операціями і одночасно з банкнвським кредитом, оскільки брокери зазвичай беруть позику у банків.

У практиці міжнародного банкнвського кредитування у сфері зовнішньої торгівлі використовуються такі альтернативні форми, як міжнародний факторинг, форфейтинг, лізинг.

Факторинг — це операція з продажу зарубіжних рахунків до отримання постачальниками експортної продукції комерційним банкам або спеціалізованим компаніям. Факторинг може здійснюватися з правом регресу і без нього. Факторинг з правом регресу означає,

що за невиконання умов угоди фінансова організація, яка купила рахунки, може відшкодувати збитки з компанії, що продала їх. Однак за звичаєм факторинг зарубіжних рахунків до отримання здійснюється без права регресу.

Відмітні особливості факторингу: приймаються вимоги угод до 1 року; немає обмежень щодо суми; використовуються в основному на внутрішньому ринку; можливий регрес вимог на покупця; використовується широкі коло валют; не завжди потребуються додаткові гарантії.

Факторингові послуги звичайно надають факторингові компанії, багато з яких належать банкам. Вони скуповують рахунки у експортерів зі скидкою. Вони можуть негайно сплатити готівкою до 85% номінальної вартості рахунків експортерів. Решта суми виплачується після сплати рахунків імпортерам. Вигода для імпортера полягає в тому, що він отримує можливість не мати справу з акредитивом. Експортер уникає загрози кредитного і валютного ризиків. Він не повинен очікувати моменту, коли імпортер оплатить товар.

Форфейтинг — це операція купівлі банком-форфейтором на повний строк і за заздалегідь установленими умовами векселів та інших боргових і платіжних документів. Згідно з угодою про форфейтинг імпортер звичайно надає простий вексель, який гарантує банк за дорученням імпортера. Експортер продає цей простий вексель форфейтинговому банку зі скидкою. Банк-форфейтор бере на себе ризик несплати боргових зобов'язань без права регресу (обігу) цих документів на колишнього власника. Форфейтори можуть перепродавати куплені в експортерів векселі на вторинному ринку, котрий отримав назву «а форфе» (від французького «a forfeit», що означає поступитися правом).

Відмітні ознаки форфейтингу:

- приймаються довгострокові векселі строком понад 1 рік;
- мінімальна сума, що використовується, не менше 500 тис. дол.;
- середня сума контракту — 1-2 млн дол.;
- використовується в основному при міжнародних операціях;
- відсутнім є регрес вимог на експортера;
- купівля вимог лише в ВКВ;
- обов'язковим є банківський аваль.

Для експортера форфейтингова угода вигідна тим, що вона перетворює кредитну угоду в готівкову; йому нема необхідності турбуватися про кредитоспроможність імпортера. Форфейтинг звільняє експортера від відповідальності за векселем після його продажу. Імпортер отримує товари в кредит, не піддаючись, як і експортер, ризику обмінних курсів.

Форфейтинг найчастіше застосовується при здійсненні середньострокового кредитування зовнішньої торгівлі засобами виробництва, насампе-

ред з країнами Східної Європи і з країнами Азії та Латинської Америки, що розвиваються.

Лізинг — це операція кредитування у формі оренди устаткування, суден, автомобілів, літаків тощо строком від 3 до 15 років. Оренда виступає як форма отримання кредиту і водночас як форма міжнародної торгівлі, що створює умови для прискореного розвитку новітніх технологій. Лізингова компанія (лізингодавець) придбаває устаткування і т. ін. за свій рахунок і передає за контрактом оренди фірмі (лізингоотримувачу) на певний строк. Після закінчення строку оренди фірма-клієнт може його продовжити або викупити орендоване майно за залишковою вартістю. Орендна плата встановлюється на рівні, що перевищує ціну об'єкта оренди, за якою його можна купити за звичайних комерційних умов.

Залежно від наявності або відсутності факту переходу права власності на предмет лізингу розрізняють оперативний (операційний) лізинг і фінансовий лізинг.

Оперативний лізинг передбачає тимчасове використання майна без наступного придбання його у власність. Фінансовий лізинг поєднує оренду з наступним викупом об'єкта за залишковою вартістю.

За методом кредитування розрізняються строковий та відновлюваний лізинг. Строковий лізинг — це одноразова оренда. Відновлюваний (ролловерний) лізинг — договір оренди, котрий відновлюється після закінчення його першого строку.

За організаційними особливостями розрізняють прямий лізинг, коли власник майна є лізингодавцем, і непрямий лізинг, коли здача в оренду здійснюється через третю особу.

Рівень розвинутості лізингових відносин є показником динамічності економіки держави. В країнах, що розвиваються, він становить менше 1,5%, водночас в розвинутих країнах цей показник досягає 25 — 30% і навіть більше. Наприклад, лізинг в США є основним інвестиційним інструментом, на нього припадає понад 30% інвестицій в устаткування. На частку американського лізингового ринку припадає 39,5% загально-го обсягу світового лізингу [15, с. 160].

Міжнародний лізинг особливо важливий для країн, що розвиваються, оскільки дозволяє скорочувати вплив валютних коштів, які витрачаються на імпорт дорогих засобів виробництва, зменшує дефіцит платіжного балансу, сприяє введенню нових технологій в національну економіку.

10.2. Валютно-фінансові умови міжнародного кредиту

К умовам отримання міжнародного кредиту відносяться: вартість і строк кредиту, валюта кредиту та валюта платежу, вид забезпечення та методи страхування. На ці умови впливає низка чинників: напрями використання кредитних ресурсів, характер суб'єктів кредитних відносин, рівень інтернаціоналізації кредитних ринків та їх підпорядкованість національному кредитному контролю.

Вартість кредиту, тобто витрати позичальника на кредит, складаються із суми кредиту, ставки відсотка, комісійних та інших зборів. Вона визначається за формулою:

$$S = \frac{Lim \times R \times T_{cp}}{100}, \quad (10.1)$$

де S — загальна вартість кредиту;

Lim — сума кредиту;

R — загальна ставка відсотку (основна ставка за кредитом, комісійні, страхові внески, оплата юридичних та будь-яких інших послуг);

T_{cp} — середній термін кредиту.

Головним елементом вартості кредиту є відсоткова ставка. Відсоткові ставки на світовому ринку формуються на базі відсоткових ставок країн-провідних кредиторів (США, Японія, Німеччина та ін.).

Діапазон відсоткових ставок досить широкий (у середньому 7- 18%). Різниця відсоткових ставок визначається:

- ступенем ризику на позику;
- строком, на який видається позика;
- розміром позики (більш висока — на меншу з двох, за інших рівних умов);
- величиною оподаткування (наприклад, віддають перевагу 7%- вій ставці позичкового відсотка на облігацію, що не обкладається податком, ніж 9%- вій ставці на облігацію, що обкладається податком);
- умовами конкуренції на ринках позичкового капіталу.

Суттєвим показником при наданні кредиту є сума (ліміт) кредиту. Вона являє собою частину позичкового капіталу, яка надана позичальнику. При фірмовому кредитуванні сума кредиту вказується в кредитній угоді. Кредит може надаватись у вигляді часток, котрі розрізняються за своїми умовами.

На строк міжнародного кредиту впливає цільове призначення кредиту, співвідношення попиту і пропозиції аналогічних кредитів; розмір контракту; національна законодавча база; міждержавні угоди.

Розрізняють повний і середній строки кредиту. Повний строк включає: період використання наданого кредиту, пільговий період (відстрочка погашення використаного кредиту), період погашення

(коли здійснюється виплата основного боргу і відсотків). Він обчислюється від моменту початку використання кредиту до його остаточного погашення.

Середній строк кредиту включає: повний пільговий період і половину строку використання і погашення кредиту. Він використовується для порівняння ефективності кредитів з різними умовами, оскільки показує, в розрахунку на який період у середньому припадає вся сума позики.

За умовами погашення кредити бувають:

- з рівномірним погашенням рівними частками протягом погодженого терміну;
- з нерівномірним погашенням;
- з одноразовим погашенням усієї суми;
- з рівними річними внесками основної суми позики і відсотків.

Під час надання кредиту обговорюється вид забезпечення кредиту. Це може бути відкриття цільових накопичувальних рахунків, застава активів, переуступка прав за контрактам.

Для міжнародного кредиту важливо, в якій валюті він буде надаватися і в якій валюті буде погашатися кредитна заборгованість. Від правильного вибору валюти кредиту залежить те, чи потерпатиму кредитор збитки чи ні. На вибір валюти кредиту впливає рівень відсоткової ставки, практика міжнародних розрахунків, рівень інфляції, динаміка курсу валюти. Валюта платежу може співпадати з валютою кредиту, а може і не співпадати.

Серед елементів вартості кредиту розрізняються договірні і приховані.

Договірні — це витрати по кредиту, зумовлені угодою. Вони поділяються на основні і додаткові. До основних елементів належать: суми, які безпосередньо виплачуються позичальником кредитором; відсотки; витрати по оформленню застави комісії. До додаткових елементів вартості кредиту відносяться суми, які виплачуються позичальником третім особам (за гарантією). Окрім основного відсотка збирається банківська комісія: за переговори, за участь, за управління, за зобов'язання надати в розпорядження позичальника необхідні кошти, агентська комісія.

До прихованих елементів вартості кредиту відносяться витрати, які пов'язані з отриманням кредиту, але не зафіксовані в угоді (завищені ціни товарів по фірмовим кредитам, примусові депозити в певних розмірах щодо позики; завищення банком комісії за інкасацію документів тощо).

10.3. Ринок єврокредитів

Ринок єврокредитів є важливим джерелом позичкових коштів. Банки надають коротко-, середньо- та довгострокові кредити у євровалюті.

тах. Використання євровалют, як валют позики, зумовлено такими перевагами, як значні розміри, полегшений доступ, короткі строки мобілізації, менша вартість, оскільки відсутні національні кредитні обмеження. Функціонування євровалют на міжнародному кредитному ринку сприяє утворенню кредитного механізму більшої ефективності та місткості.

По євrokредитам застосовуються міжнародні відсоткові ставки, які відносно самостійні порівняно з національними ставками. Відсоткова ставка євровалют в якості змінної включає ЛІБОР (LIBOR) — Лондонську міжбанківську ставку пропозиції по короткостроковим міжбанківських операціях в євровалютах — і надбавку до базисної ставки, тобто премію за банківські послуги. Міжбанківська відсоткова ставка попиту за короткостроковими операціями на євrorинку в Лондоні називається ЛІБІД (LIBID). Оскільки євробанки не підпадають під дію місцевого законодавства і не обкладаються прибутковим податком, вони можуть знижувати відсотки зі своїх кредитів, зберігаючи високі прибутки.

Короткострокові євrokредити, як правило, надаються за твердою ставкою на весь строк у повній сумі. Це — найпростіший вид кредитної угоди.

Середньо- та довгострокові євrokредити, які обслуговують відтворення основного капіталу, експорт машин та устаткування, реалізацію промислових проєктів, приймають форму роловерних та синдигованих кредитів.

Характерною рисою роловерних євrokредитів є те, що відсоткова ставка не фіксується на весь строк кредиту, а регулярно переглядається (кожні 3 або 6 місяців) у відповідності зі зміною базової ставки (ставки ЛІБОР). До основних форм роловерного кредиту відносять відновлювальні роловерні кредити та роловерний кредит підтримки (на умовах «стенд-бай»).

Роловерний кредит на умовах «стенд-бай» є підстрахувальним кредитом, тобто при укладанні кредитної угоди позика фактично не надається. Банк бере на себе зобов'язання надати впродовж дії угоди євrokредит за першою вимогою позичальника.

Відновлювальні роловерні кредити не мають встановленого розміру суми кредиту. Він передбачає лише максимальний ліміт, у межах якого позичальник має право одержати кредит у необхідних розмірах на початку кожного проміжного строку його використання. В кредитній угоді фіксується дата зміни відсоткової ставки та обсягу кредиту, що здійснюється кожні 3 або 6 місяців у межах терміну надання.

Обов'язковими умовами роловерних кредитних угод є такі: характеристика партнерів; сума і мета та валюта позики; порядок та строк погашення; вартість кредиту та гарантії по ньому.

Найбільш розповсюдженим видом міжнародного кредиту нині є синдиковані єврокредити, джерелом яких є ресурси євровалютного ринку. Як правило, такі кредити організують великі комерційні банки, які очолюють консорціями (синдикати) і погоджують з позичальником умови кредитування.

Процедура надання синдикованих єврокредитів така:

1. Позичальник знаходить банк який буде очолювати надання синдикованого єврокредиту, (управляючий банк) та узгоджує з ним основні умови кредиту (строк, розмір та валюту кредиту).
2. Управляючий банк формує синдикат: запрошує визначену кількість банків прийняти участь у кредиті.
3. Призначаються банки — орієнтири, які устанавлюють ставку ЛІБОР (відсоткову ставку-орієнтир).
4. Управляючий банк обирає банк-агент, який виконує функцію контролю за кредитом. Він одержує відсотки за кредитом, які сплачуються відповідно до графіка погашення кредиту.

Загальна вартість синдикованого єврокредиту включає:

- відсоткові платежі (відсоткова ставка корегується кожні 3 або 6 місяців на основі змін у процентній ставці-орієнтирі);
- податкові платежі банкам, що входять до синдикату;
- комісійну винагороду банкам, що входять до синдикату;

Комісійні виплачуються на початку строку кредиту, що робить кредитний пакет більш привабливим для кредиторів.

Комісійні винагороди поділяють на:

а) комісійні за зобов'язання, коли позичальник може визначати черговість погашення кредиту та користуватися грошовими коштами після укладення кредитної угоди. Ці комісійні призначаються по частині кредиту, яка ще не повернена;

б) комісійні за управління, які сплачуються управляючому банку, як плата за організацію кредиту;

в) комісійні за участь, які сплачуються в обумовлений день, або в момент повного повернення боргу. При зростанні кількості учасників синдикату, розмір комісії підвищується;

г) комісійні банку-агенту, як плата за послуги.

Загальний розмір комісійних складає від 0,50 до 1,25% номінальної суми кредиту.

До головних ознак єврокредиту відносять:

- сума кредитів — від 20-30 млн дол. до 1-2 млрд дол. США;
- строки — від 10 місяців до 12 років;
- відсоткові ставки — регулярно переглядаються, розраховуються на основі облікової ставки (ЛІБОР, СІБОР — сингапурська ставка пропозицій, американська «прайм рейт») плюс різниця (спред), тобто викори-

стовуються плаваючі відсоткові ставки, у результаті запровадження яких, ризик зміни відсоткових ставок переноситься на позичальника;

- комісійні за управління, участь, обслуговування кредиту;
- використовувана валюта — долар США, англійський фунт стерлінгів, японська єна, євро, швейцарський франк та ін.;
- доступ до коштів — швидкий;
- право на завчасне погашення — за умови виплати компенсації;
- гарантії та страховки — уряди, компанії, центральні та комерційні банки надають гарантії по кредитах; різні державні та приватні агентства здійснюють страхування по зарубіжним кредитам та інвестиціям.

Переваги синдигованих єврокредитів полягають у тому, що вони дають змогу розподілити кредитний ризик між учасниками синдикату; у кредитуванні можуть брати участь банки незалежно від їх розмірів; позичальник отримує великий кредит завдяки об'єднанню ресурсів певної кількості банків; різниця між ставками за кредитами є значно нижчою, ніж на національних ринках; кредити надаються у будь-якій вільно конвертованій валюті й це надає позичальнику можливість використовувати ці кошти на свій розсуд, не обмежуючи свої господарські рішення.

Недоліки синдигованих єврокредитів пов'язані насамперед з тим, що їх надають на коротші терміни порівняно з національним банківським кредитуванням.

10.4. Міжнародна офіційна допомога країнам, що розвиваються, — механізм позаринкового перерозподілу фінансових ресурсів

Один з каналів руху світових фінансових потоків є перерозподіл частини національного доходу через бюджет у формі допомоги країнам, що розвиваються, метою якої є ліквідація відсталості. Такий перерозподіл фінансових ресурсів відноситься до міжнародного позаринкового механізму, який сприяє макроекономічній стабілізації економіки і сталому зростанню виробництва у країнах, які прямують до ринкової економіки.

Міжнародну офіційну допомогу розвитку країн (МОДР) країни, що розвиваються, отримують в основному у вигляді пільгових кредитів і безповоротних субсидій, а також у товарній формі.

Суб'єктами міжнародної допомоги в країні-реципієнті є:

- уряди;
- уповноважені урядом органи виконавчої влади;
- центральний і експортно-імпортний банки;

- юридичні особи.

Країна-реципієнт отримує основну масу кредитів і субсидій безповоротно від промислово розвинутих країн, міжнародних фінансових організацій, багатосторонніх фондів, інтеграційних об'єднань, що виступають в ролі іноземних донорів.

Міжнародну офіційну допомогу країнам класифікують на проектну та позапроектну.

Проектна допомога розвитку країни включає:

- *системні проекти* (макроекономічна стабілізація економіки): фінансова стабілізація економіки; структурні зміни в економіці; реформування економічних відносин; здійснення адміністративних реформ;

- *структурні проекти* (структурні перетворення в окремих секторах економіки): реабілітаційна позика; інституціональна розбудова; реформування системи державного управління; реформування юридичної системи;

- *інвестиційні проекти*: розвиток виробництва, окремих галузей та секторів економіки;

- *проекти технічної допомоги*. Форми допомоги: додатковий кваліфікований персонал; навчання за місцем роботи; спеціалізовані курси в країні-реципієнті; документація, обладнання, технологія для забезпечення технічної допомоги.

Проекти мають такі складові: взаємозобов'язання між урядом країни-реципієнта та донором; програма розвитку визначеної сфери економіки, механізм її реалізації та контролю за її виконанням; гранти для підвищення ефективності процесу підготовки та реалізації проекту.

Позапроектна допомога розвитку країни включає:

- *товарну допомогу*: довгострокові пільгові експортні кредити для придбання імпорتنих товарів; продовольча допомога у вигляді дару для перепродажу в місцевій валюті; створення спеціальних фондів підтримки сільського господарства за рахунок прибутків, отриманих від використання експортних кредитів;

- *гранти на підтримку реформаторських дій уряду*: покриття дефіциту платіжного балансу; фінансування окремих частин деяких проектів;

- *позакредитні інструменти МОДР*: обговорення стратегії розвитку країни на коротко-та середньострокову перспективу; загальноекономічна та галузева дослідницька робота; мобілізація та координування офіційних ресурсів шляхом проведення засідань країн-донорів та участі у спільному фінансуванні.

Міжнародна офіційна допомога розвитку здійснюється на двосторонній (міждержавній) і багатосторонній основі, причому двосторонні потоки вдвічі перевищують багатосторонні.

При здійсненні МОДР на двосторонній основі країни-донори надають кредити і безповоротні субсидії з бюджету і суворо контролюють їх витрачання. Країни-донори повинні виділяти на МОДР кошти в розмірі 0,7% ВВП, що зафіксовано в ряді міжнародних документів. Однак провідні країни-донори (США, Японія, Німеччина, Велика Британія) надають кошти в меншому розмірі — 0,25% — 0,35% (табл. 10.1). Тому загальний обсяг допомоги в 2011 р. знизився порівняно з 2010 р. на 2,7%.

Таблиця 10.1

МІЖНАРОДНА ОФІЦІЙНА ДОПОМОГА РОЗВИТКУ в 2011 р.

		% від ВВП	млрд. дол. США
Загальний обсяг МОДР	Цільовий показник ООН	0,7	300,3
	Виконання в 2011 р.	0,31	133,5
	Відставання в 2011 р.	0,39	166,8
МОДР для найменш розвинутих країн	Цільовий показник ООН	0,15–0,20	63,7–84,9
	Виконання в 2010 р.	0,11	46,5
	Відставання в 2010 р.	0,04–0,09	17,2–38,4

Джерело: [43]

Основними критеріями при розподілі МОДР є: рівень економічного розвитку країни-реципієнта; військово-стратегічні, політичні, соціально-економічні міркування.

Більша частина ресурсів, що виділяється, прив'язується до фінансування конкретних об'єктів. На пільгових умовах здійснюється кредитування будівництва інфраструктурних об'єктів (транспорт, зв'язок, енергетика), соціальних програм (освіта, охорона здоров'я), сільського господарства. Важлива роль належить також продовольчій допомозі.

При здійсненні МОДР на багатосторонній основі кошти надходять від міжнародних фінансових організацій: МБРР, регіональних банків розвитку, МВФ, різних фондів у рамках ООН, ЄС.

Міжнародна офіційна допомога, яка надається країнами, що входять до Комітету по наданню допомоги на цілі розвитку (КДР) становить більше 133 млрд дол., що еквівалентно 0,31% загального ВВП цих держав (табл. 10.2).

За базовими програмами розвитку допомога за останній рік зросла на 9%. Переважна частка приросту МОДР припадала на зниження боргу іноземним кредиторам. По цьому компоненту підтримка з-за кордону зросла в 3 рази. Інша складова — гуманітарна допомога — зросла на 15,8% і досягла 8,7 млрд дол.

Таблиця 10.2

ОБСЯГИ МОДР ПРОВІДНИХ КРАЇН-ДОНОРІВ

Країни	2010 р.		2011р.	
	млн. дол.	у % до ВВП	млн. дол.	у % до ВВП
Австралія	3 826	0.32	4 799	0.35
Австрія	1 208	0.32	1 1070	0.27
Бельгія	3 004	0.64	2 800	0.53
Канада	5 209	0.34	5 291	0.31
Данія	2 871	0.91	2 981	0.86
Фінляндія	1 333	0.55	1 409	0.52
Франція	12 915	0.46	1 2994	0.46
Німеччина	12 985	0.39	14 533	0.40
Греція	508	0.17	331	0.11
Ірландія	895	0.52	904	0.52
Італія	2 996	0.15	4 241	0.19
Японія	11 021	0.20	10 604	0.18
Корея	1 174	0.12	1 321	0.12
Люксембург	403	1.05	413	0.99
Нідерланди	6 357	0.81	6 324	0.75
Нова Зеландія	342	0.26	429	0.28
Норвегія	4 580	1.10	4 936	1.00
Португалія	649	0.29	669	0.29
Іспанія	5 949	0.43	4 264	0.29
Швеція	4 533	0.97	5 606	1.02
Швейцарія	2 300	0.40	3 086	0.46
Велика Британія	13 053	0.57	13 739	0.56

США	30 353	0.21	30 745	0.20
УСЬОГО	128 465	0.32	133 526	0.31

Джерело: [43]

МОДР, яка надавалась країнами ЄС у рамках КДР, зросла на 28,5% (до 55,7 млрд дол.). Основна її частина спрямовувалась на зниження боргових зобов'язань країн-реципієнтів.

За останнє десятиліття за активної участі ОЕСР було укладено низку міжнародних угод, спрямованих на підвищення ефективності допомоги. Дві знакових угоди — Паризька декларація щодо підвищення ефективності зовнішньої допомоги (2005 р.) і Аккрська програма дій (2008 р.) — були підписані більше 100 донорами та одержувачами МОДР. У цих документах закріплені п'ять базових принципів надання міжнародної офіційної допомоги:

- одержувачі повинні розробити власні національні стратегії розвитку;
- донори повинні підтримувати національні стратегії, розроблені одержувачами допомоги;
- донори повинні домагатися гармонізації та координації своїх дій;
- національні стратегії розвитку повинні містити чіткі цілі, а досягнення цих цілей повинно контролюватися;
- донори та одержувачі допомоги спільно відповідають за досягнення цілей розвитку.

Для того щоб МОДР стимулювала економічне зростання (а не залежність від допомоги), країни-реципієнти самі повинні діяти більш активно — займатися мобілізацією внутрішніх ресурсів, залучати іноземні інвестиції, розвивати малий і середній бізнес. Необхідно продовжити реформування системи міжнародної торгівлі і фінансів, шукати нові інструменти та форми фінансування міжнародного розвитку. Приватні фонди та некомерційні організації, як нові учасники в МОДР, вносять все більш значний внесок у сприяння розвитку. За оцінками ОЕСР, в 2010 р. ці організації витратили на цілі розвитку 31 млрд. дол. [35].

10.5. Міжнародна заборгованість

10.5.1. Причини міжнародної заборгованості

Практика міжнародного кредитування з усією очевидністю свідчить, наскільки реальний розвиток міжнародного кредиту не узгоджується з

такими умовами нормальної роботи кредитної системи, як стабільність та своєчасна виплата боргів.

Вагоме підтвердження цього — світова криза заборгованості.

Головною причиною періодичної повторюваності міжнародної кризи заборгованості є наявність сильної мотивації до відмови від платежів по боргу суверенними боржниками. Якщо уряди-боржники доходять висновку, що виконання всіх платіжних зобов'язань не забезпечує більше чистого припливу коштів у майбутньому, з'являється стимул відмовитись від частини або від усіх платежів по боргу, аби тільки уникнути відпливу ресурсів з країн. Існування такого стимулу до відмови від платежів допомагає пояснити неодноразові випадки відмови від платежів латиноамериканських країн на початку XIX ст., одночасні масові відмови платити в період фінансових криз 1929-1932 рр., 1975-1986 рр., 1997-1999 рр., 2008-2009 рр., коли розмір сум обслуговування боргу зріс до розмірів нових надходжень капіталу і багато боржників вимагали перегляду строків платежів.

Причина припинення платежів суверенними боржниками допомагає пояснити і деякі риси поведінки міжнародних кредиторів. Одна з них — наполегливість у встановленні вищої відсоткової ставки в кредитах зарубіжним урядам у порівнянні з кредитами приватним та державним позичальникам у своїй власній країні. Вимоги вищої відсоткової ставки є способом отримання своєрідної премії на випадок відмови від виплат по боргах: поки немає кризи, кредитори отримують цю премію, але у випадку кризи вони мають великі збитки.

Що здатне вирішити проблему відмови від платежів? Гадаємо, що це не може бути традиційне продовження, але пов'яже надходження нових кредитів боржнику з виконанням вимоги «затягування пасків», щоб відтягти момент відмови від виплат по боргах. Нові кредити повинні щонайменше покривати суми виплат відсотків та основної суми боргу. Але навіть нові кредити настільки великі, що їх надання збільшує загальну суму боргу, через те, що боржник врешті решт може відмовитись платити незалежно від того, як довго здійснюватиметься нове кредитування.

Надійним способом вирішення проблеми права власності на кредити, що надаються суверенним боржникам, є введення застави або забезпечення (того чи іншого виду), які можуть перейти у власність кредитора у випадку зупинення виплат за боргом позичальника. В угодах по позиках у середині країни юридично оформлені застава чи забезпечення відіграють важливу роль у підтриманні виплат за боргом і разом з тим у зміцненні кредитоспроможності боржника, дозволяючи йому отримувати позики за нижчою відсотковою ставкою і за зручнішою тимчасовою схемою. У минулому країнами, що своє-

часно сплачували борги, звичайно виявлялися ті, чії кредитори мали можливість накласти арешт на активи боржників у випадку недоотримання строків виплат.

Незважаючи на прийняття зазначених вище заходів, сукупний борг країн світу за останні 10 років зріс у 2 рази і в 2012 р. досяг 69080 млрд дол. [42]. Зовнішній борг окремих країн світу ілюструють дані табл. 10.3.

Таблиця 10.3

ЗОВНІШНІЙ БОРГ ДЕЯКИХ КРАЇН СВІТУ, млрд дол.

Країна	Обсяг зовнішнього боргу		
	млрд. дол.	на душу населення, дол.	у % до ВВП
ЄС-27	16 080,00	27,864	85
США	16 506,20	52,17	105
Франція	5 633,00	74,619	182
Німеччина	5 624,00	57,755	142
Японія	2 719,00	19,148	45
Італія	2 684,00	36,841	108
Нідерланди	2 655,40	226,503	344
Іспанія	2 570,00	18,26	84
Ірландія	2 352,00	26,82	108,2
Люксембург	2 146,00	3,696,467	3,443
Бельгія	1 399,00	113,603	266
Австралія	1 376,00	52,596	95
Швейцарія	1 346,00	154,063	229
Канада	1 181,00	29,625	64
Швеція	1 016,00	91,487	187
Велика Британія	983,6	156,126	390
Гонконг	903,2	105,42	334
Австрія	883,5	90,128	200
Китай	697,2	396	8, 7
Норвегія	644,5	131,22	141
Данія	626,9	101,084	180
Греція	583,3	47,636	174
Португалія	548,8	47,835	223
Росія	501,3	3,634	23

Фінляндія	370,8	68,96	155
Південна Корея	370,1	7,567	37
Бразилія	310,8	1,608	15

Джерело: [14, с. 150]

Основна частина заборгованості припадає на країни, що розвиваються. Проблема міжнародної заборгованості цих країн є однією з центральних як за теорією, так і за практикою міжнародної валютно-кредитної та фінансової політики.

Значне зростання заборгованості країн, що розвиваються, розпочалося з середини 70-х років ХХ ст. Розглянемо його причини.

З одного боку — зростання позичкового капіталу, який шукає прибуткового застосування, що розпочалося у зв'язку з нафтовою кризою кінця 1973 р. Країни, що розвиваються, виявилися залученими до інтенсивного процесу міжнародного переміщення капіталу. Необхідність реалізації програми індустріалізації, виплати відсотків за попередніми позиками, використання нових позик не на цілі розвитку, а на покриття поточного дефіциту платіжних балансів у зв'язку зі зростанням цін на паливо, нав'язування їм з різних боків політики мілітаризації, діяльність ТНК спонукала країни, що розвиваються, брати позики і кредити у зростаючих обсягах. Негативну роль зіграла і масова корупція чиновництва, яке наживалося на угодах по отриманню кредитів.

З іншого боку — в цей же період відбувся ряд взаємопов'язаних подій, які негативно вплинули на економічний і фінансовий стан країн, що розвиваються, і призвели до боргової кризи; у 1982 — 1983 рр. багато економічно відсталих країн виявились неспроможними здійснювати виплати за своєю зовнішній заборгованістю.

Головні з цих подій — це стрибок цін на імпортовану нафту, скорочення попиту на сировину та сільськогосподарську продукцію з боку розвинутих країн і, відповідно, зменшення експортних надходжень у країни, що розвиваються, підвищення відсоткових ставок у розвинутих країнах, зростання курсу долара, скорочення приватних позик.

Дефолти урядів країн, що розвиваються, були звичайним явищем у 80-90-их рр. (дефолт — відмова боржника від виконання власних зобов'язань за борговими цінними паперами, несек'юритизованими позиками та кредитами¹). Однак починаючи з 2000 р. ситуація кардинально змінилася. Продумана бюджетна політика, швидке зростання економіки

¹ Несек'юритизовані кредити та позики є безоблігаційною формою зовнішніх державних запозичень.

і валютних резервів, високі ціни на сировину, дозволили країни, що розвиваються, знизити обсяги запозичення.

Як відмічає Всесвітній банк, просліджується тенденція зменшення зовнішньої заборгованості країн, що розвиваються. Так, Таїланд удвічі знизив показник зовнішньої заборгованості, який у розпал азіатської кризи становив 75% ВВП. У 2006 р. Бразилія, Мексика, Венесуела оголосили про викуп облігацій на загальну суму 15,5 млрд дол., завдяки чому зкономлено на відсоткових платежах величезні суми. За даними Асоціації учасників ринків, що розвиваються (EMTA), обсяг боргових зобов'язань країн, що розвиваються, у 2005 р. становив 5,485 трлн дол. (на 18% більше, ніж у 2004 р.) [14, с. 152].

Нова світова фінансова криза, яка почалася в 2008 р., негайно негативно відбилася на рівні міжнародної заборгованості. Збитки фінансових установ різних країн становили 4 трлн дол. Деякі країни опинилися на межі дефолту. Головними причинами кризи були: обвал ринку нерухомості, стрімке зростання кількості неповернених кредитів, банкрутство кредитних фондів, списання світовими банками сотен мільярдів доларів збитків, обвал фондових ринків, зростання цін на енергоносії, прискорення темпів зростання світової інфляції та зниження темпів зростання світової економіки.

Таким чином, міжнародна заборгованість є гострою проблемою світової економіки. Економічне становище країни внаслідок глобалізації фінансових ринків дедалі більше залежить від зовнішніх джерел, необхідних для покриття дефіциту державного бюджету, внутрішнього інвестування, соціально-економічних реформ у використанні боргових зобов'язань. Мобільність і масштаби потоків капіталу, залежать від рівня розвитку країн. Фінансові ресурси, отримувані країною на комерційних умовах у вигляді кредитів, призводять до виникнення зовнішнього боргу, оскільки вимагають відповідної оплати.

10.5.2. Поняття зовнішнього боргу країни та його реструктуризація

Зовнішній борг — це сума фінансових зобов'язань країни перед іноземними кредиторами за непогашеними зовнішніми позиками і невиплаченими за ними відсотками.

Довгострокові боргові зобов'язання країни включають:

- державний (офіційний) зовнішній борг, під яким розуміють суму зобов'язань центральних і місцевих державних органів перед зовнішніми кредиторами за невиплаченими позиками і відсотками за ними. Зовнішніми кредиторами можуть виступати уряди іноземних держав,

центральні банки, урядові структури, міжнародні і регіональні валютно-фінансові організації;

- борг, гарантований державою, тобто борг приватних фірм, банків, компаній, гарантом оплати котрого є держава;

- приватний негарантований борг, тобто борг приватних позичальників, оплата якого не гарантується державою. Він виникає у випадку отримання позичальником банківських та інших кредитів, шляхом залучення боргових цінних паперів на міжнародному фондовому ринку.

Платежі з обслуговування зовнішнього боргу зазвичай відбуваються в іноземній валюті.

Для аналізу зовнішнього боргу, здатності країни обслуговувати зовнішній борг Всесвітній банк використовує ряд відносних показників:

- відношення загальної суми зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг;

- відношення загальної суми зовнішнього боргу до ВВП;

- відношення платежів з обслуговування боргу до експорту товарів і послуг;

- відношення платежів відсотків до ВВП;

- відношення міжнародних (офіційних) резервів до загальної суми зовнішнього боргу;

- відношення міжнародних (офіційних) резервів до імпорту товарів і послуг;

- частка короткострокового боргу в загальній сумі зовнішнього боргу;

- частка боргу міжнародним організаціям у загальній сумі зовнішнього боргу;

- частка концесійного боргу в загальній сумі зовнішнього боргу.

Вважається, що верхньою межею оптимальності зовнішнього боргу повинно бути:

а) відношення загальної суми зовнішнього боргу до експорту товарів і послуг на рівні 200—250%;

б) відношення платежів щодо обслуговування боргу до експорту товарів і послуг не більше ніж 20—25%. (При розрахунку цих показників враховується лише державний і гарантований державою борг).

Сплата позик суверенними боржниками є найбільш вірогідною за умови їх платоспроможності. Тому кредитори ідуть на реструктуризацію боргу.

Реструктуризація боргу — це переоформлення боргових зобов'язань, за якими настав або прострочено строк платежу. Цей процес відбувається у рамках Паризького клубу офіційних кредиторів та Лондонського клубу приватних кредиторів.

Паризький клуб — неформальне об'єднання урядів країн-кредиторів, яке було створено у 1956 р. Він визначає умови забезпечення державних позик і позик гарантованих державою. Клуб функціонує у тісному співробітництві з МВФ, Всесвітнім банком, ОЕСР, ЮНКТАД.

У своїй роботі Паризький клуб притримується трьох основних принципів:

- наявність неопосередкованої загрози неотримання платежів;
- обумовленість реструктуризації боргу зобов'язанням боржника проводити певну економічну політику;
- рівномірне розподілення невиплачених боргів серед кредиторів.

Перші два принципи — це умови, які країна-боржник повинна виплатити, перш ніж питання про перегляд старих умов погашення боргу буде розглянуте Паризьким клубом. Третій принцип не є обов'язковим. Він говорить про те, що кредитори повинні діяти спільно та координувати свої дії та вимоги до боржників.

Для створення більш ефективної системи реструктуризації боргу Паризький клуб розробив класифікацію країн за рівнем їхніх доходів, згідно з якою для кожної групи країн застосовуються певні умови при отриманні згоди на реструктуризацію боргу. По відношенню до найбідніших країн застосовують Торонтські, Лондонські та Неапольські умови; до найбідніших країн із середнім рівнем доходу — Х'юстонські умови; заможні країни із середнім рівнем доходу користуються Стандартними умовами.

Торонтські умови були прийняті у 1988 р. та застосовуються по відношенню до країн, доход на душу населення в яких не перевищує встановленого Всесвітнім банком рівня, який на сьогоднішній день становить 540 дол. на рік. Таким країнам може бути:

- списана третина боргу з переглядом відсоткових ставок по його обслуговуванню;
- надатися можливість погасити борг в строк до 25 років, 14 з яких відсотки нараховуються по пільговому режиму. Крім того,
- нарахування відсотків проводиться за ставками удвічі менших за ринкові.

Лондонські умови означають:

- анулювання 25% боргу з подальшою реструктуризацією суми, що залишилась, на 23 роки з шестирічним пільговим періодом;
- реструктуризація боргу за ринковими відсотковими ставками на 25 років з 16-річним пільговим періодом;
- реструктуризація зобов'язань по обслуговуванню кредиту, що був наданий як офіційне сприяння розвитку країни, на 30 років із 20-річним пільговим періодом

Згідно з *Неапольськими умовами* реструктуризація боргу проводиться на протязі 40 років, а пільговий період може складати 16 або 20 років. У цьому випадку відсоткова ставка не переглядається.

Х'юстонські умови прийняті у 1990 р. по відношенню до бідних країн, у яких річний дохід на душу населення перевищує максимальний рівень, установлений Всесвітнім банком, що на сьогодні складає майже 785 дол. на рік. Згідно з цими умовами:

- строк погашення комерційних кредитів збільшується до 15 років з пільговим періодом у 8 років;
- з програм офіційної допомоги строк погашення й пільговий період складають 20 та 10 років відповідно.

До найбідніших країн також застосовуються *Ліонські умови* (з 1997 р.), за якими боргові зобов'язання можна знижувати до 80%.

Найбільш розповсюдженими є *Стандартні умови*, які дозволяють реструктуризацію 10% боргу на 10 років з 5-річним пільговим періодом.

Серед нововведень Паризького клубу — «Ініціатива НІРС», яка передбачає цілеспрямовані зусилля по зниженню боргу для найбідніших з країн, що розвиваються, за умов проведення у них реформ з фінансової санації, які мають бути схвалені Всесвітнім банком та МВФ.

Лондонський клуб — це форум з перегляду строків погашення кредитів, що надані комерційними банками без гарантій з боку урядів країн-кредиторів (діє з 1976 р.). Це неофіційна організація, до складу якої входять комерційні банки, перед якими мають заборгованість країни третього світу. Як правило, Лондонський клуб не переглядає розміру відсоткових ставок за кредитами. Зазвичай комерційні банки просто надають країнам-боржникам нову позику як захід щодо реструктуризації.

До заходів реструктуризації боргу відносяться перенесення строків платежів, зменшення суми боргу або повністю його списання, рекапіталізація. Механізм рекапіталізації передбачає обмін боргів на облігації боржників або надання їм нових цільових кредитів на погашення попередніх боргів. Рекапіталізація є найбільш популярною заходом реорганізації боргу для комерційних банків-кредиторів. Цей механізм був прийнятий в 1989 р. і називається планом Брейді. Згідно з цим планом банки йдуть на реорганізацію деякої частини боргу країни, що розвивається (як правило, це — зниження відсоткових виплат) лише в тому випадку, якщо її уряд буде здійснювати більш радикальну програму макроекономічних та структурних перетворень. Кожен банк-кредитор має право вибрати свої методи реструктуризації, які були передбачені в умовах договору. Однак, на підставі сформованої практики, банки вибирають дорадчий комітет, який представляє інтереси всіх банків-кредиторів і веде переговори з урядом-боржником.

Аналізуючи результати багатосторонніх програм подолання кризи міжнародної заборгованості країн, що розвиваються, Всесвітній банк дійшов певних висновків:

1. Основну роль в економічному розвитку країни грає не зовнішнє фінансування (кредити і допомога), а внутрішні ресурси і виважена економічна політика.

2. Широка опора на зовнішні капітали приводить у довгостроковому плані до посилення залежності соціально-економічного розвитку країни від несприятливих зовнішніх подій. Зовнішнє фінансування може відігравати корисну роль лише тоді, коли воно доповнює і підкріплює здорову внутрішню економічну політику.

Реструктуризація боргу потребує від країни-боржника проведення економічної політики, схваленої МВФ. Однак практика виконання рекомендацій МВФ, без урахування специфіки країни, в багатьох випадках призводить до погіршення стану її економіки, викликає соціальні конфлікти, що змушує відмовлятися від деяких вимог МВФ і тим самим утруднює подолання кризи заборгованості.



ГЛАВА 11 МІЖНАРОДНИЙ РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ

11.1. Міжнародний ринок цінних паперів: поняття та тенденції розвитку

Важливим сегментом світового фінансового ринку є міжнародний ринок цінних паперів (РЦП). Його роль в останні роки значно зросла. За високих темпів економічного піднесення багатьох промислово розвинутих країн світу традиційні джерела фінансування вже не повною мірою задовольняють потреби великих корпорацій у капіталі. Тому такі компанії не обмежуються послугами національних банківських систем і, покладаючись на свій високий кредитний рейтинг, залучають дешеві фінансові ресурси шляхом емісії цінних паперів. Зростання попиту з боку емітентів, збільшення пропозиції в результаті інтеграції національних ринків, конкуренція як наслідок відкритості та глобалізації економіки призводить до зменшення ролі банківського сектору як механізму перерозподілу фінансових ресурсів на національному та міжнародному рівнях і до одночасного посилення інвестиційної та позичкової діяльності на міжнародному ринку цінних паперів.

Випуск цінних паперів дає можливість: отримати позику на тривалий строк (до декількох десятиліть, наприклад, облігації), тобто вкладання в інструменти позики, безстрокового користування фінансовими ресурсами (акції), тобто вкладання в інструменти власності (титули власності), знизити фінансовий ризик, тобто викладання в інструменти торгівлі фінансовим ризиком (фінансові деривативи).

Ринок довгострокових цінних паперів називають фондовим ринком. Разом з короткостроковими борговими зобов'язаннями грошового ринку (векселя, сертифікати) фондовий ринок утворює ринок цінних паперів.

Таким чином, міжнародний ринок цінних паперів об'єднує частину міжнародного ринку боргових зобов'язань (а саме: міжнародний ринок боргових цінних паперів, який переважно є міжнародним ринком облігацій),

міжнародний ринок титулів (прав) власності та міжнародний ринок фінансових деривативів.

До інструментів позики відносяться облігації, векселі, ощадні сертифікати. До інструментів власності — всі види акцій, депозитарні розписки. Існують також гібридні інструменти — цінні папери, які мають ознаки як облігацій, так і акцій (наприклад, привілейовані акції і конвертовані облігації) і похідні інструменти — варанти, опціони, ф'ючерси тощо.

Ринок інструментів позики, має справу з позичковим капіталом, а ринок інструментів власності — з частками (паями) власності в капіталі фірми.

Фондовий ринок має справу з інструментами довгострокової позики й інструментами власності, похідними фінансовими інструментами.

На міжнародних ринках цінних паперів ведеться торгівля цінними паперами, деномінованими в іноземних валютах.

Банк міжнародних розрахунків розрізняє такі види емісії цінних паперів на міжнародному ринку:

- емісія цінних паперів нерезидентами в національній або іноземній валюті на внутрішньому фінансовому ринку країни;
- емісія цінних паперів резидентами в іноземній валюті;
- емісія цінних паперів резидентами в національній валюті, які призначені для продажу іноземним інвесторам [15, с. 175].

Міжнародний ринок цінних паперів має дві структурні складові:

▪ іноземний ринок цінних паперів. Це фінансовий ринок держав, на якому укладаються угоди щодо фінансових активів нерезидентів — іноземних цінних паперів;

▪ євроринок цінних паперів. Це ринок, на якому випускаються, купуються та продаються цінні папери, виражені в євровалютах. Визначення європаперів наведено у Директиві Комісії ЄС №89/298/ЄЕС, згідно з якою європапери — це обігові цінні папери, які:

- 1) проходять андеррайтинг і розміщуються за посередництвом синдикату, щонайменше два учасники якого зареєстровані в різних країнах;
- 2) пропонуються в значних обсягах в одній або більше країнах, за винятком країни реєстрації емітента;
- 3) можуть бути початково придбані лише за посередництва кредитної організації або іншої фінансової інституції.

Для функціонування РЦП необхідні певні передумови: попит, позиція, посередники, системи регулювання і саморегулювання. Попит на цінні папери визначається добробутом нації. Чим вищий рівень життя, тим більше заощаджень у населення і можливості купівлі цінних паперів. Пропозиція визначається попитом. Вона тим вища, чим більше розвинений ринковий механізм поставки джерел довгострокового кредитування і фінансування. Для розвитку ринку цінних паперів необхідні фахівці інвестиційного бізнесу і система підготовки таких фахівців. І нарешті, потрібні посередницькі організації — брокерські та інвестиційно-дилерські фірми, фондові біржі та органи регулювання інвестиційного бізнесу.

Ринок цінних паперів — найважливіше джерело інвестиційних ресурсів для урядів, корпорацій та банків.

11.1.1. Інвестиційний капітал, його постачальники та споживачі

Термін «інвестиції» має декілька значень. Найбільш загальне — це визначення інвестицій як використання грошей з метою отримання доходу або нарощування капіталу. Всі види майнових та інтелектуальних цінностей, які вміщені в об'єкти підприємницької й інших видів діяльності з метою отримання прибутку або досягнення соціального ефекту, є інвестиціями.

Уже з цього визначення видно, що йдеться не просто про гроші, а про гроші, котрі є грошовою формою кругообігу капіталу, тобто інвестиційним капіталом. Інвестиційний капітал може бути власним (нерозподілений прибуток, амортизаційні відрахування) і позиченим, джерелом якого є тимчасово вільні чужі грошові кошти. Але вільні грошові кошти не є інвестиціями. Вони перетворюються на інвестиції в руках тих, хто витрачає їх на купівлю елементів виробництва, що приносить доход, тобто перетворює на реальні активи. Реальні активи — це економічні ресурси фірми: основний і оборотний капітал, нематеріальні кошти (патенти, ліцензії, ноу-хау, товарні знаки тощо), використовувані для виробничої діяльності з метою отримання доходу. Власні накопичення, переходячи в реальні активи, прямо перетворюються в інвестиції. Чужі вільні грошові кошти (заощадження) перетворюють в інвестиції через ринок капіталу, насамперед через фондовий ринок.

Об'єктами інвестування можуть бути реальні інвестиційні проекти, об'єкти нерухомості та різноманітні фінансові інструменти. Фінансові інструменти, як об'єкти інвестування — це різні типи фінансових зобов'язань:

- депозитні вклади в банку;
- цінні папери (облігації, акції, опціони тощо).

Отже, термін «інвестиції» використовують для позначення:

- а) вкладання грошових коштів, інтелектуальних цінностей в реальні активи, тобто у виробництво;
- б) вкладення грошових коштів у фінансові інструменти, тобто купівля цінних паперів.

У цій главі і далі під інвестиціями будуть розумітися вкладення у фінансові активи, а не у виробництво. Іншими словами, ми розглядати- мемо інвестиції як будь-який фінансовий інструмент, у який можна вмістити гроші, розраховуючи зберегти або примножити їхню вартість і забезпечити позитивну величину доходу.

Основними цілями інвесторів є: безпека вкладень; збільшення поточних доходів; накопичення коштів для великих витрат; накопичення

коштів на пенсійний період; зростання вкладень; «приховування» доходів від податків; ліквідність вкладень.

Інвестор при закупівлі цінних паперів думає насамперед про мінімізацію ризику. Під безпекою вкладень розуміють невразливість інвестицій від потрясінь на ринку інвестиційного капіталу і стабільність отримання доходу. Безпека звичайно досягається на шкоду доходності і зростанню вкладень. Найбільш безпечними вважаються вкладання в облігації державних позик. Найбільш ризикованими — вкладення в акції молодій наукомісткій компанії, котрі можуть бути найбільш вигідними за доходністю і зростанням інвестицій. Максимізація доходу на інвестиції зазвичай пов'язана з низьким рівнем безпеки.

Деякі інвестори при виборі цінних паперів віддають перевагу їхній ліквідності або ринковості. Під ліквідністю розуміється можливість швидкого і безбиткового для інвестора перетворення цінних паперів у гроші.

Жодний цінний папір не має таких якостей, які забезпечували б досягнення всіх перерахованих цілей. Механізм ринку цінних паперів діє так, що коли цінні папери справді надійні, то доходність буде низькою, оскільки підвищення попиту на них підніме ціну і зіб'є доходність. Аналогічним чином складається відношення між такими якостями цінних паперів, як перспектива зростання капіталу і доходність.

Оптимальність портфеля цінних паперів досягається диверсифікацією вкладень, коли капітал розподіляється між численністю різних цінних паперів, а також регулярним переглядом портфеля. Заведено обмежувати інвестиції в один вид цінних паперів 5-10% від загальної вартості портфеля.

Фондовий ринок — це механізм для укладення угод між тими, хто пропонує цінні папери, і тими, хто пропонує гроші. В операції купівлі-продажу на фондовому ринку продавцем вважається той, хто продає цінні папери, а покупцем — власник грошей. Цінний папір протистоїть грошам як особливий товар, випуск якого в обіг називається емісією.

Продавці цінних паперів (вони ж є і споживачами інвестиційного капіталу) називаються *емітентами*, а покупці цінних паперів (вони ж є постачальниками інвестиційного капіталу і тримачами цінних паперів) — *інвесторами*. Емітент — лише перший продавець цінних паперів, котрий випускає їх для отримання грошей, необхідних йому для своєї діяльності. Він випускає цінні папери від свого імені і несе відповідальність за них. Але емітент може продати цінні папери не кінцевому тримачеві цінних паперів, а посереднику (перекупнику), котрий спочатку виступає як покупець, а потім — як продавець цінних паперів. А відтак поняття «емітент» і «продавець» співпадають лише на первинному ринку цінних паперів. На вторинному ринку, де відбувається їх перепродаж, ці поняття не співпадають.

Єдиним джерелом інвестиційного капіталу є заощадження. Заощадження виникають, коли доходи підприємств, уряду й окремих громадян перевищують їхні витрати. Найбільшими постачальниками інвестиційного капіталу є індивідуальні заощадники. Особисті заощадження (у формі банківських депозитів, сертифікатів пенсійних фондів, облігацій державних позик, корпоративних цінних паперів, страхових полісів тощо) досягають 20-30% всіх заощаджень.

Нефінансові корпорації є головними творцями інвестиційного фонду (приблизно 60% в розвинутих країнах), але їх заощадження в основному, набуваючи форми нерозподіленого прибутку й амортизаційних відрахувань, залишаються всередині корпорації. Фінансові потреби корпорацій, як правило, перевищують їхні заощадження. А тому на ринку інвестиційного капіталу підприємницький сектор виступає як чистий кінцевий позичальник-споживач інвестиційного капіталу. Державний сектор також звичайно виступає чистим позичальником.

За конституцією багатьох країн, місцеві органи влади можуть випускати цінні папери як для власних, так і для закордонних інвесторів. Вартість муніципальних цінних паперів визначається здатністю місцевих органів виплачувати відсотки і дотримуватися строків погашення боргу.

Інституціональними постачальниками інвестиційного капіталу є комерційні банки, траст-компанії, страхові і пенсійні фонди. Комерційні банки проводять фінансові операції в основному на грошовому ринку, де вони виступають покупцями і продавцями казначейських білетів та інших державних цінних паперів зі строком погашення не більше трьох років. На ринку інвестиційного капіталу їхня роль не так значна. Банки можуть випускати свої акції. Траст-компанії виконують агентську функцію по управлінню і зберіганню індивідуальних портфелів цінних паперів, передачі акцій. Траст може бути опікуном корпоративних облігацій тощо. Інвестиційна діяльність страхових компаній і пенсійних фондів лежить у сфері високодохідних довгострокових цінних паперів. Страховий бізнес є величезним тримачем інституціональних заощаджень. Пенсійні фонди також є великими покупцями високодохідних державних і корпоративних цінних паперів, оскільки доход на інвестиції пенсійних фондів не обладається податком.

Іноземний сектор (іноземні корпорації, уряди й окремі громадяни) може бути і чистим позичальником, і чистим заощадником щодо певної країни. Якщо іноземний сектор має від'ємний баланс руху капіталу з даною державою, то він по відношенню до неї є чистим кредитором, якщо баланс є позитивним — то чистим боржником.

Особливе місце на ринку займає центральний банк. Центральний банк випускає державні облігації, виплачує з них відсотки і погашає їх.

Для управління урядовими депозитами центральний банк має особливий рахунок для вкладання надлишку урядових доходів у цінні папери (звичайно самого ж уряду).

Одним із завдань центрального банку є управління державним боргом: визначення властивостей облігацій, умов їх випуску, місця розміщення, зміна складу боргу. Державний борг являє собою кумулятивний (за всі роки) дефіцит державного бюджету. Він складається з ринкових облігацій і неринкових облігацій.

Ринкові облігації:

- казначейські векселі, котрі продаються Міністерством фінансів центрального банку за його заявкою. Строк їх погашення — до одного року;

- казначейські ноти і казначейські облігації, які мають купони, на котрих вказано відсоток і дату їх виплати. Строк погашення — від 2 до 30 років.

Неринкові облігації:

- заощаджені облігації та інші, котрі реєструються на ім'я тримача і не можуть бути продані. Заощаджені облігації можуть бути продані за номінальною вартістю в будь-який час, що робить їх високоліквідними.

Періодично уряд випускає облігації, які деноміновані в іноземній валюті для розміщення за кордоном. Основна мета таких випусків — забезпечити стабільність валютного курсу.

Керуючи державним боргом, центральний банк збирає і обробляє економічну інформацію, стежить за змінами попиту на цінні папери, рівнем відсотка і ліквідності на РЦП. Центральний банк піклується про умови маркетингу і розподіл облігацій, погоджуючи їх фондову політику з кредитно-грошовою і фіскальною.

11.1.2. Посередники на ринку цінних паперів

Операції купівлі-продажу цінних паперів здійснюються на РЦП через посередників: інвестиційних дилерів і брокерів, інвестиційний фонд, депозитарій (установа, що зберігає цінні папери та оформляє передавання прав власності на них), розрахунково-клірингові установи, реєстраторів.

Брокер здійснює операції з цінними паперами на основі договору з клієнтом і за його рахунок. За послугу брокер отримує комісійні, а тому брокерська діяльність належить до розряду комісійної діяльності.

Дилер здійснює операції від свого імені і за свій рахунок з метою перепродажу цінних паперів третім особам або формування власного

резерву цінних паперів. Дилерська діяльність належить до числа комерційних.

Крім цих двох видів послуг, на РЦП існує депозитарна діяльність:

1) зберігання і передача цінних паперів та пов'язаний з цим їхній облік;

2) збирання, звіряння, коригування документів і проведення взаємних розрахунків — розрахунково-клірингова;

3) діє реєстратор — юридична особа, яка веде реєстр власників цінних паперів.

Посередницькі операції з випуску й обігу цінних паперів можуть виконувати:

- банківські установи;
- інвестиційні компанії, котрі поєднують функції фінансового посередника й інституціонального інвестора;
- підприємства, що спеціалізуються на роботі з цінними паперами і здійснюють посередницьку діяльність з випуску й обігу цінних паперів.

Організаційно оформленим і постійно діючим ринком цінних паперів є фондова біржа — добровільне об'єднання посередників фондового ринку.

11.1.3. Ризик інвестування

Ринок цінних паперів породжує інвестиційний ризик. Інвестиційний ризик полягає:

- в ризику втрати інвестованого капіталу;
- в ризику втрати можливості отримання очікуваного доходу.

Ризик втрати капіталу безпосередньо залежить від ринкового ризику і бізнес-ризик. Ринковий ризик безпосередньо не пов'язаний з комерційною і виробничою діяльністю фірми. Він може залежати від руху відсоткової ставки, біржової спекуляції, страйку тощо. Бізнес-ризик визначається можливістю і здатністю фірми підтримувати рівень доходу на вкладений капітал, а для акціонерного товариства — на акції. Опосередковано на бізнес-ризик впливає і конкурентна обстановка на міжнародному товарному, кредитному і валютному ринках.

Ризик втрати очікуваного доходу залежить від відсоткового ризику і ризику зміни купівельної спроможності грошей. Наприклад, державні облігації мають номінальну вартість, виражену в грошах. Несподіване підвищення цін зменшує реальну вартість облігацій на відсоткову величину знецінення грошей. Доходність акції складається з виплачуваного дивіденду і змін в ціні акції. Дивіденди і доходи від приросту капіталу, при достатньо великих періодах часу, визначаються виручкою компанії, котра, у свою чергу, залежить від технологічних, конкурент-

них, економічних та політичних чинників. Коливання валютного курсу також впливають на доходність цінних паперів.

Можливість того, що цінні папери будуть одночасно і доходними, і надійними, вкрай мала. Високий доход, як правило, супроводжується і великим ризиком. Інвестор, обираючи об'єкт інвестування, керується перевагою, котру він надає, або безпеці руху капіталу, або отриманню високого доходу. Цінні папери відносять до ризикованих, якщо норма прибутку на вкладений капітал сильно коливається. В принципі ж будь-які інвестиції в цінні папери вміщують елемент ризику.

Співвідношення ризику і доходу за видами цінних паперів або видами вкладів у США наведено в табл. 11.1 [15, с.182].

Таблиця 11.1

**ХАРАКТЕРИСТИКА РИЗИКУ ДОХОДІВ ЗА ВИДАМИ ЦІННИХ ПАПЕРІВ
АБО ВИДАМИ ВКЛАДІВ У США**

Цінний папір або вид вкладу	Доход на інвестиції	Ризик втрат інвестованого капіталу		Ризик втрати очікуваного доходу	
		Ризико- вий ризик	Бізнес- ризик	Відсот- ковий ризик	Ризик зміни купівельної спроможності грошей
Спекулятивні прості акції	15-20	В	В	Н	Н
Акції зростання	10-12	В	В	Н	Н
Акції з «блакитними корінцями»	8-10	С	С	Н	Н
Сертифікати інвестиційних фондів	8-10	С	С	Н	Н
Доходні акції	7-8	С — Н	С — Н	С	С
Конвертовані привілейовані акції	6-10	В — С	В — С	Н	Н
Конвертовані облігації	5-10	В — С	В — С	Н	Н
Облігації підприємства	5-8	С — Н	С-Н	В-С	В
Муніципальні облігації	4-5	Н	Н	В	С
Державні облігації	4-6	Н	Н	В	В
Рахунок в ошадному або комерційному банку	4-5	Н	Н	Н	В
Рахунок в швейцарському банку	0	Н	Н	Н	В
Заощадження в сейфі або в «панчосі»	0	Н	Н	Н	В

11.1.4. Етапи та тенденції розвитку світового фондового ринку

Розвиток світового фондового ринку пройшов 5 етапів.

Перший етап охоплює період 1860 — 1914 рр. На цьому етапі бурливо розвиваються національні фондові ринки, поширюється міжнародне переміщення капіталів, починає формуватись глобальний ринок капіталів.

На формування світового фондового ринку в цей час вплинули такі чинники:

- зміна структури і складу позичальників на ринку капіталу. У 1870 р. на світовому ринку 60% іноземних запозичень припадало на урядові позики, а в 1914 р. — менше 30%. Зростає роль приватних позик (збільшується емісія корпораціями акцій та облігацій);
- виробничий характер переважної частини запозичень;
- переважно довгостроковий характер здійснюваних запозичень;
- зростання взаємодії учасників фондового ринку;
- впровадження новітніх засобів комунікації і зв'язку;
- становлення фондових бірж як ключового елементу світового ринку капіталів.

Другий етап охоплює період 1920 — 1945 рр. На цьому етапі починається розпад світового фондового ринку і зникнення умов забезпечення його розвитку у довоєнний час.

Після Першої світової війни змінюється розстановка сил на світовому ринку капіталів. Країни Західної Європи перетворюються з експортерів в імпортерів капіталу.

Головним кредитором на світовому ринку капіталів стають США. Однак наприкінці 20-х років експорт капіталу зі США у зв'язку з економічним піднесенням уповільнився. На фондовому ринку США зростання котировок акцій (індекс Доу-Джонса) у 1924-1929 рр. становив 300%. Американські банки втрачають інтерес до західноєвропейського ринку. Потік приватного капіталу спрямовується на американський ринок, що погіршило фінансовий стан (аж до банкрутства) західноєвропейських банків, залучених до міжнародних операцій. Внаслідок цього американські банки зіткнулись із серйозними фінансовими труднощами, оскільки вони позбавились стабільних джерел надходження коштів в рахунок погашення раніш наданих кредитів західноєвропейським банкам.

Світова економічна криза 1929 — 1933 рр. і введення валютних обмежень з поточних і капітальних операцій на початку Другої світової війни призвели до дезінтеграції світового фондового ринку.

Третій етап охоплює період 1945-1972 рр. Розвиток валютних і фінансових відносин визначила Бреттон-Вудська угода 1944 р.

Міжнародний рух капіталу в перші повоєнні роки здійснювався переважно по державних каналах, а переміщення приватного капіталу знаходилося під жорстким державним контролем. Через жорсткі валютні обмеження міжнародна діяльність національних ринків капіталів практично була відсутньою. Формування світового ринку капіталів пішло шляхом розвитку євровалютного ринку, ринку єврооблігацій.

Світовий фондовий ринок на цьому етапі був представлений двома рівнями:

- на верхньому рівні функціонував облігаційний ринок;
- на нижньому — діяли замкнуті, відособлені національні ринки, на котрих операції з цінними паперами жорстко регулювались збоку національних органів.

Однак ступінь «прозорості» кордонів між світовими і національними фондовими ринками поступово підвищується, що свідчить про прояснення глобалізації ринку капіталів.

Четвертий етап охоплює період 1973—2000 рр. У цей період відбуваються радикальні перетворення національних фондових ринків розвинутих країн: створюється ринок банківських послуг, ринок державних запозичень, ринок корпоративних цінних паперів. Фактично йдеться про «фінансову революцію», складовою частиною якої стали:

- дерегуляція фінансових операцій всередині країни;
- лібералізація національних режимів в частині руху довгострокових капіталів;
- формування активної ринкової грошово-кредитної політики.

Політика дерегулювання і лібералізації створила умови для інтеграції національних фондових ринків, розширення масштабів операцій на них і переливання приватних капіталів між країнами. Створився тісний взаємозв'язок між г фондовими ринками провідних країн.

Змінюється модель проведення фінансових операцій: банки втрачають свою роль в якості головних фінансових посередників, поступаючи місцем фондовому ринку.

П'ятий етап розпочався з 2001 р. і триває понині. Фондовий ринок усе більше набуває обрисів дворівневої системи: *глобальний* рівень, представлений оборотом цінних паперів провідних ТНК, чия діяльність носить глобальний характер; та *національний*, на якому обертаються цінні папери національних компаній, а їх оборот забезпечується інфраструктурою локальних фінансових ринків.

Сучасний стан світового фондового ринку характеризується кількісною оцінкою його обсягу, динамікою та структурою різних видів цінних паперів.

Загальний обсяг світового фондового ринку становить майже 70 трлн. дол. США. При цьому 42% припадає на ринок акцій і 58% — на боргові зобов'язання.¹ Половина всього світового ринку за акціями і зобов'язаннями припадає на США [15, с. 185]. Обороти на ринку акцій становлять 800 млрд дол. на день, а на ринку облігацій — 950 млрд дол. Співвідношення між обсягами ринків акцій та облігацій у цілому відображають ситуацію на ринках розвинутих країн завдяки їхньому абсолютному домінуванню на світовому фондовому ринку. За окремими державам ці пропорції можуть значно відрізнятись. Так, в країнах Східної Азії більша частина ринку припадає на акції, а в державах Латинської Америки — на боргові папери.

До основних тенденцій сучасного розвитку світових фондових ринків відносяться:

- *зростання валютного чинника в операціях світових фондових ринків.* Нестабільність валютних курсів істотно впливає на рух фінансових потоків між ринками розвинутих країн;

- *сек'ютеризація фінансових операцій з акцентом на розвиток корпоративних фінансових інструментів (передусім акцій та їх похідних)²;*

- *посилення взаємозалежності національних фондових ринків.* Це проявляється насамперед в практично синхронному підвищенні або падінні курсів цінних паперів на національних ринках капіталів різних країн;

- *зростання амплітуди коливань курсів цінних паперів.* Синхронне коливання руху котировок цінних паперів на національних ринках створює умови для збільшення масштабів їх коливань і тривалості циклів руху курсів;

- *посилення впливу ринку капіталів на економіку.* Висока кон'юнктура на фондових ринках розвинутих країн сприяє підтриманню високої ділової активності в західних країнах, в стимулюванні науково-технічного прогресу, модернізації виробництва, концентрації капіталу. Наприклад, в США 60% загального обсягу щорічних інвестицій в економіку припадає на компанії, які пов'язані з новітніми технологіями;

- *зміна інфраструктури фондового ринку.* Застосування комп'ютерних телекомунікаційних технологій загострює конкурентну боротьбу всіх інфраструктурних елементів фондового ринку і його учасників,

¹ Обсяг світового фондового ринку розрахований за методом, який передбачає підсумовування заборгованості по борговим цінним паперам, за винятком векселів, та ринкової вартості акцій (у розрахунках беруть участь цінні папери, які знаходяться в обігу на організованих ринках цінних паперів).

² Сек'ютеризація — це процес перетворення малоліквідних фінансових активів на інструменти ринку капіталів (довгострокові боргові зобов'язання, акції), що придатні для продажу.

змушує їх вдосконалюватись технічно, організаційно і технологічно. Перш за все змінюється організація діяльності фондових бірж, вони розширюють спектр фінансових послуг, формують біржові альянси і союзи. Особливістю інфраструктури світового фондового ринку є рівність обсягів операцій на біржовому і позабіржовому фондовому ринку;

- *уніфікація нормативної бази регулювання операцій на фондових ринках.* Законодавчі норми регулювання операцій на фондовому ринку, які приймаються практично одночасно у США, Західній Європі та Японії, мають подібний зміст. Вони стосуються вимог в області фінансової звітності корпорацій, інсайдерської торгівлі, діяльності аналітичних та консультативних служб, рейтингових компаній тощо;

- *розвиток інфраструктури транскордонних операцій з фінансовими інструментами.* Так, на міжнародному валютному ринку діє Система безперервних розрахунків. Вона дає можливість знизити термін від моменту укладання угоди до остаточного розрахунку з 2-3 днів до декількох годин. Система використовується також для розрахунків за цінними паперами та інструментами грошового ринку. Запроваджується система автоматизації обробки заяв на купівлю та продаж інструментів фінансового ринку. У Західній Європі створюється єдина платформа за клірингом та розрахунками по цінних паперах. Через усе це можна суттєво знизити витрати операцій та мінімізувати ризики завдяки прискоренню розрахунків.

Рівень розвитку та роль фондового ринку різних країнах неоднакові. Це зумовлено відмінностями в структурі власності на акціонерний капітал та в системі контролю над компаніями. Фондовий ринок найбільш розвинутий у країнах, де існує «аутсайдерська» модель контролю над капіталом (в США, Великій Британії та інших англосаксонських країнах). Для цієї моделі характерні такі риси:

- капітал акціонерних компаній належить до широкої групи індивідуальних та інституціональних власників;

- існують ефективні механізми захисту прав інвесторів та система розкриття інформації. Якщо менеджмент компанії защемлює права інвесторів або працює неефективно, то власники реалізують свої цінні папери, і внаслідок великої розпорошеності капіталу компанія може стати об'єктом недружнього поглинання;

- визначена відособленість менеджменту компанії від акціонерів за рахунок того, що акціонерна власність розпорошена між великою кількістю власників, яким важко координувати свої дії.

Для країн Європи, Японії, країн, що розвиваються, характерна «інсайдерська» модель контролю над капіталом. Ця модель характеризується такими рисами:

- власність на акції сконцентрована у великих пакетах;

- поширення перехресного володіння паперами;
- фондовий ринок менш розвинутий порівняно з «аутсайдерською» моделлю. Його обсяг менший за рахунок більш низької капіталізації компаній та меншої кількості паперів, що обертаються на ринку;
- великі акціонери мають можливість ефективно функціонувати один з одним для контролю над менеджментом компанії;
- інтереси дрібних акціонерів захищені гірше;
- недружнє поглинання здійснити практично неможливо.

Аутсайдерська модель вважається більш сучасною та гнучкою, яка краще реагує на зміни ринкового середовища.

Основна функція фондового ринку полягає у перерозподілі грошових коштів. В країнах з інсайдерською моделлю роль фондового ринку у перерозподілі вільних грошових коштів відносно менша, ніж при аутсайдерській, оскільки в цих країнах економічні суб'єкти віддають перевагу банківському кредитуванню.

11.2. Класифікація цінних паперів

Різноманітність цінних паперів викликає необхідність їх класифікації за певними ознаками. Найдетальніша класифікація цінних паперів наведена О. Н. Мозговим у книзі «Фондовий ринок України» [22, с. 33-42]. В основу класифікації покладено такі ознаки, як економічна природа цінних паперів, мета, роль, відмінність емітентів, тип передачі майнових прав, строк погашення і спосіб виплати доходу, надійність тощо.

За ознакою економічної природи цінні папери поділяються на пайові папери, боргові папери і похідні фінансові інструменти. Пайові папери фіксують відносини співволодіння або пайової участі у формуванні статутного капіталу і розподілу прибутку (акції). Боргові папери опосередковують кредитні відносини (облігації, векселі, ощадні та депозитні сертифікати). Похідні фінансові інструменти засвідчують право на купівлю або продаж цінних паперів (найчастіше акцій).

Залежно від мети цінні папери поділяються на фондові та комерційні. Фондові цінні папери (акції, облігації) є інструментами інвестування капіталу, обертаються на фондовому ринку, вони, як правило, є безстроковими або діють понад один рік. Комерційні папери (векселі, акредитиви та ін.) є кредитними інструментами, опосередковують торговельні операції і обертаються на грошовому ринку. Ці папери переважно є короткостроковими і лише частково використовуються для інвестування капіталу.

За емітентами цінні папери поділяються на випущені фірмами, акціонерними товариствами, урядом, державними установами, банками, місцевими органами влади.

За типом передачі майнових прав цінні папери поділяються на іменні цінні папери, на пред'явника та перевідні. Перехід прав за іменним цінним папером вимагає ідентифікації (підтвердження) власника. Перехід прав за цінним папером на пред'явника не вимагає ідентифікації власника.

Перевідний цінний папір (вексель — тратта) виписується кредитором (трасантом) і являє собою наказ боржнику (трасату) про оплату в означений строк визначеної суми третій особі (ремітенту) або пред'явникові. При передачі векселя від одного власника до іншого на його зворотному боці робиться передавальний напис, який називається індо-саментом. Перевідний вексель дає можливість кредитору розраховуватися за своїми власними боргами.

Залежно від ролі цінні папери поділяються на основні (в них зафіксовано основне майнове право або вимога) та допоміжні, які є підтвердженням додаткових прав, умов, вимог (наприклад, купон, який свідчить про право його власника на відповідні відсотки або дивіденди).

За можливістю купівлі-продажу цінні папери поділяються на ринкові, котрі можна перепродавати, і на неринкові, котрі можна продати лише один раз.

За способом виплати доходу цінні папери поділяються на: цінні папери з фіксованим платежем (облігації і привілейовані акції); цінні папери з плаваючою ставкою (облігації з плаваючим відсотком, який залежить від облікової банківської ставки); цінні папери, доход по яких прямо залежить від розміру чистого прибутку підприємства (звичайна акція).

За ознакою території обігу цінні папери поділяються на: регіональні

(облігації місцевих органів управління); національні (цінні папери внутрішнього фондового ринку); міжнародні цінні папери, котрі можуть вільно обертатись на території інших країн.

За місцем реєстрації офісу емітента розрізняють іноземні та вітчизняні цінні папери. До числа іноземних цінних паперів відносяться цінні папери емітентів, котрі не є резидентами даної країни, і випуск яких зареєстровано в інших країнах.

За ступенем надійності цінні папери поділяються на високоякісні (з високою імовірністю повернення капіталу і отримання доходу) і ординарні (з більш низькою ймовірністю).

Існують і інші групування цінних паперів.

11.3. Міжнародний ринок титулів власності

Міжнародний ринок титулів власності поділяється на ринок акцій, на який припадає близько 80% усіх нових міжнародних розміщень титулів власності, та ринок депозитарних розписок, на який припадає близько 20%.

Титули власності — це інструменти, які підтверджують участь інвестора в капіталі компанії.

11.3.1. Міжнародний ринок акцій: ринок іноземних акцій та євроакцій

Акція — це цінний папір без установленого строку обігу, який свідчить про внесення певної пайки в капітал акціонерного товариства, дає право її власнику на придбання частини прибутку у формі дивіденду, на участь в розподілі майна при ліквідації акціонерного товариства.

Акції за ознакою персоналізації можуть бути іменними і на пред'явника, а залежно від прав власників — звичайними та привілейованими. Номінальна вартість акції встановлюється при формуванні акціонерного товариства і фіксується на її лицьовій стороні. Номінальна вартість акції не є відображенням величини реальних активів корпорації і останнім часом, як правило, не вказується. Акції без номінальної вартості випускаються за ціною, привабливою для інвесторів.

Балансова вартість акції обчислюється як частка від ділення чистої вартості активів акціонерного товариства на кількість випущених і розповсюджених акцій.

Курсова (ринкова) вартість акцій визначається співвідношенням попиту і пропозиції на них на ринку цінних паперів. Це — поточна вартість на фондовій біржі або в позабіржовому обігу.

Звичайні акції — це акції, доход від яких залежить від чистих доходів корпорації та її дивідендної політики. Розподіл прибутку між власниками звичайних акцій здійснюється пропорційно вкладеному капіталу залежно від кількості куплених акцій. Однак не весь чистий прибуток іде на виплату дивідендів на звичайні акції. Після виплати преференційних дивідендів в більшості корпорацій частина чистого прибутку йде на фінансування майбутніх інвестицій. Ризик вкладення капіталу в звичайні акції пов'язаний саме з тим, що дивіденди на звичайні акції можуть скорочуватись і навіть не виплачуватись. Інколи дивіденди виплачуються не грошима, а акціями. Якщо корпорація збанкрутує, то тримачі звичайних акцій можуть втратити всі свої інвестиції.

Коли мова піде про претензії на активи і прибуток корпорації, власники звичайних акцій опиняться на останньому місці — після банків, власників облігацій і привілейованих акцій.

Джерелом ризику звичайних акцій може бути або ринок акцій, або фірма, або і перше і друге.

Привабливість звичайних акцій в тому, що вони дають право голосу, переважне право придбання акцій нових емісій, можливість нарощувати капітал (підвищення з часом ціни акцій) завдяки високій ліквідності, тобто достатньо активній торгівлі акціями в будь-який час.

Залежності від ступеня ризику і доходності акції, які обертаються на РЦП, поділяються на акції: з «блакитними корінцями»; доходні; акції зростання; циклічні; спекулятивні.

Акції з «блакитними корінцями» — це акції, які випускаються потужними корпораціями (в США: IBM, Dow Chemical, General Motors та ін.), котрі за всю свою історію стабільно виплачували дивіденди своїм акціонерам. Ці акції і безпечні, і доходні.

Доходні акції — це акції телефонних корпорацій, корпорацій водо-, газо- і електропостачання, а також інших компаній, дивіденди з яких перевищують середній рівень. Акції таких корпорацій, як правило, з часом зростають.

Акції зростання — це акції корпорацій, прибуток яких вищий від середнього рівня, але дивіденди не дуже високі, оскільки корпорації фінансують розширення виробництва, науково-технічні розробки і т. ін. Майбутня вартість акцій таких корпорацій має велику ймовірність зростати.

Циклічні акції — це акції, ціна яких зростає і знижується синхронно зі спадами і підйомами в економіці. В основному це акції корпорацій базових галузей економіки. Інвестори прагнуть купити такі акції в період піднесення і встигнути їх продати до початку спаду.

Спекулятивні акції — це акції корпорацій, які не можуть пред'явити курс на 5–6 років. Вони звичайно продаються «з прилавка», минаючи біржу, коштують набагато менше, ніж акції відомих корпорацій, але мають великий ступінь ризику.

Поряд зі звичайними акціями корпорації випускають **привілейовані** (преференційні) в розмірі, що не перевищує 10 відсотків статутного фонду корпорації. Ці акції надають їхнім власникам ряд переваг (преференцій), але не дають права голосу, права брати участь в управлінні корпорацією (якщо інше положення не передбачене її статутом). До привілеїв відносяться:

1) право отримувати фіксований доход або у вигляді відсотка від вартості акцій, або певної суми грошей, виплачуваних незалежно від результатів діяльності корпорацій;

2) переважне право: а) на першочергове отримання дивідендів; б) на пріоритетну участь (після задоволення кредиторів — банків тримачів облігацій) в розподілі майна корпорації при її ліквідації; в) якщо розмір дивідендів, виплачуваних за звичайними акціями, перевищує розмір дивідендів з привілейованими акціями, тримачам останніх може проводитися доплата.

Привілейовані акції бувають таких видів:

- кумулятивні, які мають право накопичення невипланих дивідендів, нарахування їх і виплати в наступному за пропущеним періодом;
- некумулятивні, за якими невиплачені дивіденди не приєднуються до дивідендів наступних років;
- конвертовані, які обмінюються на встановлену кількість звичайних акцій або облігацій даної корпорації;
- неконвертовані, які не можуть змінювати свій статус;
- з часткою участі, що дає право тримачам цих акцій на отримання додаткових дивідендів понад передбачених, якщо дивіденди за звичайними акціями більші.

Різноманітність пільг робить привілейовані акції привабливими для інвесторів. Емітент зацікавлений в їхньому випуску, оскільки останній не призводить до розводження капіталу і дозволяє зберегти контрольний пакет акцій. Тримачі привілейованих акцій посідають проміжне становище між тримачами облігацій, що є кредиторами корпорації, і тримачами звичайних акцій, які є співвласниками, що мають право брати участь в управлінні корпорацією. Привілейовану акцію можна розглядати як компенсацію за відсутність права голосу.

Інвестиційні якості привілейованих акцій визначаються:

1) ступенем забезпеченості виплати всіх преференційних дивідендів за рахунок чистого прибутку.

Вважається, що для адекватності такого покриття річне перевищення чистого доходу над преференційними дивідендами повинно бути як мінімум:

- для державних компаній комунального господарства у 2 рази;
- для промислових компаній у 3 рази;

2) безперервністю виплати преференційних дивідендів;

3) адекватністю забезпечення префакцій акціонерним капіталом компанії:

- мінімальний акціонерний капітал в розрахунок на одну префакцію в кожному з останніх п'яти років повинен бути в 2 рази більшим від тієї величини активів, котру одержить тримач на кожну префакцію у випадку ліквідації компанії;

■ річний приріст акціонерного капіталу в розрахунку на одну префакцію повинен бути порівняно стабільним або мати тенденцію до зростання за останні п'ять років;

4) рейтингом префакцій. Він визначається незалежними службами рейтингу цінних паперів приблизно за такими градаціями:

P_+ — «супер». Префакція прямо захищена третьою стороною (наприклад, материнською компанією) або забезпечена високоліквідними цінними паперами (банківські акцепти).

P_1 — вища якість. Відмінний захист з боку активів і більша здатність до виплати дивідендів.

P_2 — дуже добра якість. Надійність активів і прибутку.

P_3 — добра якість. Префакції добре захищені, але здатні піддаватися спадам в якості в період економічних труднощів.

P_4 — помірна якість. Захист адекватний, але існують чинники, які за несприятливих умов можуть послабити здатність компанії до своєчасної виплати дивідендів.

P_5 — спекулятивні. Нема впевненості, що компанія зможе захистити префакції.

При визначенні рейтингу префакції аналізуються сама компанія, галузь, управління компанією, фінансовий стан та інші параметри її діяльності.

Деякі ТНК емітують свої акції для розповсюдження в різних країнах. Щоб потрапити на ринок будь-якої країни, вони повинні внести свої акції в курсові бюлетені цієї країни. Для цього потрібно:

- а) витратити великі кошти за вміщення інформації в бюлетені;
- б) надати достатній обсяг інформації, котра повинна пройти незалежну аудиторську перевірку і сертифікацію достовірності;
- в) сповістити зарубіжну пресу, брокерів і потенційних інвесторів про перспективи розвитку корпорації.

Міжнародний ринок акцій залежно від рівня економічного розвитку країн поділяється на зрілі ринки та ринки, що розвиваються.

Зрілі ринки — це ринки акцій розвинутих країн, які характеризуються високою часткою організованої торгівлі через біржі, високим рівнем ринкової капіталізації, розвинутою системою організаційного та правового забезпечення торгівлі акціями. Зрілими ринками акцій вважаються ринки США, Японії, країн ЄС, Канади, Австралії та ін.

Сукупний показник капіталізації зрілих ринків складає 93% від загального обсягу міжнародного ринку акцій.

Під *капіталізацією ринку* розуміється показник, що відображає ринкову вартість усіх компаній, які беруть участь в операціях на фондовому ринку. Ринкова вартість компанії визначається як добуток курсової вартості її акцій на кількість акцій, що перебувають в обігу.

Для аналізу ринків акцій використовуються такі основні показники:

- відношення капіталізації ринку акцій до ВВП;
- щорічний оборот ринку акцій у відсотках від капіталізації;
- лістинг іноземних акцій на ринках окремих країн.

Показник капіталізація/ВВП дуже важливий, оскільки він значною мірою характеризує рівень розвитку фондового ринку згідно з класифікацією Міжнародної фінансової корпорації та Міжнародного валютного фонду. Світовими лідерами за показником капіталізація/ВВП у 2011 р. стали Гонконг (капіталізація в 13 разів перевищила ВВП), Швейцарія (235%), Люксембург (183%), Малайзія (172 %), Чилі (167,9%), Сінгапур (166,2%) [14, с.285].

Ринки, що розвиваються (ринки, що формуються) — це ринки акцій країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою, які характеризуються високими темпами зростання, високим ризиком, низьким рівнем ринкової капіталізації і механізмом правового регулювання, який ще формується.

Серед ринків, що розвиваються, розрізняють три типи ринків акцій:

- старі, давно створені (Греція, Іспанія, Аргентина, Бразилія, Індія);
- ринки, які розвиваються внаслідок особливих специфічних ситуацій (наприклад, Гонконг, Сінгапур — завдяки їх ролі, як регіональних фінансових центрів);
- новітні ринки, які виникли на базі швидкого економічного зростання (Південна Корея, Тайвань, Філіппіни, Індонезія) [30, с. 623].

Найвищі показники капіталізації спостерігаються в Китаї, Тайвані, Південній Кореї (табл. 11.2).

Таблиця 11.2

НАЙКРУПНІШІ РИНКИ АКЦІЙ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ

Країни	Кількість компаній, які котируються	Щомісячний обсяг торгів, млн дол.	Ринкова капіталізація, млрд дол.
ПАР	472	6520	184,6
Бразилія	399	3242	123,8
Мексика	166	1212	108,1
Південна Корея	1518	58721	248,5
Малайзія	865	1245	123,9
Тайвань	638	45179	251,5
Китай	1235	20692	463,1
Росія	196	2711	124,2

Джерело: [14, с. 285]

На ринках, що розвиваються, активну роль грають інституціональні інвестори (90% портфельних інвестицій на цих ринках). Однак, в їх портфелях частка ринків, що розвиваються, у 3-5 разів нижче, ніж вона потрібна бути відповідно до теорії управління міжнародним портфелем цінних паперів (в оптимальному портфелі інвестора окремі країни повинні займати таку питому вагу, яку займає ринкова капіталізація цієї країни).

У 2012 р. порівняно з 2011 р. ринки акцій, що розвиваються, зросли на 18 %, країною з рекордним світовим зростанням на фондовому ринку стала Венесуела, основний індекс якої зріс на 342%.

Важливим показником динаміки ринків, що розвиваються, є композитний індекс МФК, який включає 1224 фірми із 26 країн. Він використовується як індикатор для порівняння курсів акцій окремих країн і складається із регіональних індексів курсів акцій [20, с. 131].

В останні роки з метою удосконалення діяльності ринків акцій, які розвиваються, МФК застосовується ряд заходів спрямованих на:

- забезпечення повної інформації щодо стану та тенденцій розвитку цих ринків;
- створення інвестиційних фондів, які спрямовують іноземний капітал для інвестування ринків акцій, що розвиваються. Так, було створено Фонд ринків, що розвиваються, регіональні фонди, метою яких є інтеграція цих ринків акцій у міжнародний ринок акцій.

Окремі країни удосконалюють своє законодавство щодо ефективного регулювання ринку акцій та торгівлі на них; сприяють розвитку пенсійних фондів, взаємних фондів акцій, які забезпечують інституціональну основу цього ринку; заохочують іноземні портфельні інвестиції за допомогою створення іноземних інвестиційних фондів тощо.

Міжнародний ринок акцій має два структурних сегмента: на ринок іноземних акцій та ринок євроакцій.

Іноземні акції — це акції, які випущені корпорацією-нерезидентом на фондовий ринок іншої країни.

На ринку іноземних акцій знаходяться в обігу: акції компаній-нерезидентів, які випущені або котируються на національному фондовому ринку певної країни в її валюті; акції, які випущені та отримали біржовий лістинг лише в країні випуску, але продаються на фондових ринках кількох країн та акції, які отримали крос-лістинг¹ на біржах різних країн через систему взаємного котирування цін і, відповідно, якими торгують на біржовому та позабіржовому ринках цих країн [15, с. 197].

Основні переваги та недоліки іноземних акцій наведені в табл. 11.3.

¹ Крос-лістинг — це котирування акцій компанії на одній чи більше фондових бірж, крім біржі своєї країни.

Таблиця 11.3

ПЕРЕВАГИ ТА НЕДОЛІКИ ЕМІСІЇ ІНОЗЕМНИХ АКЦІЙ

Переваги	Недоліки
<ol style="list-style-type: none"> 1. Відпадає потреба здійснювати обмін валюти при купівлі/продажу акцій і таким чином зменшується валютний ризик. 2. Інвестори уникають певних податків та обмежень. 3. Знижується політичний, економічний ризик, ризик ліквідності. 	<p>Наявність певної регламентації до іноземних акцій у країні емісії.</p> <p>Жорсткі вимоги до іноземної компанії щодо розміру, частоти відображення та якості фінансової звітності.</p>

Євроакції — це акції, які розміщуються одночасно на кількох національних фондових ринках міжнародним синдикатом фінансових установ, який продає їх за євровалюти.

Ринок євроакцій з'явився у 1983р. Євроакції продаються на євrorинках, котируються у світових фінансових центрах (переважно у Лондоні), а доходи, отримувані за ними, не підлягають будь-якому національному оподаткуванню.

Мобілізацію фінансових ресурсів за допомогою євроакцій, як правило, здійснюють ТНК розвинутих країн, частка яких у загальному обсязі емісії складає близько 50%.

Ринок євроакцій характеризується збільшенням обсягів емісії, розширенням складу та кількості учасників, але його масштаби відносно незначні (4-7% сукупного обсягу емісій на євrorинках цінних паперів).

Емісія євроакцій позитивно впливає на діяльність компанії, яка планує експорт на іноземні ринки та розвиток зарубіжного виробництва, оскільки вона стає широко відомою за кордоном, що сприяє просуванню її продукції на цьому ринку. Випуск євроакцій часто поліпшує кредитну репутацію фірми-емітента, що спрощує для неї доступ до інших ресурсів, а також є непрямою рекламою за кордоном.

Однак емісія євроакцій може бути ризикованою через можливість переходу контрольного пакету акцій компанії до акціонерів іншої країни.

Міжнародний ринок акцій посідає одне з центральних місць серед інших фінансових ринків і його обсяги зростають. Так, обсяг торгівлі акціями в 2011 р. становив 8755 млрд євро (порівняно з 2010 р. зріс на 32%) , при цьому на Лондонську фондову біржу припадає 31% усього обсягу торгівлі, NYSE Euronext — 20%, Німецьку фондову біржу — 16%, іспанські фондові біржі — 13%, швейцарську фондову біржу — 8% [34].

Регіональна структура ринку акцій така: на США припадає 45%, Європу — 28%, Японію — 10%, Китай — 4%, інші країни — 13% [34].

Численність лістингових емітентів збільшилось за останні 15 років з 18 до 21 тис.

Головними чинниками інтернаціоналізації ринку акцій:

- інтернаціоналізація корпоративної власності;
- розширення компаніями-нерезидентами свого володіння акціями шляхом реєстрації своїх акцій на ринках інших країн. Це пов'язано з тим, що реєстрація акцій на іноземному ринку, як правило, передує випуску акцій на цьому ринку з метою одержання додаткового капіталу. Нерезиденти використовують ліквідність іноземних ринків та в такий спосіб збільшують наявні для інвестування кошти і зменшують вартість капіталу для фірми. Розміщення акцій на іноземному ринку полегшує придбання іноземних компаній у майбутньому;
- іноземними акціями компанія-нерезидент може скористатися для оплати праці місцевих менеджерів, службовців; володіння ними допомагає створити позитивний образ компанії в очах місцевих споживачів та постачальників інвестиційного капіталу;
- зменшення фінансового ризику шляхом диверсифікації своїх портфельів акцій у різних країнах.

11.3.2. Міжнародний ринок депозитарних розписок

Депозитарні розписки — це вторинні цінні папери (у формі сертифіката), які випускаються національним банком світового значення, підтверджують його право володіння акціями іноземних компаній і перебувають у його трастовому управлінні.

Основною метою випуску будь-яких цінних паперів компаній є залучення додаткового капіталу для розвитку. Цього не завжди можна добитися за рахунок ресурсів внутрішнього ринку. Випуск депозитарних розписок дозволяє добитися значно більшого і має ряд переваг:

- розширення групи потенційно повідомлених інвесторів за рахунок розвитку інфраструктури іноземних ринків;
- поліпшення іміджу та підвищення довіри до емітенту, збільшення кола осіб, які володіють позитивною інформацією щодо емітента;
- відомість компанії, її імідж за кордоном та репутація активного учасника світового фінансового ринку дозволяє найефективніше вести переговори з іншими компаніями по фінансовим питанням;
- емітент може уникнути чинних у певних країнах обмежень на вивіз цінних паперів за кордон і продавати цінні папери іноземним інвестором, коли їх продаж заборонений чи обмежений або надмірно жорстко регулюється;

- емітент має право не керуватися законодавчими вимогами країни, у якій перебувають в обігу випущені через депозитарні розписки акції;
- з'являється можливість уникнути проблеми зворотного припливу капіталу, яка постає за безпосереднього випуску іноземних акцій;
- інвесторам легше диверсифікувати портфель цінних паперів;
- інвестування в депозитарні розписки має низькі транзакційні витрати. Так, по розрахункам експертів The Bank of New York, витрати інвестора, який купує АДР, у перший рік у 2 рази нижчі ніж у разі купівлі відповідних акцій на іноземній біржі. І потім рівень витрат, пов'язаних з володінням АДР не змінюється, тоді як рівень витрат за акціями, які купувалися напрямами, щорічно зростає. Така ситуація обумовлена тим, що у другому випадку інвестор платить високі комісійні банку, крім того, на значні витрати при придбанні акцій напрямами впливає конвертація валют;
- дивіденди, що сплачуються за депозитарними розписками, більше тих, що сплачуються за акціями. Так, по розрахункам Morgan Stanley, середня ставка дивідендів за акціями американських компаній становить 1,7%, тоді як у Європі — 2,9, Великій Британії — 3,3, провідних азійських країн, за винятком Японії, — 3,6% [13, с.144];
- ліквідність депозитарних розписок у порівнянні з акціями у цілому вище.

Основними видами депозитарних розписок є Американські депозитарні розписки (АДР), Європейські депозитарні розписки (ЄДР), Глобальні депозитарні розписки (ГДР) Міжнародні депозитарні розписки (МДР).

Американські депозитарні розписки — це обігові цінні папери, випущені американськими банками, котрі закупили велику кількість іноземного акціонерного капіталу і депонували його на трастові рахунки. Потім продали свої частки власності в трасті, що називаються АДР, інвесторам. Кількість випущених АДР може дорівнювати кількості випущених акцій або бути меншою, тоді кожна АДР еквівалентна одній або декільком акціям іноземного капіталу. Коли іноземна компанія сплачує дивіденд, банк конвертує його в долари за поточним обмінним курсом і розподіляє отриманні кошти серед власників АДР пропорційно кількості розписок у кожного з них.

АДР знаходяться у вільному обігу у на фондовому ринку США. Це найбільш розповсюджений вид депозитарних розписок, оскільки американський фондовий ринок має великі розміри та значну кількість потенційних інвесторів. Як правило, при виході на міжнародні ринки капіталу компанії починають з випуску АДР.

Перші АДР були випущені в США у 1927 р. на акції компанії Selfridges, яка володіла мережею універмагів у Великій Британії. АДР реєст-

руються в Комісії з цінних паперів США (SEC). Найбільшою популярності цей вид інвестиційних інструментів досяг в останні 5 років. У теперішній час у США знаходяться в обігу близько 1900 випусків АДР, при чому більше 450 з них торгуються на трьох головних біржових майданчиках, тоді як решта продається на позабіржовому ринку. Провідними банками-депозитаріями є The Bank of New York, J.P. Morgan Chase, Citigroup і Deutsche Bank. Випуском АДР також займаються Chase Mellon Bank, Mitsubishi Trust & Banking та інші фінансові інститути.

Механізм випуску АДР передбачає купівлю брокером, який діє від імені потенційних інвесторів, через місцевого брокера акцій компанії на біржі відповідної країни. Акції надходять на зберігання до банку-депозитарію, який потім випускає доларові сертифікати на установлену кількість акцій.

Функціонують як біржовий, так і позабіржовий ринки АДР.

Вартість АДР тісно пов'язана з вартістю представлених ними іноземних акцій.

Ціна депозитарних розписок визначається вартістю базових активів, конвертованої в долари по поточному курсу і скорегованої з урахуванням співвідношення між кількістю розписок та акцій, та трансакційними витратами, що пов'язані з АДР.

$$\text{Ціна АДР} = \text{Ціна іноземної акції в доларах} \times \text{Кількість акцій, що включені в АДР} + \text{Трансакційні витрати}$$

Банки за емісію і підтримання в обігу АДР збирають встановлену плату.

Як правило, АДР випускають великі компанії з метою мобілізації капіталу, поширення кола інвесторів або придбання іноземної компанії. Залежно від мети компанії чи інвесторів, програми АДР поділяються на спонсоровані, неспонсоровані та приватного розміщення.

Зараз найбільш популярні спонсоровані АДР, які запроваджені емітентами акцій. Вони випускаються на основі угоди між емітентом і банком-депозитарієм. Іноземна фірма, яка емітувала цінні папери і хоче, щоб вони продавалися на ринку США, оплачує всі витрати зі створення та реєстрації спонсорованих АДР. Банк, що випустив ці АДР, надаватиме інвесторам, що їх придбали, послуги з інформації про стан фірми, фінансові звіти фірми. Розрізняють три рівні спонсорованих програм. До програм АДР I рівня застосовується спрощена процедура реєстрації в SEC. Основне завдання, яке вирішується випуском АДР цього рівня, — поширення кола акціонерів. Депозитарні розписки торгуються на позабіржовому ринку. На сьогоднішній день АДР I рівня — найбільш зростаючий сегмент ринку депозитарних розписок.

До програм АДР II та III рівнів пред'являються такі самі вимоги SEC щодо реєстрації та розкриття інформації, що й до американських корпорацій. Програми II рівня передбачають включення АДР у лістинг провідних американських бірж: NYSE, Nasdaq, AMEX. АДР I та II рівнів випускаються на цінні папери, які знаходяться в обігу на вторинному ринку. Таким чином АДР цих двох рівнів випускаються на основі вже наявних акцій підприємств і самі по собі не дають можливості емітенту акцій залучити кошти. Для компаній, на основі акцій яких випускаються АДР I та II рівнів, такий вихід на найбільший у світі американський фондовий ринок вигідний, насамперед з огляду на можливість розширити коло своїх акціонерів за межі внутрішнього ринку й поліпшити свій імідж як емітента серед міжнародного загалу інвесторів.

АДР III рівня випускаються на акції при їх первинному розміщенні. Вони дають змогу залучати додаткові інвестиції, оскільки передбачають додаткову емісію акцій під цю програму. Тому АДР III рівня викликають у емітентів найбільший інтерес. Проте такий випуск вимагає від емітента вищого рівня «прозорості».

Неспонсоровані АДР-програми — це програми, які створені та запропоновані інвесторами без формальної згоди та участі емітента акцій. Іноземна фірма не оплачує депозитарні витрати, які несе інвестор, і не має жорстоких зобов'язань щодо часу та обсягу надання інформації для інвестора. Випуск цих програм можуть здійснювати сразу декілька банків-депозитаріїв. Такі АДР знаходяться в обігу виключно на позабіржовому ринку. Зараз неспонсоровані програми практично не використовуються.

У разі приватного розміщення АДР до програм депозитарних розписок пред'являються мінімальні вимоги і реєстрація в SEC не потребується. Такі АДР розміщуються серед обмеженого кола інвесторів. Розписки купуються або окремими великими «кваліфікованими» інституційними інвесторами або неамериканськими інвесторами.

Обсяг угод з американськими та глобальними депозитарними розписками за даними Bank of New York Mellon, одного з головних світових депозитаріїв, у 2011 р. становив 3,8 трлн дол., у 2012 р. — 2,79 трлн дол. У 2012 р. компанії всього світу зареєстрували 213 нових програм депозитарних розписок.

Серед інституційних інвесторів основними тримачами АДР є взаємні та пенсійні фонди, деяким з яких заборонено купувати акції іноземних компаній напрямки. Так, із 2469 інституційних інвесторів, які управляють коштами в розмірі 9,525 трлн дол. і мають активи в іноземних цінних паперах, 1839 (74%)кладають кошти в АДР і 630 (26%) інвестують напрямки в акції іноземних компаній (табл. 11.4).

Таблиця 11.4

ПРОВІДНІ ІНСТИТУЦІЙНІ ІНВЕТОРИ НА РИНКУ АДР

Інвестори	Обсяг інвестицій в АДР (млрд дол.)	Загальний обсяг інвестицій в акції (млрд дол.)	Частка АДР у загальному обсязі інвестицій в акції (%)
Fidelity Management & Research	25,5	540,2	4,71
Brandes Investment Partners, LLC	20,1	40,2	49,88
Capital Research & Management Company	17,7	351,4	5,03
Wellington Management Company, LLP	13,4	236,2	5,66
Morgan Stanley Investment Management Inc. [US]	10,2	109,4	9,31
Dodge & Cox	10,0	70,7	14,14
Lazard Asset Management, LLC	6,8	22,6	30,06
Alliance Capital Management LP	6,0	214,6	2,77
Fisher Investments, Inc.	5,5	18,4	29,95
Smith Barney Asset Management	5,4	133,4	4,06

Джерело: [13 с.147]

Європейські депозитарні розписки випускаються європейськими банками, як свідоцтво про володіння акціями компаній, які розташовані в країнах, що не входять до ЄС. Вони мають вільний обіг на фондовому ринку Європи, який регулюється, як правило, законодавством Великої Британії, і продаються на Паризькій фондовий біржі.

Глобальні депозитарні розписки пропонуються і розміщуються як на фондовому ринку США, так і на фондових ринках інших країн. Їхній обіг регулюється законодавством США. Як правило, ЄДР та ГДР деноміновані в доларах США, але можуть випускатися у будь-якій валюті.

Міжнародні депозитарні розписки представляють депоновані неамериканські іноземні акції. Вони випускаються американським банком –депозитарієм у неамериканській валюті поза межами США та призначені для продажу в Європі чи на інших ринках.

11.4. Міжнародний ринок облігацій

Щоб мобілізувати фінансові ресурси корпорацій, державні і муніципальні органи випускають в обіг на ринок цінних паперів облігації. **Облігація** — це борговий інвестиційний цінний папір, який засвідчує внесення її тримачем грошових коштів і підтверджує зобов'язання відшкодувати йому в передбачений у ній строк номінальну вартість зі сплатою фіксованого відсотка від номінальної вартості облігації. Тримач облігації (інвестор) не є співвласником акціонерного капіталу, він — кредитор і має право на отримання твердого доходу і повернення у певний строк номінальної вартості облігації або іншого майнового еквіваленту.

Привабливість облігацій для інвестора полягає в тому, що в них вищий ступінь надійності порівняно з акціями, хоча доходність — нижча (в розвинутих країнах у межах 6-12%). Найнадійнішими вважаються облігації державних і місцевих позик, котрі гарантуються владою і забезпечуються відповідним майном. Недоліком облігацій є те, що фіксована купонна ставка являє собою періодичну виплату відсотків через певні проміжки часу без урахування інфляції. Для підвищення привабливості облігацій для інвесторів емітуються облігації з плаваючою відсотковою ставкою, котра змінюється разом із зміною доходності і позичкового відсотка, облігації з індексованим відсотком за рівнем цін на товар. Деякі облігації надають право на частину майна корпорації у випадку її ліквідації.

Види облігацій різноманітні, їх відрізняють за:

1) ступенем надійності, підкріпленням заставою нерухомого майна або інших фондів і не підкріпленням заставою;

2) строком позики — короткострокові (до 3 років), середньострокові (від 3 до 7 років), довгострокові (від 7 до 30 років), безстрокові;

3) періодичністю нарахування доходів.

4) за режимом обігу — вільним обігом і обмеженим обігом;

5) принципом погашення — серійні облігації, котрі погашаються послідовно за серіями через певні інтервали часу, і ординарні облігації, котрі випускаються одночасно у встановлену дату;

6) характером оподаткування — звичайний податок, знижений податок, що не підлягають оподаткуванню;

7) механізмом виплати відсоткової ставки — іменні облігації, відсоткові виплати за якими спрямовуються безпосередньо власникам, чий імена вказані в облігації, і пред'явницькі (що не реєструються), до яких додаються купони на отримання відсотків на кожну дату платежу тощо.

Курс облігацій на ринку цінних паперів залежить від попиту і позиції на них, які, у свою чергу, визначаються доходом, який дають облігації, рівнем позичкового відсотка, ступенем прибутковості альтернативних вкладень грошових коштів. Якщо на ринку цінних паперів є облігації декількох корпорацій, номінал яких однаковий, то, за інших рівних умов, більший попит буде на ті облігації, у яких вища відсоткова ставка. Залежить попит і від рейтингу облігацій, який визначається спеціальними агентствами на основі аналізу фінансового стану компанії та її здатності виконувати зобов'язання. Ринкова ціна кожної конкретної облігації в певний момент часу може бути вищою або нижчою від номінальної вартості, зростати або знижуватися.

Ринок міжнародних облігацій є джерелом середньо- та довгострокового капіталу в міжнародному фінансовому середовищі.

Міжнародні облігації поділяються на іноземні та єврооблігації.

11.4.1. Ринок іноземних облігацій

Іноземні облігації — це цінні папери, які випускаються нерезидентом на національному ринку облігацій і виражені в національній валюті цього ринку. Наприклад, французька корпорація, яка продає свої облігації в Японії, випущені в єнах, вважається розповсюдником іноземної облігації. Місцеві інвестори, які зацікавлені в купівлі облігацій у місцевій валюті, є основними покупцями іноземних облігацій.

Отже, основні відмітні риси випуску іноземних облігацій такі:

- 1) випуск облігацій емітується нерезидентським (іноземним) позичальником;
- 2) валютою випуску облігацій є іноземна для емітента;
- 3) розміщення облігацій здійснюється на тому чи іншому національному ринку та гарантується банківським синдикатом.

Іноземні облігації випускаються на окремих національних ринках довгострокового позичкового капіталу, тому відсоткові ставки по їхнім випускам визначаються на рівні ставок відповідних ринків. Існує правило, згідно з яким відсоткові ставки за облігаціями в твердих валютах нижчі, а в нестабільних валютах — вищі. Відсоткові ставки на ринках облігацій світових фінансових центрів устанавлюються місцевим попитом та пропозицією.

Іноземні облігації залежно від країни емісії мають спеціальні назви: «янки-облігації» — в США, «самурай-облігації», «шибосай-облігації», «дайміо-облігації», «шагун-облігації» — в Японії, «бульдог-облігації» — у Великій Британії, «шоколад-облігації» — у Швейцарії, «матадор-

облігації» — в Іспанії, «кенгуру-облігації» — в Австралії, «Рембрант-облігації» — в Голландії.

«Янки» та «самурай» — найпоширеніші іноземні облігації. Структура ринків цих облігацій за типами емітентів наведена в табл. 11.5.

Таблиця 11.5

**СТРУКТУРА ІНОЗЕМНИХ ОБЛІГАЦІЙ «ЯНКІ» ТА «САМУРАЙ»
ЗА ТИПАМИ ЕМІТЕНТІВ, %**

Емітенти	Ринок «янки-облігацій»	Ринок «самурай-облігацій»
1. Корпорації	49,0	13,0
2. Міжнародні агентства	3,0	8,0
3. Провінції або штати	9,0	9,0
4. Державні підприємства або органи влади	3,0	22,0
5. Підприємства комунального сектору	10,0	3,0
6. Банки	22,0	9,0
7. Суверенні позичальники	5,0	36,0

Джерело: [13 с. 149]

Основними інвесторами на ринку іноземних облігацій є ті, що прагнуть максимального зниження ризикованості вкладень. Це ощадні банки, страхові компанії, пенсійні фонди.

Доступ до ринків іноземних облігацій мають не всі позичальники і він набагато складніший порівняно з ринком єврооблігацій. Так, існують урядові обмеження відносно строків та сум, які можуть отримати іноземці, та напрямів їх використання. Одержаний капітал може бути обмежений лише локальним використанням за допомогою валютного контролю. Доступ на ці ринки одержують тільки міжнародні інвестори з високим кредитним рейтингом. Країни, що розвиваються, мають обмежений доступ. Такий відбір інвесторів призводить до того, що позичальники з низьким кредитним рейтингом зникають з ринків іноземних облігацій.

Випуски іноземних облігацій реалізуються за допомогою андеррайтингу (гарантованого розміщення). Позичальник разом з керуючим банком планують випуск облігацій на найбільш вигідних умовах: строк погашення, купонний дохід, можливість завчасного погашення, премія за умови завчасного відзиву, умови погашення.

Іноземні облигації мають тривалі строки погашення — 20-30 років. Процентні купони за облигаціями відповідають рівню відсоткових ставок ринків, де вони випускаються, та залежать від кредитоспроможності позичальника. Як правило, державні позичальники мають найвищий рейтинг «AAA», а корпоративні позичальники розрізняються щодо кредитоспроможності залежно від їх фінансового статусу та регіонального ризику.

Після узгодження умов випуску облигацій створюється група, що здійснює андеррайтинг. Ця група включає інвестиційні внутрішні банки, банки країни позичальника та інших країн, де можуть бути потенційні інвестори. Ці банки повинні мати достатні власні ресурси та досвід андеррайтингу, а також бути здатні до розміщення облигацій серед місцевих інвесторів та серед інвесторів країни позичальника.

Керуючий банк та група андеррайтингу отримує прибуток у вигляді різниці між доходом від продажу облигацій та сумою, що сплачується емітентові. Причому керуючий банк отримує $\frac{1}{4}$ цього прибутку за підготовку та організаційну роботу, група андеррайтингу — $\frac{1}{4}$ за страхування ризиків, які виникають при купівлі та зберіганні облигацій для перепродажу. Решта прибутку спрямовується на сплату продавцям облигацій комісійних зборів за продаж [30, с. 189-196].

11.4.2. Ринки єврооблігацій

Єврооблігації — це довгострокові боргові цінні папери, які розміщуються одночасно на декількох ринках транснаціональними синдикатами, а валюта їхньої емісії є іноземною для інвесторів, які їх купують.

Поява єврооблігацій пов'язана з глобалізацією всього світового господарства та потребами ТНК у нових джерелах фінансування своїх операцій. Поштовхом для розвитку ринку єврооблігацій стали обмеження на розміщення іноземних облигацій на національному ринку, які були введені адміністрацією США у 1963р. та війна у В'єтнамі, яка викликала обмеження на вивіз капіталу з країни. На подальший розвиток ринку єврооблігацій вплинуло введення в США прямих адміністративних обмежень на інвестування коштів за межами США та введення євро, оскільки це знизило валютний компонент ризику для інвесторів. Розвиток ринку єврооблігацій супроводжувався створенням адекватної інфраструктури розрахунків та обробки документів. Усі розрахунки здійснювалися через Нью-Йорк, що вимагало фізичного переміщення сертифікатів, які часто губилися під час транспортування. Для вирішення цих проблем у 1968р. американським банком «Морган Геранті»

було створено депозитарно-кліринговий центр для торгівлі єврооблігаціями — «Євроклір», у Люксембурзі в 1970р. — аналогічний центр «Седел», який потім був перейменований у «Клеарстрим». Завдяки цим системам ефективність врегулювання угод значно зросла.

Депозитарно-клірингові центри зараз контролюються великою кількістю банків, компаніями по цінним паперам, а їх щорічний оборот складає десятки трильйонів доларів. У 2002р. «Євроклір» об'єднався з деякими європейськими депозитаріями, а «Седел» — з депозитарно-кліринговою системою Німецької біржі (у 1999р.). Таким чином було створено загальний механізм розрахунків.

Єврооблігації мають ряд цінних властивостей.

1. Вони надають право вибору валюти вираження. Валютний чинник відіграє велику роль у випуску єврооблігацій. Але не будь-яка валюта підходить для вираження єврооблігацій. Валюта повинна мати вільне ходіння і в ній повинні без ризику виражатись обкладені платежі. Надто стійкі валюти небажані з точки зору позичальника, а стійкі — з точки зору кредитора. При виборі між двома варіантами вираження єврооблігацій існує компроміс між відсотковою ставкою і стійкістю валюти. В деяких випадках єврооблігації випускаються в декількох валютах, що дозволяє кредиторі вимагати сплати в одній з декількох валют, що знижує ризик, пов'язаний з обмінними курсами, і розширює коло інвесторів. Разом з тим у більшості випадків і відсотки, і основна сума за єврооблігаціями виплачується в доларах США.

2. Облігації мають високий ступінь валютної еластичності як за складом валют вираження, так і за вагомістю єврооблігацій, виражених у тій чи іншій валюті в їхній загальній масі.

3. Єврооблігації забезпечують більшу мобільність капіталу в міжнародному масштабі, оскільки залучають більшу кількість позичальників та інвесторів, ніж інші міжнародні фінансові інструменти.

4. Єврооблігації забезпечують інвесторам більшу диверсифікацію портфелів і вищі доходи, ніж вкладення у вітчизняні облігації.

5. Існує тісний зв'язок між міжнародним євровалютним ринком і ринком єврооблігацій. Наприклад, дилери єврооблігацій можуть отримувати позики для фінансування своїх операцій в євровалютах.

6. Доходи, отримані за єврооблігаціями, не обкладаються податком. Єврооблігації особливо привабливі для інвесторів, котрі платять відносно високі податки на свої оголошені доходи і менші — для інвесторів, діяльність яких не обкладається податками (страхові компанії, пенсійні фонди).

Ринок єврооблігацій не має конкретного географічного місцезнаходження, хоча нові випуски зазвичай відбуваються в Лондоні, Люксембурзі. Ринок єврооблігацій багатовалютний і великою мірою анонім-

ний, оскільки єврооблігації випускаються «на пред'явника», що влаштовує багатьох інвесторів (забезпечують анонімність). Строки погашення єврооблігацій коротші (5, 10, 15 років), ніж іноземних облігацій. Ставки відсотку з єврооблігацій мають тенденцію визначатися ставками за тією самою валютою на внутрішньому ринку капіталу, але часто бувають нижчими через більш високу ефективність ринку єврооблігацій. Єврооблігації емітуються з фіксованою та плаваючою відсотковою ставкою. Загальна сума позики складає від 50 до 100 тис. дол. США. Котирування здійснюється у світових фінансових центрах.

Головною фігурою на єврооблігаційному ринку, як і на кожному ринку цінних паперів, є емітент. Структура цього ринку за категоріями емітентів така: корпорації — 56%, банки — 25, суверенні позичальники — 7, наднаціональні інститути — 7, інші — 5% [13, с. 152].

Основну частину єврооблігацій купують індивідуальні інвестори. До переваг, які вони одержують, належать податкова анонімність та можливість отримання спекулятивного прибутку у вигляді готівкових грошей при збільшенні вартості облігації.

Обсяг та кількість випусків єврооблігації починаючи з 1990р. щорічно у середньому зростає на 20% та 14% відповідно. В 2009 р. обсяг випуску єврооблігацій становив 3,91 трлн дол.. Це пояснюється зростанням попиту на кошти з боку ТНК, урядів, міжнародних організацій, виникненням нових джерел коштів, які шукають сферу їхнього збуту; перевагами ринку єврооблігацій порівняно з ринком іноземних облігацій, а також високим ступенем гнучкості ринку, який забезпечує можливість випуску нових видів цінних паперів, вибір валюти облігацій. Однак через погіршення умов розміщення єврооблігацій обсяг їхнього випуску в 2010 р. знизився і становив 3,2, а в 2012 р. — 3,17 трлн дол. При цьому найбільше знизили випуск боргових паперів корпорації США і країн Європи. Ринок єврооблігацій країн, що розвиваються, демонструє зростання.

Структура єврооблігаційних емісій за строками погашення така: від 1 до 3 років — 16,79%, від 4 до 9 років — 49,33, від 10 до 29 років — 29,75, більше 29 років — 2,32, безстрокові облігації — 1,81%.

У валютній структурі єврооблігаційних емісій перше місце займає долар США — 37%, євро — 35, фунт стерлінгів — 11, японська єна — 13% [13, с. 152].

Андерайтинг єврооблігацій здійснює міжнародний синдикат, у якому беруть участь банки з різних країн. Перевагою такої організації розміщення облігацій є розподіл ризиків та ефективна реалізація випуску.

Розміщення єврооблігацій порівняно з іноземними облігаціями вважається більш ризикованим заходом. При андерайтингу іноземних облігацій основним ризиком є підвищення відсоткових ставок на місце-

вому ринку капіталів. Для єврооблігаційного ринку характерні вищі ризики та витрати на організацію продажу облігацій. Вони компенсуються удвічі вищим валовим прибутком андерайтерів. На ринку єврооблігацій інвестори купують папери в тих валютах, які забезпечують найбільший прибуток. Зміна курсу валюти є джерелом ризику при здійсненні андерайтингу.

Розвиток ринку єврооблігацій породив такі їхні різновидності: облігації з варантами, які дають право на купівлю акцій тієї самої корпорації, єврооблігації з фіксованою та з плаваючою ставками, облігації з нульовим купоном, глобальні облігації.

Глобальні облігації — це середньо- та довгострокові боргові цінні папери, які одночасно випускаються на провідних фінансових ринках світу. Вони найчастіше деноміновані в доларах США і зареєстровані в SEC; входять до лістингу відразу декількох фондових бірж різних країн; на них поширюються різні форми національного регулювання, оскільки розміщуються в різних країнах. Випуск глобальних облігацій здійснюється високонадійними позичальниками з кредитним рейтингом AAA, і тому мають найвищу якість і найнижчий рівень відсоткових ставок. Термін їхнього обігу становить 1- 40 років.

Провідну роль у випуску глобальних облігацій відіграє МБРР, який здійснив перший їхній випуск у 1992 р. в єнах.

Міжнародний ринок облігацій характеризується даними, наведеними у табл. 11.6 та 11.7 [14, с. 294].

Таблиця 11.6

ОБСЯГИ МІЖНАРОДНОГО РИНКУ ОБЛІГАЦІЙ у 1993-2011 рр. (трлн дол.)

Види облігацій	1993	1999	2003	2004	2010	2011
Корпоративні облігації	11,7	20,5	30,8	31,5	60,8	68,3
Державні облігації	10,5	14,5	20,5	21,2	32,4	34,3
Усього	22,2	35,0	51,3	52,7	93,2	102,6

Загальну структуру міжнародного ринку майже на 80% формує ринок США, Європи, Великобританії, Японії.

Завдяки глобалізаційним процесам, зростанню державних та корпоративних зобов'язань ринок цінних паперів стає прозорішим і ліквіднішим.

Ринок облігацій динамічно розвивається і за останні 10 років зріс у 2,5 разу.

На відміну від ринку акцій ринок облігацій є достатньо стабільним, перш за все у розвинутих країнах. Зміна вартості фіктивного капіталу, представленого облігаціями, залежить від поточних змін відсоткових

ставок, які змінюються на незначні величини. Коливання цін облігацій на розвинутих ринках у 4-10 разів менше, ніж на ринках акцій.

Таблиця 11.7

РЕГІОНАЛЬНА СТРУКТУРА МІЖНАРОДНОГО РИНКУ ОБЛІГАЦІЙ

Країни	Корпоративні облігації, трлн дол.	Державні облігації, трлн дол.	Обсяг ринку	
			трлн дол.	%
США	36	12	48	20,1
Євросона	29	21	50	21,0
Велика Британія	30	7	37	15,4
Східна Європа	3	20	23	9,6
Японія	12	35	47	19,7
Китай	5	6	11	4,6
Індія	1	22	23	9,6
Усього	116	123	239	100

Про глобалізацію ринку облігацій свідчить те, що іноземні інвестори володіють 25% короткострокових облігацій і близько 44% державних облігацій. Наприклад, Народний банк Китаю вклав у державні облігації США понад 262 млрд дол. [15, с. 211].

«Креді Свіс Фьорст Бостон» виділяє такі тенденції на міжнародному ринку облігацій:

- *подальша глобалізація міжнародних ринків облігацій.* Розміщення міжнародних облігацій дедалі більше набирає міжнародного характеру. Облігації розподіляються між значною кількістю міжнародних інвестиційних інвесторів, на відміну від усталеної практики викупу таких випусків переважно місцевими інституційними інвесторами;

- *зміни в традиційній структурі європейських облігаційних ринків внаслідок впровадження євро, а також стрімке зростання обсягів випуску облігацій, деномінованих у цій валюті;*

- *збільшення ступеня диверсифікації кредитних портфелів міжнародних інституційних інвесторів.* Інвестори активніше переглядають свої інвестиційні портфелі, спрямовують більший відсоток коштів, якими управляють, на інвестиції в більш ризиковані облігації, які, відповідно, мають вищий рівень доходності;

- *постійний пошук шляхів поліпшення ліквідності єврооблігаційних ринків.* Зростає популярність серед інвесторів великих (так званих джа-

мбо) випусків єврооблігацій обсягом в 1 млрд дол. США та більше. Широке коло інвесторів, які беруть участь у розміщенні цих випусків, забезпечує достатню кількість покупців та продавців таких облігацій;

- *розвиток ринку пфандбріф*. Пфандбріф — це облігації, які випущені банками під заставу пулу приватних іпотечних кредитів. Вони займають близько 18% загального випуску облігацій, деномінованих у євро;

- *зростання європейського ринку облігацій з високим доходом*. На початку XXI ст. на цьому сегменті єврооблігаційного ринку було залучено коштів на загальну суму 16,6 млрд дол. США, а загальний обсяг випуску високодоходних міжнародних облігацій з європейським елементом досягав 40 млрд дол. [15, с. 211].

11.5. Міжнародний ринок фінансових деривативів

За останні три десятиліття на фінансових ринках з'явилося багато нових фінансових інструментів, які отримали назву похідних цінних паперів або деривативів. Під фінансовими деривативами розуміються інструменти торгівлі фінансовим ризиком, ціни яких прив'язані до іншого фінансового або реального активу. Дериватив являє собою стандартний документ, який засвідчує право та (або) зобов'язання придбати або продати базовий актив на визначених умовах у майбутньому.

Якщо класичні цінні папери призначені для залучення довгострокового капіталу, то деривативи є засобом хеджування, тобто страхування від цінових ризиків. Деривативи серед різних інструментів управління ризиками на фінансових ринках посідають перше місце.

Умови деривативів визначаються за згодою сторін.

Контракти повинні мати такі реквізити:

- назва контракту;
- сторони контракту;
- базовий актив контракту¹ та його характеристика (емітент, вид цінного паперу, його номінальна вартість, термін обігу, інші відомості для цінних паперів; вид валюти — для коштів; асортимент — для інших товарів);
- ціна виконання;
- кількість базового активу, вартість контракту, порядок оплати проданого базового активу (у форвардних контрактах);

¹ Базовий актив — товари, цінні папери, кошти та їх характеристики, що є предметом виконання зобов'язань за деривативом.

- вид контракту (з поставкою або без поставки базового активу); обсяг контракту; розмір початкової маржі; одиниця виміру ціни (у ф'ючерських контрактах);
- вид опціону (з поставкою або без поставки базового активу), різновид опціону (опціон на покупку, опціон на продаж); порядок оплати придбаного базового активу; розмір премії (для опціонів);
- термін виконання;
- відповідальність сторін;
- порядок розгляду спорів;
- адреси, підпис, реквізити банківських рахунків.

Згідно з класифікацією Банку міжнародних розрахунків розрізняються чотири типи базових активів, до кожного з яких може бути прив'язаний дериватив:

- товари (ціна деривативу прив'язується до ціни певного товару або руху індексу на групу товарів);
- акції (ціна деривативу прив'язується до ціни певної акції або руху індексу цін на групу акцій);
- іноземна валюта (ціна деривативу прив'язується до курсу однієї або до декількох валют);
- відсоткова ставка (ціна деривативу прив'язується до фіксованої, плаваючої, комбінованої відсоткової ставки).

До основних похідних цінних паперів належать опціони і ф'ючерси на товари, цінні папери, валюта, відсоткові ставки і фондові індекси, свопи на відсоткові ставки і валюту та форвардні контракти.

При купівлі і продажу деривативів контрагенти обмінюються не активами, а ризиками, що випливають з цих активів.

Ціна деривативів визначається рухом цін на товари, фінансові інструменти, індекси цін або відмінностями між двома цінами.

Контракти на деривативи закриваються шляхом розрахунку готівкою. При цьому зміна власника або поставлення означеного товару не передбачається.

Цілями деривативу є:

- фіксація майбутньої ціни на будь-який актив вже сьогодні, що досягається укладанням форвардного або ф'ючерсного контракту;
- обмін потоками готівки або обмін активами (свопи);
- придбання права, але не зобов'язання на здійснення угоди (контракт типу опціону).

За способом фінансової організації в міжнародній торгівлі деривативами виділяють два основних типи контрактів: контракт типу форвард і контракт типу опціон.

Форвардний контракт — це двостороння угода за стандартною (типовою) формою, яка засвідчує зобов'язання особи придбати (прода-

ти) базовий актив у визначений час на визначених умовах в майбутньому з фіксацією цін такого продажу під час укладання форвардного контракту.

Розрізняються такі види форвардів:

- товарний форвард — форвардний контракт на поставку товару;
- форвард на акції — контракт на поставку в майбутньому акції або набору акцій за зафіксованою сьогодні ціною;
- форвардна відсоткова угода — контракт, згідно з яким відсоткова ставка, котру потрібно буде заплатити або отримати в майбутньому, визначається при підписанні контракту;
- безпосередній форвард — контракт на обмін двома валютами за погодженим сьогодні курсом більш ніж за два робочих дні після його підписання.

До контракту форвардного типу відносяться ф'ючерси і свопи.

Ф'ючерси — це ті ж самі форварди, але вони торгуються в стандартизованому виді на біржах. Ф'ючерсний контракт — це стандартний документ, який засвідчує зобов'язання придбати (продати) базовий актив у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією цін на момент укладання зобов'язань сторонами контракту.

Предметом ф'ючерсної операції є базові активи, але ф'ючерсний контракт може продаватися незалежно від того, чи існують справді вказані в ньому активи в момент укладання угоди. Достатньо, щоб в ньому були вказані відсоткова ставка, валютний курс, індекс цін і т. ін.

Сенс ф'ючерсного контракту в тому, що він є строковою угодою (в межах трьох місяців): існує розрив у часі між укладанням угоди і її виконанням. Укладаючи ф'ючерсний контракт, позичальники прагнуть застрахувати себе від зростання відсотка і зробити ціну отримуваних позик стабільною, а кредитори — від непередбаченого зниження відсотка з позик, які вони надають. Відтак позичальники укладають ф'ючерсні контракти на продаж, а кредитори — на купівлю ф'ючерса. При цьому кожен сподівається отримати прибуток на різниці цін в процесі їх коливань.

Привабливість ф'ючерсного контракту в тому, що коли за звичайною угодою купівлі-продажу доход однієї з сторін зумовлений збитком іншої, за ф'ючерсною угодою результати реалізації ф'ючерсного контракту можуть бути різними.

Підвищення поточної ціни по відношенню до контрактної призведе:

- у разі повної ліквідності об'єкта угоди до явно прогавленого доходу продавця і явного отримання доходу покупця;
- у випадку зниженої ліквідності об'єкта угоди до імовірної втрати доходу продавця і ймовірного реального доходу покупця.

Зниження поточної ціни призведе:

- у разі повної ліквідності — до явно відверненого збитку продавця і явного реального збитку покупця;
- у разі зниження ліквідності — до ймовірності відвернення збитків продавця і ймовірності реального збитку покупця.

У покупця домінує бажання виграти на коливаннях цін, у продавця — застрахуватися від наслідків цих коливань.

Свопи — це контракти типу форвард, в рамках яких сторони домовляються обмінюватись активами на основі погоджених правил.

Свопи бувають таких типів:

- товарні свопи — це обмін двома платежами за один товар, один з яких являє собою його оплату за поточною ціною спот, а другий — погоджену ціну на цей товар у майбутньому. Складається контракт на обмін доходами від зміни цін одного товару або індексу товарних цін на інший;

- валютні свопи — контракти, які передбачають обмін двома валютами, виключаючи платежі відсотків сьогодні і їх зворотній обмін на певну дату у майбутньому за погодженим сьогодні курсом;

- свопи на акції — контракти на обмін доходами від акцій або індексу акцій в результаті використання фіксованої і плаваючої відсоткової ставки;

- відсоткові свопи — контракт, згідно з яким сторони обмінюються платежами, що впливають з їх відмінностей у випадку фіксованих і плаваючих відсоткових ставок;

Опціон — стандартний документ, який засвідчує право (але не зобов'язання) придбати (продати) базовий актив на визначених умовах у майбутньому з фіксацією ціни на час укладення такого контракту або на час такого придбання за рішенням сторін контракту.

Особливістю опціону є те, що його власник отримує право, але не зобов'язаний купити або продати базовий актив. Покупець опціону може відмовитись від свого права купити базові активи, а продавець не може, отримавши винагороду (премію), відмовитись від зобов'язання продавати їх, якщо виконання зобов'язань вимагає покупець опціону. Покупець опціону може продати його будь-якій третій особі, після чого продавцеві опціону потрібно буде виконати умови контракту по відношенню до нового його власника. Опціон стає оборотним цінним папером.

Опціони бувають таких видів:

- товарний опціон — контракт, який дає покупцеві право, але не накладає на нього зобов'язання купити або продати певну кількість товару за погодженою ціною до настання певної дати;

- опціон на акції — контракт на поставку або отримання певної акції або набору акцій на визначену дату в майбутньому на умовах опціону;

- валютний опціон — контракт, який дає на умовах опціону право купити або продати валюту за погодженим курсом протягом часу;
- відсотковий опціон — контракт на поставку або отримання певного відсоткового доходу на обумовлену суму в майбутньому на умовах опціону.

Метою угоди купівлі-продажу опціону може бути або спекуляція на різниці в курсах, або хеджування, зниження ризику, пов'язаного з падінням ціни на цінні папери.

Позиції покупця опціону «колл» (котрий очікує підвищення курсу акцій) і продавця (котрий очікує зниження курсу) можуть бути такими (за умови контрактної ціни на акцію — 100 дол. і премії — 10 дол.):

а) якщо поточна ринкова ціна буде нижчою від контрактної (наприклад, 85 дол.), то покупець відмовиться від купівлі акцій, оскільки він зможе купити на ринку акції по 85 дол., що разом зі сплаченою премією становитиме 95 дол. замість 100 дол., тобто отримає прибуток 5 дол. Продавець в цій ситуації отримає прибуток (премію) 10 дол. Цей прибуток буде стабільним, поки поточна ціна буде нижчою 100 дол.;

б) якщо поточна ціна дорівнюватиме контрактній ціні плюс премія (110 дол.), то покупець опціону «колл» покриє витрати з премії, але прибуток не отримає. Результат операції для нього полягатиме в тому, що він уникнув ризику, пов'язаного з падінням курсу акцій;

в) в інтервалі ціни від 100 до 110 дол. результат продавця, в міру підвищення ціни, поступово погіршуватиметься, а результат покупця — підвищуватиметься. При перевищенні поточною ціною рубежу в 110 дол. збиток продавця у вигляді пропущеного прибутку зростатиме.

Позиції продавця опціону «пут» (котрий очікує підвищення курсу) і покупця «пут» (котрий очікує зниження курсу) можуть бути такими:

а) якщо поточна ринкова ціна дорівнює контрактній і вище, то доход продавця буде стабільним і максимально можливим (10 дол. премії);

б) в інтервалі від 90 до 100 дол. доход продавця опціону «пут» зменшується пропорційно зниженню втрат покупця;

в) нижче 90 дол. відбувається збільшення розміру упущеного доходу пропорційно зростанню реального доходу покупця.

Отже, при опціоні «колл» зміни прибутку і збитків відбуваються при підвищенні ціни акції, а при опціоні «пут» — при зниженні ціни акції.

В опціонній операції ризикують обидва учасники, але покупець опціону ризикує дещо менше, ніж продавець опціону, оскільки він має право вибору: покупець купує або не купує акції, і його втрати виражаться лише в розмірі премії. Втрати продавця мають характер упущеного доходу (прибутку), оскільки, продавши свої акції за опціонним контрактом, він позбавляється можливості отримати курсовий прибу-

ток шляхом продажу цих акцій на спотовому ринку за більш високою ціною.

Учасники опціонних операцій зменшують ризик шляхом різноманітних методів хеджування, наприклад, шляхом стележної операції. Суть стележної операції полягає в тому, що одночасно придбаваються опціон «колл» і опціон «пут» на одні й ті самі акції за однією й тією ж ціною й однаковими датами закінчення контрактів. Виконується один з двох опціонів залежно від рівня ціни акцій.

Міжнародний ринок деривативів характеризується зростанням обсягів операцій з похідними інструментами. Так, за останні 5 років він зріс на 125%. Це зумовлено високою нестабільністю котировок та посиленням ризику втрат в умовах зниження курсів. Останнім часом ринок деривативів поповнився новими учасниками. Крім інституційних інвесторів в операціях беруть участь управляючі компанії та корпорації. Можливість страхування та мінімізація ризику втрат від знецінення базових фінансових активів на ринку похідних інструментів допомагає уникнути їх ще більшого знецінення та суттєвого зниження обсягів операцій з ними на фондових ринках. Обороти ринку деривативів у 8 разів перевищує світовий ВВП. За оцінкою Банку міжнародних розрахунків, сукупний обсяг міжнародного ринку деривативів дорівнює близько 300 трлн дол. [13, с.158].

Міжнародна торгівля деривативами проводиться на біржах (15% світової торгівлі деривативами) і поза біржею (85%). Це зумовило поділ даних фінансових інструментів на деривативи, що продаються на біржах (відсоткові й валютні ф'ючерси та опціони, ф'ючерси та опціони на індекси акцій), і деривативи, що продаються поза біржею (валютні та відсоткові інструменти).

Практично вся біржова торгівля деривативами сконцентрувалась на торгівлі відсотковими ф'ючерсами і опціонами (91%). На другому місці — торгівля ф'ючерсами і опціонами на індекси акцій (7,4%), валютні ф'ючерси і опціони на третьому місці (1,6%). У 2012 р. обсяг торгівлі ф'ючерсами становив 11,2 млрд контрактів, опціонів — 11,1 млрд контрактів.

Обсяг торгівлі біржовими деривативами зростає як в загалі на світовому ринку, так і в окремих його регіонах. Так, у 2012 р. 8,9 млрд контрактів припадало на Азіатсько-Тихоокеанський регіон, 7,2 млрд — на Північну Америку, 4,42 млрд — на Європу, 1,53 млрд — на Латинську Америку.

Біржова торгівля деривативами сконцентрувалась в декількох провідних країнах: у Великій Британії, США, Німеччині. Біржовий ринок забезпечує, на відміну від позабіржового, більшу стандартизованість торгівлі, більш високу злагодженість розрахункових механізмів, які знижують ступінь фінансових ризиків, розвинуту міжбіржову систему електронного зв'язку.

Зростання торгівлі деривативами відбувається в основному за рахунок позабіржового ринку, котрий у 7 разів перевищує біржовий. Основна частина контрактів, що укладаються на позабіржовому ринку, припадає на валютні і відсоткові деривативи. Роль товарних деривативів і деривативів на акції, як і на біржовому ринку, незначна. Валютні деривативи в позабіржовій торгівлі відіграють більш істотну роль, ніж на біржовому ринку (їх частка становить 16,5%). На позабіржовому ринку в основному відбувається торгівля відсотковими і валютними свопами і переважають короткострокові контракти (близько 80% контрактів укладається на строк до 1 року).

Перевагами позабіржового ринку порівняно з біржовим є велика гнучкість контрактної системи, швидше впровадження нових фінансових інструментів, відлагоджена система двосторонніх банківських розрахунків.

Останніми роками з'явилися нові інструменти управління ризиком. Серед них найбільш швидкими темпами розвиваються кредитні деривативи. Кредитні деривативи — це структуровані фінансові інструменти, які відділяють кредитний ризик від активу для його наступного передавання іншій стороні. Учасники ринку кредитних деривативів мають можливість перерозподіляти кредитні ризики, не оформлюючи перехід прав власності на базові активи. Ринок кредитних деривативів являє собою провідні світові фінансові центри, де здійснюються операції з купівлі-продажу захисту від кредитного ризику. Так, на Нью-Йорк припадає 43% торгівлі цими деривативами, на Лондон — 29%, Азію — 21% і на інші фінансові центри Європи — 7%. Найкрупнішими учасниками цього ринку є провідні інвестиційні банки: — Chase Manhattan, Deutsche Bank, J.P. Morgan, CSFP, Goldman Sachs, Nomura.

Розробляються ф'ючерсні контракти, де базовими активами є макроекономічні показники, наприклад, ВВП, інфляція.

Характерними рисами міжнародного ринку деривативів є:

- питома вага деривативів, що продаються на біржах, скорочуються;
- за обсягом торгівлі валютні і відсоткові деривативи абсолютно домінують над товарними деривативами і деривативами на акції;
- понад половини торгівлі деривативами є міжнародною;
- близько половини деривативних контрактів укладаються в доларах.

11.6. Первинний та вторинний ринок цінних паперів

Ринок цінних паперів є механізмом, який сприяє встановленню контактів між покупцями і продавцями цінних паперів. Ринок цінних паперів поділяється на первинний і вторинний ринки.

11.6.1. Сутність первинного ринку цінних паперів

Первинний ринок цінних паперів — це ринок перших і повторних емісій цінних паперів, на котрому відбувається їх початкове розміщення серед інвесторів. Емісія цінних паперів — це встановлена в законодавчому порядку послідовність дій емітента з випуску і розміщення цінних паперів. Цінні папери (акції, облигації) розміщуються шляхом продажу їх емітентом первинним власникам через посередництво укладення угоди. Рішення про випуск приймають засновники акціонерного товариства з наступним затвердженням його на загальних зборах акціонерів.

Первинний випуск цінних паперів реалізується за допомогою механізму андерайтингу. Андерайтинг — це купівля або гарантування купівлі цінних паперів при їх первинному розміщенні для продажу публіці. Андерайтером є інвестиційний інститут (або їх група), який обслуговує та гарантує емітенту первинне розміщення на ринку цінних паперів на погоджених умовах за винагороду. Андерайтер здійснює купівлю цінних паперів для наступного перепродажу приватним інвесторам. Послуги з андерайтингу надають інвестиційні та комерційні банки, брокерські фірми, інвестиційні та фінансові компанії. Функції андерайтера такі:

- підготовка емісії, її оцінка, оцінювання цінних паперів, які емітуються, установлення зв'язків між емітентами та ключовими інвесторами, членами синдикату з розповсюдження цінних паперів;
- розповсюдження: викуп частини або всієї суми емісії, пряме розповсюдження (продаж безпосередньо інвесторам), продаж через емісійний синдикат, гарантування ризиків, підтримка курсу цінного паперу на вторинному ринку в період первинного розміщення;
- післяринкова підтримка: підтримка курсу цінного папера на вторинному ринку;
- аналітична та дослідницька підтримка: контроль за динамікою курсу цінного паперу і чинників, які на нього впливають.

У рамках первинного випуску цінні папери поділяються на «витримані» і «невитримані». Випуск «витриманих» паперів означає додаткове розміщення вже існуючих цінних паперів. «Невитримані» — це нові папери або первинна пропозиція цінних паперів.

При розміщенні цінних паперів у інвесторів виникає проблема визначення, в які акції або облигації вкласти свої гроші, а у емітента — проблема переконати потенційних інвесторів у привабливості вкладення коштів саме в його цінні папери. Проблеми ці можна вирішити завдяки інформації про об'єкти інвестування, котра дала б змогу оцінити можливі доходність і ризик вкладень у фірму.

Вважається, що дані для прийняття рішень про інвестування і оповіщення про умови інвестування дає аналіз балансу фірми, звіту про прибутки, звіту про рух грошових коштів і даних про акціонерний капітал. Узагальнену картину діяльності корпорації дає аналіз відносних показників, що характеризують окремі звітні дані і пов'язують їх одні з одними, дозволяючи виявити сильні і слабкі сторони компанії. Так, при порівнянні показників окремих фірм із «середнім» рівнем можна виявити компанії з високим ступенем ризику. При порівнянні даних однієї й тієї самої компанії за різні періоди можна судити про погіршення або про поліпшення стану компанії (докладніше див. п. 16.1.2.). Найпопулярнішим показником фінансового стану для інвестора є показник доходності вкладеного капіталу (ROE — Return on equity), котрий розраховується як відношення чистого прибутку до акціонерного капіталу:

$$ROE = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Акціонерний капітал}} \quad (11.1)$$

ROE можна представити як добуток трьох співмножників, котрі дають уявлення про три чинники:

- сприйнятливність ринку до продукції компанії;
- ефективність використання активів компанії;
- участь власного капіталу у функціонуванні активів фірми¹.

$$ROE = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Обсяг продажів}} \times \frac{\text{Обсяг продажів}}{\text{Вартість активів}} \times \frac{\text{Вартість активів}}{\text{Акціонерний капітал}} \quad (11.2)$$

Перший співмножник — коефіцієнт прибутковості — показує величину прибутку в одному доларі продажів. При виборі об'єкта інвестування важливо, щоб цей показник не мав тенденції до зниження.

Другий співмножник — коефіцієнт оборотності активів — показує, скільки доларів продажів формує долар активів. Він говорить про ефективність використання активів.

Добуток перших двох співмножників характеризує прибутковість активів (ROA—return on assets).

$$ROA = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Обсяг продажів}} \times \frac{\text{Обсяг продажів}}{\text{Вартість активів}} \quad (11.3)$$

Третій співмножник отримав назву леверейдж. Цей показник характеризує співвідношення власних і позичкових коштів. Чим більше по-

¹ Такий розклад називається дюпонівською системою контролю, оскільки цей показник був вперше застосований менеджерами компанії «Дюпон».

зичкового капіталу (тобто боргів), тим більше прибутку припадає на долар власного капіталу, але тим менше вкладений капітал власника захищений активами. Чим в більшому ступені активи фінансуються за рахунок власного капіталу, тим, за інших рівних умов, стійкіший фінансовий стан фірми, але нижча доходність власного капіталу. Отже, перед інвесторами виникає дилема: або мати менше боргів, тобто менший ризик інвестування, або отримати більший дохід і вищий ризик.

Аналіз фінансового стану фірми — необхідний етап фінансового інвестування, особливо на первинному ринку. Однак потрібно мати на увазі, що ринок цінних паперів живе за своїми власними законами, і стан корпорації на ринку цінних паперів є наслідком взаємодії численності чинників, які виходять за рамки внутрішнього стану справ фірми.

11.6.2. Характеристика вторинного ринку цінних паперів

Вторинний ринок — це ринок, на якому відбувається купівля-продаж цінних паперів, випущених в обіг раніше. Покупці на вторинному ринку укладають угоди не з емітентом, а з новими власниками цінних паперів. На вторинному ринку андеррайтери виступають в ролі брокерів, тобто зводять разом покупців і продавців, і в ролі принципалів, тобто скуповують і продають цінні папери з метою стабілізації цін. Вторинний ринок є основним ринком, оскільки саме на ньому відбувається: а) торгівля цінними паперами, випущеними в обіг раніше, і б) встановлення курсу цінних паперів, тобто визначення тієї ринкової ціни, котра відображає всю наявну інформацію про конкретний цінний папір.

Особливістю вторинного ринку є високий рівень ліквідності, тобто можливості швидкого продажу цінних паперів. Ліквідність ринку тим вища, чим більше учасників купівлі-продажу цінних паперів.

Вторинний ринок складається з:

- організованого біржового ринку, який представляє фондова біржа;
- позабіржового ринку.

Фондова біржа, як організований і регулярно функціонуючий ринок цінних паперів, є центральним ринком акцій найбільших монополій. Усього в світі нараховується майже 200 бірж у більше ніж 60 країнах. Найбільші з них: Нью-Йоркська, Токійська, Лондонська, Середньо-Західна (США) та ряд інших. 31 біржа входить до Міжнародної федерації фондових бірж (МФФБ), розташованої в Парижі.

Найвідповідальнішою біржовою процедурою є лістинг — процедура одбору клієнтів і цінних паперів для наступного допуску до біржових торгів. Для підвищення ефективності лістингу застосовують жорсткі

правила внесення компаній до біржового списку. Хоча лістинг потребує додаткових витрат і зв'язаний з контролем за діяльністю компанії-емітента, він підвищує рейтинг емітента, забезпечує високу ліквідність цінних паперів, відносну стабільність цін. Фондова біржа відповідає тільки за операції з цінними паперами, які пройшли лістинг.

На фондовій біржі здійснюється котирування цінних паперів. Термін «котирування», як правило, застосовується на позначення дії або механізму встановлення ціни цінних паперів, а також їм позначають можливість обігу цінних паперів (коли цінні папери обертаються на біржі, то кажуть, що вони «котируються»). Хоча котирування здійснюється на фондовій біржі, але біржовим курсом користуються і на позабіржовому ринку. Котирування цінних паперів відбувається: 1) методом реєстрації, який передбачає аналіз даних про угоди, що зареєстровані на біржі та 2) методом встановлення єдиного курсу цінних паперів того чи іншого виду. Такий курс встановлюється на підставі відомостей про кількість паперів, які продає продавець, і про кількість паперів, які бажає купити покупець [22, с. 118].

Основними критеріями, котрими керується американські біржі при прийнятті рішень про допуск акцій компанії до котирувань, є:

- 1) ступінь національного інтересу до даної компанії;
- 2) місце компанії в галузі та її стабільність;
- 3) належність компанії до зростаючої галузі і перспективи, котрі дозволили б їй зберегти свої позиції.

З метою порівняння бірж між собою за розміром, як правило, використовується показник капіталізації національних компаній, цінні папери яких мають лістинг на біржі.

Іншими показниками розміру бірж є кількість лістингових компаній та торговельний оборот. Для провідних торговельних майданчиків, оборот за добу складає десятки мільярдів доларів.

Вимоги до іноземних фірм, які бажають включити свої акції в лістинг, набагато жорсткіші, ніж до національних. Так, на Нью-Йоркській біржі вимогою для включення в лістинг є чиста вартість реального основного капіталу в розмірі не менше 18 млн дол., для іноземної фірми — 100 млн дол.

В роботі фондових бірж за останні 10 років сталися значні зміни, котрі повністю змінили облік бірж:

- перехід на електронну торговельну систему;
- активізація процесів глобалізації на фондових ринках. Починає здійснюватись перехід окремих бірж на технологію провідних організаторів торгівлі, що створило передумови для їх злиття. Інтеграція фондових бірж сприяє формуванню інвестиційного простору, який функціонує за уніфікованими правилами;

- об'єднання класичних фондових і деривативних бірж;
- перетворення фондових бірж у відкриті акціонерні товариства, тобто в бізнес — організації;
- вихід бірж через зрослу конкуренцію за національні межі і пропонування своїх послуг на зовнішньому ринку. Вони відкривають доступ на свої торговельні майданчики іноземним учасникам торгів, проводять лістинг і ведуть торгівлю іноземними цінними паперами;
- злиття депозитарних організацій.

Позабіржовий ринок — це частина фондового ринку, що перебуває поза сферою діяльності фондових бірж. На ньому відбувається обіг цінних паперів, які не зареєстровані на біржі. Операції з купівлі-продажу цінних паперів здійснюються по телефону, минаючи торговельну залу біржі. Ціни тут встановлюються в ході переговорів між продавцями і покупцями. Коли виникає серія заявок, проводиться аукціон.

Частка позабіржового фондового ринку неоднакова в різних країнах: в Японії вона становить 1%, у США — 25, Чехії — 60, Словаччини — 80, Росії — 90, в Україні — 98% [14, с. 301].

До переваг позабіржового ринку відносять те, що він:

- збільшує обсяг інвестицій, оскільки наближає фондовий ринок до дрібного інвестора;
- оперативно знаходить найвигідніші об'єкти вкладання капіталу та джерела фінансування;
- сприяє розвитку фондового ринку на рівні регіонів, розвитку послуг для учасників ринку;
- створює передумови для розвитку інфраструктур фондового ринку.

Важливим моментом у розвитку позабіржового ринку цінних паперів стало застосування великими банками власних електронних брокерських систем. Вони вирізняються низькою вартістю надання послуг, можливістю торгувати в години, коли традиційні біржі зачинені, анонімною котировкою і широким спектром інструментів, що торгуються. До таких систем відносяться Інстінет (електронна система торгівлі акціями), що оперує глобально, електронні комунікаційні мережі, такі як Айленд та інші. В США їх нараховується близько 20.

Позабіржовий ринок неоднорідний через різний ступень організованості. Так, до організованих учасників позабіржових угод відносять тих, хто є членом тієї чи іншої саморегульованої організації. У межах неорганізованого позабіржового ринку виокремлюють так звані «вуличний» ринок, «третій» та «четвертий» ринки. Але досвід розвинутих країн свідчить про те, що позабіржовий ринок цілком піддається організації.

«Вуличний ринок» — це неорганізований ринок, де переважають випадкові операції з купівлі-продажу цінних паперів, в основному акцій приватизованих підприємств.

«Третій ринок» — це ринок, на якому відбувається позабіржова торгівля зареєстрованими на біржі цінними паперами через посередників. Цей ринок виник тому, що на біржовому ринку інституційним інвесторам було не вигідно торгувати через:

1) досить великі комісійні, мінімальна ставка яких фіксована. Відтак комісійні часто перевищували граничні витрати по проведенню великомасштабних торговельних операцій, в той час як брокерські фірми, що не є членами біржі, не встановлювали обмежень на комісійні;

2) фіксований час проведення торгів, в той час як на позабіржовому ринку операції продовжуються і тоді, коли вони призупиняються на біржі.

«Четвертий» ринок — це ринок, на якому укладаються угоди купівлі-продажу будь-яких цінних паперів і навіть цілих портфелів інституційними інвесторами напрямки, минаючи біржі і брокерів через комп'ютерну систему.

На вторинному ринку інвестори укладають угоди з купівлі-продажу цінних паперів в основному з двох причин. Перша — це пропозиція про те, що поточна ринкова ціна купівлі або продажу завищена або занижена і інвестор захоче зіграти на можливій різниці цін. Інвестор, який вважає, що він має інформацію, котра невідома на ринку, називається орієнтованим щодо інформації. Друга причина — це бажання інвестора продати деяку кількість акцій, щоб отримати гроші на свої потреби або вкласти в цінні папери тимчасово вільні кошти. Інвестор, спонукуваний такими мотивами, називається орієнтованим на ліквідність. Укладаючи угоду, він не передбачає, що інші учасники ринку можуть неправильно оцінювати перспективи даного паперу. В цій ситуації дилер може зайняти активну або пасивну позицію. Пасивно налаштований дилер очікуватиме, поки ціни не визначаться ринком. Активно налаштований дилер спробуватиме отримати якомога більше інформації і визначити події на ринку, змінивши заздалегідь ціни на купівлю і продаж і підтримавши тим самим баланс в потоці доручень.

Ціни на ринку цінних паперів можуть не лише встановлювати рівновагу, а й бути джерелом інформації. Однак інформація про купівлю або продаж великої партії цінних паперів може бути інтерпретована по-різному, якщо невідомі мотиви продавця або покупця. Інвестору, який орієнтується на ліквідність, слід повідомити про свої наміри з тим, щоб уникнути несприятливого впливу, котрий може справити його попит або пропозиція на ціну, за яку він має намір укласти угоду. Інституційний інвестор, який закуповує набір цінних паперів, повинен повідомити, що він не вважає ціну на ці папери заниженою. Фірма ж, яка хоче купити або продати велику партію цінних паперів за ціною, котра, за її оцінкою, не відповідає поточній вартості, повинна приховувати свій мотив. Від того, наскільки їй це вдається, залежить результат.

Курси акцій, що котируються на ринку, звичайно змінюються хвилеподібно, у вигляді циклів: за підйомом іде падіння, потім знову підйом і т. д. У фазі підйому ринок називається «бичачим», у фазі падіння цін акцій — «ведмежим».

А. Принципи формування портфеля акцій інвестора

Враховуючи фазу циклу і виходячи з прогнозів тенденцій зміни ринку цінних паперів (індексів Доу-Джонса чи інших), інвестор повинен при формуванні свого портфеля акцій керуватись рядом принципів, які узагальнюють практику функціонування ринку цінних паперів [15, с. 229].

Перший принцип покупця. Акції, курс яких перевищив загальне (середнє) зниження на попередньому циклі «ведмежого» ринку, найбільш перспективні в розумінні наступного значного зростання на хвилі «бичачого» ринку. Існує дві причини для таких висновків.

По-перше, акції з великим зниженням курсу на «ведмежому» ринку є більш «літучими», ніж загальна маса, що визначає середні індекси.

По-друге, песимізм «ведмежого» ринку звичайно перебільшений для багатьох з цих акцій. Якщо курс акції знизився на 85%, 90% і навіть 95%, то це може також означати, що корпоративні доходи впали, дивіденди зменшуються, перспективи компанії сумні і що банкрутство «за рогом». 90-95% зниження курсу звичайно сигналізує про серйозні проблеми, але це може також просто свідчити про те, що інвестори «панікують» і що справжня і майбутня ситуація компанії в кінці циклу «ведмежого» ринку ненабагато гірша, ніж на його початку. Якщо це відповідає дійсності, то при поживленні на ринку курси таких акцій підуть вгору з темпом, що перевищує середній рівень.

Отже, **принцип 1:** за прогнозами початку «бичачого» ринку слід купувати акції тих корпорацій, курс яких знизився значніше, ніж усереднений курс в період «ведмежого» ринку.

Другий принцип покупця ґрунтується на тому, що курс акцій корпорацій, у яких величина капіталізації ринку невелика, зростає в період «бичачого» ринку більше (у відсотках), ніж усереднений курс всіх акцій, що котируються, значно більше, ніж курс акцій корпорацій зі значними обсягами ринкової капіталізації.

Наприклад, уявімо корпорацію А, у якої випущено 1 млн акцій, а їх ринковий курс нині \$10 за одиницю. Тоді величина капіталізації ринку становить \$10 млн (1 млн акцій \times \$10). Припустимо, що на першому етапі «бичачого» ринку показник капіталізації збільшиться на \$5 млн, а на другому — ще на \$5 млн, тобто склав відповідно для даної корпорації \$15 млн і \$20 млн. Оскільки додаткова емісія не проводилась, то це означає, що курс акцій підвищився в першому випадку на 50% за оди-

ницю до \$15, а в другому — на 100% (у порівнянні з останньою ринковою ціною «ведмежого» ринку) до \$20 за одиницю.

Тепер розглянемо корпорацію В, яка випускає 5 млн акцій, котрі, як і в першому випадку, наприкінці «ведмежого» ринку продаються по \$10 за одиницю. Тоді показник ринкової капіталізації становить 50 млн (5 млн акцій \times \$10). Якщо ж з початком «бичачого» ринку також цей показник збільшиться вдвічі на \$5 млн, тобто складе \$55 млн і \$60 млн, то за відсутності нової емісії ринкова ціна акцій корпорації В збільшиться лише на 10% на першому етапі (з \$10 за одиницю до \$11) і на 20% — на другому етапі (з \$10 за одиницю до \$12).

Із співставлення цих прикладів видно, що зростання вартості акціонерного капіталу на «бичачому» ринку на одну і ту ж саму величину (\$10 млн) в першому випадку (з корпорацією А) призвело до подвоєння ціни однієї акції з \$10 до \$20, а в другому (з корпорацією В) — до збільшення курсу лише на 20%: з \$10 до \$12. Це пояснюється тим, що за інших рівних умов показник капіталізації корпорації В (\$5 млн) був у 5 разів більшим, ніж цей самий показник корпорації А (\$1 млн).

Отже, **принцип 2**: за прогнозів початку «бичачого» ринку слід купувати акції корпорацій з найменшими показниками ринкової капіталізації.

Третій принцип покупця впливає з порівняння величини вартості за балансом і їх ринкової оцінки, котру визначає покупець ринкової капіталізації. Якщо показник ринкової капіталізації вищий, ніж вартість за балансом, то наявною є переоцінка ринком стану корпорації, в протилежному випадку — недооцінка. Однак особливе значення в нашому аналізі має співставлення відношення чистих ліквідних активів корпорації¹ до кількості випущених акцій з їх ринковим курсом. І коли ринковий курс акцій яких-небудь корпорацій нижчий згаданого відношення (коефіцієнта), то ці акції найбільш доцільно купувати напередодні початку чергового циклу «бичачого» ринку. Чому? Відповідь проста: купівельний попит серйозно недооцінив ці акції. Адже корпорація, у якої ліквідних коштів достатньо, щоб покрити свою заборгованість, знаходиться у відмінному фінансовому стані. І тому можна з великою долею ймовірності передбачити, що коли почнеться хвиля «бичачого» ринку, курс акції цих корпорацій зросте в темпі, що перевищує середній рівень.

Звідси впливає **принцип 3**: за прогнозами початку «бичачого» ринку слід купувати акції тих корпорацій, у котрих поточний курс нижчий вартості чистих ліквідних активів, які припадають на акцію.

¹ Нагадаємо, що показник чистих ліквідних активів корпорації визначається з вільного фінансового балансу як різниця між величиною ліквідних активів і пасивів. Подальше розмежування доцільне лише тоді, коли для даної корпорації цей показник позитивний, оскільки він може бути і від'ємною величиною.

Б. Принципи що визначають стратегію поведінки інвестора у випадку продажу своїх акцій

Так само, як і при купівлі акцій, кожний інвестор повинен мати стратегію поведінки у випадку продажу своїх акцій.

Перший принцип продавця ґрунтується на аналізі коефіцієнта ціна-дохід (P-E Ratio), котрий характеризує співвідношення між поточним курсом акції і величиною чистого доходу корпорації, що припадає на одну акцію¹. Наприклад, якщо продажна ціна акції на даний момент — \$40, а чистий дохід корпорації за останній звітний рік \$8 за одну акцію, то коефіцієнт ціна-дохід дорівнює $5(\$40/\$8)$. При курсі акції \$16 і такому ж, як і згаданий вище, чистому доходу на одну акцію (\$8), цей коефіцієнт становитиме $2(\$16/\$8)$. Природно, що кожна акція має даний коефіцієнт, за винятком тих корпорацій, у котрих нема прибутку.

Коефіцієнт ціна-дохід є індикатором того, наскільки порівняно з середнім рівнем впаде курс акцій на початку циклу «ведмежого» ринку. Так, за інших рівних умов, акції, в яких цей коефіцієнт вищий, будуть більше «втрачати» в ціні, ніж ті, в яких він нижчий. Причина полягає в тому, що при загальному падінні курсу насамперед «страждають» акції тих корпорацій, курс яких не відповідає їх істинному фінансовому стану. І, як свідчить зарубіжна статистика, ціни акцій корпорацій з високим рівнем цього коефіцієнту на «ведмежому» ринку знижуються у відсотковому відношенні більше, ніж середні показники в цілому (наприклад, індекс Доу-Джонса).

Звідси **принцип 1**: за прогнозами початку «ведмежого» ринку слід продавати (або продавати на строк) акції з найбільш високими значеннями коефіцієнта ціна-дохід.

Другий принцип продавця ґрунтується на аналізі коефіцієнта дивідендської віддачі акції (Stock Yield), котрий встановлює зв'язок між величиною дивіденда і ціною акції. Наприклад, якщо курс акції корпорації А \$60, а дивіденд за підсумками року був нарахований на цю акцію в розмірі \$3, то коефіцієнт дивідендної віддачі становить 5% ($\$3/\60). Якщо при тому ж рівні дивіденда курс акції корпорації В становить \$30, то даний коефіцієнт дорівнюватиме 10% ($\$3/\30).

Коефіцієнт дивідендної віддачі — другий індикатор того, якою є очікувана тенденція зниження курсу акцій окремих корпорацій в умовах «ведмежого» ринку. Як правило, курс акцій, у котрих даний коефіцієнт вищий, знижується у відсотковому відношенні менше, ніж курс тих акцій, у котрих цей показник нижчий. Тут позначається принцип

¹ Як відомо, цей коефіцієнт є одним з основних фінансових показників корпорації і приводиться в усіх біржових інформаційних таблицях, що публікуються західними фінансовими газетами країн, де функціонує ринок цінних паперів.

рентабельності інвестицій: завжди буде більшим попит на ті акції, котрі при однакових доходах, які приносяться ними на одиницю, коштують інвестору дешевше.

Звідси **принцип 2:** при прогнозах початку «ведмежого» ринку слід продавати (або продавати на строк) акції тих корпорацій, у яких найменші значення коефіцієнтів дивідендної віддачі акції.

Третій принцип продавця за своєю суттю протилежний першому принципу покупця. Зрозуміло, що курси акцій різних корпорацій з різними темпами будуть зростати на хвилі «бичачого» ринку. В одних величина подвоїться або потроїться, а в інших зросте всього на декілька відсотків. Причому, в перших найчастіше це результат не лише оптимістичних очікувань на майбутній розквіт корпорації, а й спекулятивний ентузіазм і азарт.

Однак, як правило, необґрунтований оптимізм змінюється песимізмом і ажіотажний попит на акції різко знижується (особливо коли їх ціна вже дуже висока). Відтак з початком «ведмежого» ринку курс акцій таких корпорацій починає в такому ж темпі падати, випереджаючи середній рівень.

Звідси **принцип 3:** при прогнозах початку «ведмежого» ринку слід продавати (або продавати на строк) акції тих корпорацій, курс котрих найзначніше (у відсотковому відношенні) зріс протягом попереднього «бичачого» ринку.

11.6.3. Основні показники діяльності ринку цінних паперів

Щоб визначити ефективність діяльності ринку цінних паперів відносно окремих їх видів використовують показники — фондові індекси. Індекси РЦП — це індекси цін акцій, які обертаються на ринку, тобто фондові індекси відображають зміну вартості деякого портфеля цінних паперів. Обчислення індексів здійснюється щоденно, щомісячно, щоквартально, за півріччя та щорічно. Базою відліку вважається день, коли значення індексу було 100 або 1000. В міру зростання чи падіння цін на акції, їх середнє значення зростає або знижується, відповідно підвищується чи падає значення індексу. Індекси надають стисло інформацію щодо цін на ринку або в його певному сегменті. Це дає змогу робити висновки про попит на ті чи інші цінні папери в контексті певного сегмента ринку, всього ринку, різних компаній і різних країн.

За ступенем узагальнення інформації показники ринку цінних паперів поділяються на:

- інтегральні (усереднені), які характеризують стан ринку (або його сегменту) в цілому одним узагальненим показником (наприклад, індекс Доу-Джонса за акціями промислових компаній);

▪ часткові, які доповнюють інтегральний показник характеристикою або зміни курсу акцій окремих компаній, або дивідендної віддачі акцій компаній тощо.

За складом об'єктів, що вивчаються, індекси бувають:

▪ інтернаціональні, котрі характеризують стан ринку поза національними кордонами. Наприклад, індекс MSCI (Morgan Stanley Capital International) охоплюють як весь світовий ринок акцій, так і його окремі географічні сектори — Північну Америку, Європу, Далекий Схід тощо;

▪ національні;

▪ секторні, котрі характеризують стан певного внутрінаціонального ринку. Наприклад, індекс Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE Composit Index) характеризує рух курсів акцій всіх компаній, що котируються на цій біржі; індекс Американської фондової біржі, що котирується на цій біржі;

▪ субсекторні інтегральні індекси характеризують динаміку курсів акцій певних груп компаній: промислової, транспортної, фінансової і т. ін.

За методом обчислення індекси поділяються на два основні види:

▪ серії середньоарифметичних наявних цін, котрі відображають зміни курсів груп цінних паперів;

▪ серії початкових ринкових вартостей усіх цінних паперів групи.

Принцип розрахунку цінових середніх базується на сумі цін (середньої ціни) визначеної групи акції [15, с. 233].

$$\sum_{i=1}^n \frac{P_i}{D}, \quad (11.4)$$

де D — дільник, який забезпечує рівність значення індексу та момент початку розрахунку деякій заданій величині (найчастіше 10 або 100 пунктам). Наприклад, фондовий індекс розраховується за акціями двох компаній. Ціна акції компанії А — 100 дол., ціна акції компанії В — 10 дол.

Середньоарифметична дорівнює: $\frac{100 + 10}{2} = 55$. Якщо акції компанії В по-

дорожчають у 3 рази, то індекс збільшиться на 10 пунктів $\left(\frac{100 + 30}{2} - 55 \right)$.

До першої групи перш за все відносяться індекси Доу-Джонса — середні показники динаміки поточних курсів акцій провідних компаній США. Серед системи середніх компаній Доу-Джонс найвідомішим є показник DJIA (Dow Jones Industrial Average), який є середньоарифметичним цін акцій 30 найбільших промислових компаній на Нью-Йоркській біржі, котрі лідирують у своїх галузях промисловості.

Індекс Доу-Джонса визначається за формулою:

$$DJIA_t = \frac{\sum_{i=1}^{30} P_{it}}{D_{adj}}, \quad (11.5)$$

де $DJIA$ — позначення інтегрально індексу Доу-Джонса на день t ;

P_{it} — курс акцій на кінець дня i ;

D_{adj} — скорегований дільник на день t , що змінюється при дрібненні акцій. Коли акції діляться, то дільник стає меншим.

Крім індексу DJIA розраховується індекс DJGT (Dow Jones Transportation Average), який включає ціни акцій 20 транспортних компаній, індекс DJGT (Dow Jones Global Titans Index), який було започатковано в 1999 р. і який розраховується на базі 50 компаній 8 найбільших фондових ринків світу: США, Великої Британії, Франції, Японії, Німеччини, Італії, Швейцарії та Нідерландів.

На величину індексу можуть впливати події, які не пов'язані із зростанням вартості компанії. Наприклад дрібнення акцій. Тому середні величини (індекси, які базуються на середній початковій вартості цінних паперів певної групи), потребують коригування та обчислюється так:

$$\text{Індекс}_t = \frac{\sum_{i=1}^n P_t Q_t}{\sum_{i=1}^n P_b Q_b} \times B_{iv}, \quad (11.6)$$

де індекс t — індексна вартість на даний день;

P_t — курси акцій на кінець дня;

Q_t — число наявних в обігу акцій на день;

P_b — курси акцій на кінець базового дня;

Q_b — кількість наявних в обігу акцій на базовий день;

B_{iv} — початкова індексна вартість.

За методом середньоарифметичного розраховуються і деякі інші відомі в світі індекси. Наприклад, індекси Nikkei — середні цін акцій, які котируються на Токійській фондовій біржі; міжнародний фондовий індекс EAFI Index, який ураховує ціни акцій більш як 2000 компаній з 21 країни; індекс World Index, який розробляє компанія Morgan Stanley; FTW Index, який розробляє Інститут актуаріїв Великої Британії разом з великими брокерськими фірмами; Global Index, який розраховує First Boston Corporation разом із журналом «Euromoney». Крім того, міжнародні інституції розраховують регіональні індекси та індекси для зростаючих ринків.

Переваги фондових індексів:

- надають інформацію щодо доходності ринків акцій і забезпечують можливість порівнювати ефективності інвестицій на різних ринках;
- дозволяють визначити тенденції ринку;
- є основою для спеціальних фінансових інструментів: строккових контрактів за індексами, які дають змогу страхувати ринковий ризик (ф'ючерси, опціони за фондовими індексами).

11.6.4. Визначення ринкової вартості акцій

Ринкова ціна або курс акції — це ціна, за котрою акція реально продається і купується на фондовому ринку. Курс акцій перебуває в прямій залежності від розміру отриманого за ними дивіденду і в оберненій — від рівня позичкового відсотка.

$$\text{Курс звичайної акції} = \frac{\text{Річний дивіденд на 1 акцію}}{\text{Ставка доходу від акції}} \times 100 \quad (11.7)$$

На фондовому ринку визначення курсу цінних паперів відбувається в результаті взаємодії попиту і пропозиції. Чинником же, що визначає попит і пропозицію, є оцінка інвестором доходів корпорації в майбутньому і величини передбачуваних дивідендів. На попит і пропозицію впливає величина спреду — розриву між мінімальною ціною пропозиції і максимальною ціною попиту. Найбільш ліквідними є цінні папери, в яких відношення спреду до максимальної ціни найменше (від 0 до 3%).

Процедура проведення торгів на ринках цінних паперів і визначення ринкового курсу така. Всі брокери зі своїми заявками збираються в залі біржі. Спеціально уповноважений біржовий агент оголошує курс, наприклад, 940 дол. за акцію. Після цього брокери намагаються укласти між собою угоди по цьому курсу. Визначаються брокери, котрі готові купити певне число акцій по цьому курсу, і брокери, котрі мають заявки на продаж акцій по даному курсу. Укладаються попередні угоди. Але виявляється, що попит за ціною 940 дол. перевищує пропозицію. Попит становить 300 акцій, а пропозиція — лише 200 акцій. Це означає, що ціна в 940 дол. надто низька для продавця. Тоді біржовий агент називає нову ціну, наприклад, 950 дол. За цієї ситуації попередні угоди з попередніх торгів повністю анулюються, і брокери знову переглядають свої пакети заявок. На продаж за новою ціною пропонується 300 акцій, а попит пред'явлено лише на 200 акцій. Якщо після попередніх угод продовжуються запити на продаж, але вони залишаються без відповіді, то це означає, що ціна 950 дол. надто висока. Біржовий агент робить

наступну спробу і називає нову ціну і т. д. І лише тоді, коли залишається вкрай незначна кількість незадоволених заявок брокерів, ціна буде названа остаточно.

Якщо цей процес зобразити у вигляді графіків сукупних попиту на купівлю і пропозиції на продаж, то точка їх перетину покаже ціну, за якою попит і пропозиція рівні. Отже, ринковий курс цінного паперу відображає своєрідний результат згоди і спільної думки про перспективи певного цінного паперу.

Характеризуючи стан ринку цінних паперів, говорять про ефективний та ірраціональний ринок.

Абсолютно ефективний ринок — це такий ринок, на якому ціна на кожний цінний папір завжди дорівнює його інвестиційній вартості. **Інвестиційна вартість** — це вартість цінного паперу на даний момент з урахуванням перспективної оцінки рівня ціни попиту на нього і доходів по ньому в майбутньому, розраховану добре інформованими і здібними аналітиками, котра може бути розглянута як справедлива вартість паперу. На такому ринку нема недооцінених і переоцінених паперів, нова інформація миттєво відображається на ринкових цінах. Це, звичайно, еталон. Реально ж визначення ринку йде за градацією ступеня ефективності ринку: слабка, середня, сильна. Три ступеня ефективності ґрунтуються на різних передбаченнях про ступінь відображення в курсах цінних паперів інформації про них. **Ірраціональний ринок** — це ринок, на якому курси ніяк не пов'язані з інвестиційною вартістю, коливання курсів носять випадковий характер. На добре розвиненому, вільному ринку ірраціональність — рідкісне явище. Основні фондові ринки США оцінюються ближче до ефективних, ніж до ірраціональних.

В угодах купівлі-продажу учасники ринку прагнуть виявити недооцінені і переоцінені акції у порівнянні з інвестиційною вартістю. Для визначення істинної вартості звичайних акцій застосовують засіб, котрий називається моделлю дисконтування дивіденду.

Алгебраїчно істинна вартість акції (V) дорівнює сумі наведених очікуваних виплат дивідендів (D) в період часу (t) і відповідної ставки дисконтування¹ для фінансових потоків (тобто різниці між доходами і витратами) даного ступеня ризику (K):

$$V = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_3}{(1+K)^3} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t} \quad (11.8)$$

¹ Дисконт — приведена до поточного моменту часу вартість кожного долара доходу від цінного паперу, котрий повинен бути одержаний через певну кількість років $d_t = 1 / (1 + S_t)$, де S_t — спот-ставка за t років — коефіцієнт дисконтування. Дисконтування — процес обчислення приведеної вартості даного потоку платежів.

Щоб визначити істинну вартість звичайних акцій при різному характері зміни дивідендів у часі застосовуються певні моделі:

▪ модель нульового зростання, в котрій передбачається, що розмір дивідендів у майбутньому залишається незмінним, тобто

$$D_0 = D_1 = D_2 = D_3 = \dots = D_\infty :$$

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_0}{(1+K)^t} \quad \text{або} \quad V = \frac{D}{K} \quad (11.9)$$

▪ модель постійного зростання, в якій передбачається, що дивіденди зростатимуть від періоду до періоду в одній пропорції, тобто з однаковим темпом зростання (q): $D_1 = D_0(1+q)^1$.

Формула для моделі постійного зростання:

$$V = \frac{D_1}{K - q} \quad (11.10)$$

▪ модель змінного зростання, в якій передбачається, що до моменту T для кожного періоду інвестор робить індивідуальний прогноз щодо величини дивідендів — $D_1, D_2, D_3, \dots, D_t$, прогнозує настання моменту T і передбачає, що після настання моменту часу T дивіденди зростатимуть з постійним темпом q .

Формула обчислення згідно з цією моделлю матиме вигляд:

$$V = V_{T-} + V_{T+} = \sum_{i=1}^T \frac{D_i}{(1+K)^t} + \frac{D_{T+1}}{(K-q)(1+K)^T}, \quad (11.11)$$

де $V(T-)$ — приведена вартість дивідендів, виплачуваних до періоду T включно; $V(T+)$ — приведена вартість всіх дивідендів, виплачуваних після періоду T в момент часу 0 .

Важливим параметром при оцінці звичайних акцій є ринковість, тобто торгівля акціями повинна бути досить активною, щоб угоди відбувалися без непотрібних ривків у динаміці цін. Оскільки ціни на звичайні акції помітно коливаються, а дивіденди взагалі можуть не виплачуватись, то ці акції не для всіх інвесторів. В заявці нового клієнта, що подається в брокерську фірму, вимагається чітко викласти цілі інвестування і підкреслити, що саме вони визначатимуть його інвестиційні дії. Інвестор повинен визнати, що ризик, пов'язаний з купівлею звичайних акцій, відповідає його фінансовому становищу.

При прийнятті рішень про інвестування в привілейовані акції потрібно звернути увагу на: умови угоди; поведінку акцій на ринку і співвідношення доходу і ступеня ризику.

Для визначення інвестиційної вартості привілейованих акцій використовуються такі змінні:

- 1) фіксована норма дивідендів, яку власник сподівається отримати в кінці кожного періоду (наприклад, кварталу чи року);
- 2) чинна ставка дисконту або мінімальна норма прибутку, прийнята для інвестора.

Математична формула для визначення інвестиційної вартості акції така:

$$VP_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_p}{(1+r)^i}, \quad (11.12)$$

де VP_0 — приблизно обчислена інвестиційна вартість привілейованої акції;

D_p — очікувані щорічні виплати дивідендів;

r — очікувана мінімальна ставка дисконту.

Для привілейованих акцій нема дати погашення, але за ними виплачується фіксована сума дивідендів протягом невизначеного періоду часу (D).

Якщо очікувана мінімальна ставка дисконту є постійною величиною, рівняння для визначення дійсної вартості акції можна спростити:

$$VP_0 = \frac{D}{r} \quad (11.13)$$

Наприклад, інвестиційна ціна привілейованої акції, на яку компанія платить 10 дол. дивідендів і забезпечує 12-відсотковий доход, дорівнюватиме 83,33 дол.

$$VP_0 = \frac{10}{12} \times 100 = 83,33.$$

Очікуваний доход є важливою характеристикою, яка використовується інвесторами для визначення доходу з привілейованих акцій.

Він визначається за формулою:

$$i = \frac{D_p}{P_0}, \quad (11.14)$$

де i — очікуваний доход з привілейованої акції;

D — щорічна виплата дивіденду;

P_0^p — існуюча ринкова ціна привілейованої акції.

Привілейовані акції можуть бути викуплені за номіналом і попередньою премією. Попередня премія — величина до рівня дивіденду за 1

рік. Якщо припустити, що акція буде викуплена за 5 років, дивіденди виплачуватимуться щорічно і ціна викупу буде 110 дол., існуюча ціна за акцію — 85 дол., тоді приблизно доход на дату викупу обчислюється так:

$$I_c = \frac{D_p + [(P_c - P_0)/Y_c]}{(P_c - P_0)/2}, \quad (11.15)$$

де I — доход до дати викупу;

D — щорічна норма дивіденду;

P^p — ринкова ціна на момент викупу;

P^c — існуюча ринкова ціна привілейованої акції;

Y_c — кількість років до дати викупу.

Використовуючи наведені вище дані, орієнтовний доход до дати викупу дорівнює 15,38%,

$$I_c = \frac{10 + [(110 - 85)/5]}{(110 - 85)/2} = 15,38\%.$$

Реалізований прибуток як середня щорічна норма прибутку за привілейованою акцією між датою придбання і датою продажу обчислюється так:

$$I_r = \frac{D_p + [(P_t - P_0)/Y_{np}]}{(P_t + P_0)/2}, \quad (11.16)$$

де I — реалізований прибуток за привілейованою акцією;

P^t — виручка від реалізації;

Y^t — кількість років володіння акцією;

D^{np} — щорічна норма дивідендів;

P_0^p — існуюча ринкова ціна привілейованої акції.

Якщо акція була придбана за 95 дол., продана за 99 дол., дивіденд за акціями 10 дол., строк володіння — 4 роки, то

$$I_r = \frac{10 + [(99 - 95)/4]}{(99 - 95)/2} = 11,34.$$

11.6.5. Визначення вартості облігацій

Ціни облігацій визначаються п'ятьма основними моментами:

- рівнем позичкового відсотка;
- кредитним рейтингом емітента;
- строком до погашення;

- наявністю обкладеного або викупного фонду;
- умовами першочергового і наступного випуску облігацій.

Облігації першого випуску мають більш високу оцінку, ніж наступні.

З підвищенням позичкового відсотка ціни облігацій знижуються і навпаки. Чим міцніше фінансове становище позичальника, тобто вищий його кредитний рейтинг, тим вигіднішими є умови, за яких робиться позика. Наприклад, держава, велика, добре відома компанія і т. ін. можуть взяти позичку під більш низький відсоток. Гроші, які позичаються на довгий строк, коштують дорожче, аніж гроші, які позичаються на короткий строк. Відтак для облігацій, що йдуть з дисконтом, чим ближчий момент погашення, тим менша скидка з номіналу. Наявність викупного фонду для дострокового погашення облігацій позитивно позначається на ціні випуску. При підвищенні рівня позичкового відсотка ціни довгострокових облігацій знижуються, як правило, на більшу величину, ніж ціни короткострокових облігацій. Різке підвищення цін звичайних акцій, на які обмінюються конвертовані облігації, може привести до продажу облігацій зі значною премією понад номінал.

Інвестор при угодах на фондовому ринку намагається виявити випадки неправильної оцінки облігації ринком. Економічним методом виявлення неправильної оцінки облігації є метод оцінки шляхом капіталізації доходу.

Цей метод передбачає, що внутрішня вартість будь-якого активу ґрунтується на дисконтованій величині платежів, котрі інвестор очікує отримати в майбутньому за рахунок володіння цим активом. Застосування цього методу до оцінки облігацій полягає в порівнянні значення доходності (Y) до погашення облігації зі значенням «правильної» (Y_n), на думку інвестора, доходності до погашення.

Доходність до погашення облігації (або обіцяна доходність до погашення) визначається за такою формулою:

$$P = \frac{C_1}{(1+Y)^1} + \frac{C_2}{(1+Y)^2} + \frac{C_3}{(1+Y)^3} + \dots + \frac{C_n}{(1+Y)^n},$$

або

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+Y)^t}, \quad (11.17)$$

де P — поточний ринковий курс облігації із залишковим строком погашення « n » років;

$C_1, C_2, \dots, C_t, \dots, C_n$ — передбачувані грошові виплати інвестору в перший рік, в другий і т. д.;

Y — обіцяна доходність до погашення.

Наприклад, облігація номінальною вартістю в 1000 дол. і поточною вартістю в 900 дол. має залишковий строк обігу — 3 роки. Купонні щорічні виплати до погашення становлять 60 дол.

Доходність облігацій до погашення становить:

$$900 = \frac{60}{(1+Y)^1} + \frac{60}{(1+Y)^2} + \frac{1060(1000+60)}{(1+Y)^3} = 10,02\%$$

$$Y = 10,02\%.$$

Якщо наступний аналіз вказує, що відсоткова ставка повинна дорівнювати 9%, то ця облігація недооцінена, оскільки $Y > Y_n$. Якщо доходність до погашення вища, ніж «правильна», то облігація недооцінена, і тоді вона — кандидат на купівлю. Якщо ж доходність до погашення нижча «правильної», то облігація «переоцінена», і тоді вона — кандидат на продаж. Отже, якщо поточний ринковий курс нижча, ніж істинна вартість облігації, то це недооцінена облігація, а якщо вищий, — то переоцінена.

Внутрішня вартість облігації (Y) може бути обчислена і за такою формулою:

$$V = \frac{C_1}{(1+Y_n)^1} + \frac{C_2}{(1+Y_n)^2} + \frac{C_3}{(1+Y_n)^3} + \dots + \frac{C_n}{(1+Y_n)^n}$$

\ або

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+Y_n)^t} \quad (11.18)$$

Оскільки ціна купівлі облігації — це її ринковий курс (P), то для інвестора чиста приведена вартість (net present value NPV) дорівнює різниці між вартістю облігації і ціною купівлі:

$$NPV = V - P = \left[\sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+Y_n)^t} \right] - P \quad (11.19)$$

Для нашого прикладу

$$NPV = \left[\frac{60}{(1+0,09)^1} + \frac{60}{(1+0,09)^2} + \frac{1060}{(1+0,09)^3} \right] - 900 = 24,06 \text{ дол.}$$

Якщо облігація має позитивну NPV, вона є недооціненою.

Якби інвестор визначив, що Y_n дорівнює 11%, то NPV облігації становила б: — 22,19 дол., тобто облігація переоцінена.

Якби інвестор визначив величину Y_p як приблизно рівну Y , то облігація розглядалась би як точно оцінена.

Основною складовою аналізу облігації є визначення нормального для інвестора значення Y_p , оскільки вирахувати його не просто через те, що воно залежить від суб'єктивної оцінки інвестором як деяких характеристик облігації, так і поточних умов на ринку.



Розділ 5



МІЖНАРОДНЕ ОПОДАТКУВАННЯ

ГЛАВА 12 ОСОБЛИВОСТІ МІЖНАРОДНОГО ОПОДАТКУВАННЯ

12.1. Загальні риси та специфіка сучасних податкових систем світу

Глобалізація світогосподарських зв'язків об'єктивно породжує необхідність гармонізації національних податкових систем, яка допускає:

- координацію податкової політики окремих держав;
- зближення рівнів оподаткування;
- уніфікацію методів визначення податкової бази;
- приведення у відповідність критеріїв надання податкових пільг.

Світове співтовариство перебуває поки що на самому початку формування єдиного світогосподарського простору. Воно досі градується за численними ступенями єдності. Глобальна гармонізація податкової системи тільки починає осмислюватися. У цій важливій справі цікавою є концепція безстороннього оподаткування, запропонована американським економістом Р.Л. Дєрнбергом.

Концепція безстороннього міжнародного оподаткування Р.Л. Дєрнберга допускає встановлення системи таких безсторонніх норм оподаткування, які не змогли б діяти ні проти, ні на користь якого-небудь виду діяльності. Податкова система, на думку Р.Л. Дєрнберга, повинна залишатися на задньому плані, а рішення про господарську діяльність і інвестування повинні прийматися за принципами, не пов'язаними з оподаткуванням.

Концепція Р.Л. Дєрнберга про безстороннє міжнароднє оподаткування містить три основні правила [7, с.22-24].

Перше правило — неупередженість у відношенні до експорту капіталу. Податкова система відповідає цьому правилу, якщо на вибір платника податків між інвестуванням у себе чи в країні за рубежом не впливає питання про оподаткування. У цьому випадку корпорація буде приймати рішення про інвестування на підставі ділових, а не податкових чинників. При ідеальній конкуренції неупередженість у відношенні до експорту капіталу призведе до ефективного розподілу і використання капіталу.

Друге правило — неупередженість у відношенні до імпорту капіталу. Таке правило вважається виконаним, якщо всі діючі на ринку фірми обкладаються податком за однією ставкою.

Третє правило — національна неупередженість. Відповідно до цього правила загальний прибуток з капіталу, який розподіляється між платником податків і бюджетом, повинен бути однаковим, незалежно від того, де інвестовано капітал — у своїй країні чи за кордоном.

Сучасний рівень розвитку світового господарства вимагає такий стан у міжнародному оподаткуванні, коли кожна країна проводить податкову політику з урахуванням своїх національних інтересів. Розглядаючи специфіку оподаткування в різних країнах світу, зупинимося на його особливостях у промислово розвинутих країнах і в транзитивних економічних системах.

12.1.1. Оподаткування в промислово розвинутих країнах

Загальну тенденцію у формуванні системи оподаткування в промислово розвинутих країнах можна виразити приблизно так: раціональному оподаткуванню потрібно уникати методів і форм, які заважають накопиченню багатства всіма учасниками відтворювального процесу. Зрозуміло, у кожній окремій країні ця система формується під впливом специфічних, конкретно-історичних умов (економіко-географічних, політичних, релігійних), які визначають її довгостроковий розвиток. Тому податкові системи різних країн, навіть у рамках західно-європейського регіону, розрізняються між собою, хоча прискорений розвиток інтеграційних процесів сприяв деякому зближенню податкового законодавства в країнах Європейського Співтовариства. У цих країнах склалася багаторівнева система стягнення податків. У країнах з федеративним устроєм вона трирівнева, а в державах з унітарним устроєм — дворівнева. Податки тут поділяються на загальнодержавні і місцеві. У федеративних державах до них додаються регіональні податки окремих земель, областей, автономних утворень.

Одна з найбільш стабільних податкових систем, які склалися і функціонують без значних змін з XIX ст., діє у *Великій Британії*. Тут вона двоступінчаста і складається з загальнодержавних і місцевих податків. Важливе місце в загальнодержавному оподаткуванні займає прибутковий податок з населення, який приносить у бюджет дві третини всіх податкових надходжень. Цей податок платять тільки фізичні особи, тоді як юридичні особи, наприклад, корпорації, платять податок на прибуток. Прибутковий податок дуже диференційований у залежності від ве-

личини доходу громадян. При його встановленні враховують сімейне, матеріальне становище (наприклад, стан здоров'я) платника податків і з урахуванням всіх обставин застосовуються пільги і знижки. При сплаті цього податку діють три основні ставки: 20%, 25% і для самих багатих 40% доходу.

Прибуток підприємств обкладається податком у 33%, причому останнім часом він значно знижений (10 років тому його ставка була 52%).

Ще одним джерелом поповнення скарбниці є податок на спадщину. Невелике майно (до 150 тис. ф. ст.) не обкладається зовсім, а з більш дорогої спадщини стягується податок за ставкою 40%. В окрему статтю виділені внески на потреби соціального страхування. Вони диференційовані залежно від величини заробітку чи доходу і коливаються від 2% до 9%.

Серед непрямих податків Великої Британії основним є податок на додану вартість. За сумою надходжень до бюджету (17% від усіх податкових зборів) він посідає друге місце після прибуткового податку. Базою оподаткування є вартість, додана в процесі виробництва і наступного продажу до вартості закуплених сировини і матеріалів. Вона становить за величиною різницю між виторгом за реалізовані товари і вартістю закупівель у постачальників. Ставка податку — 17,5%. До інших важливих непрямих податків належить акциз. Акцизами обкладаються спиртні і тютюнові вироби, пальне, автомобілі. Ставка акцизного збору коливається в межах 10—30% від ціни товару.

Місцевими податками в Англії обкладається нерухоме майно, включаючи землю. Ці податки встановлюються владою, вони значно відрізняються за величиною в різних регіонах країни.

Сучасна податкова система Франції за загальною своєю спрямованістю аналогічна англійській. У ній також основний податковий тягар лягає на споживання, а не на виробництво. Головним джерелом бюджетних надходжень є непрямий податок — податок на додану вартість. Він дає бюджету 41,4% від усіх податкових надходжень. Ставки податку на додану вартість (ПДВ) у цій країні диференційовані за товарними групами: при основній ставці 18,6%, на товари і послуги першої необхідності вона не перевищує 5,5%. Найвища ставка — 22%, вона застосовується до автомобілів, парфумерії, предметів розкоші. Зниженою ставкою (7%) обкладаються товари культурного побуту. Від ПДВ звільнена медицина й освіта, а також приватна викладацька діяльність, лікувальна практика і духовна творчість (література, мистецтво). ПДВ у Франції доповнений акцизами на алкогольні напої і тютюнові вироби, деякі види автомобілів і літальні апарати.

Найважливішим із прямих податків у Франції є прибутковий податок з фізичних осіб. Його питома вага в бюджеті країни — понад 18%. Прибутковим податком обкладаються і юридичні особи — підприємств-

ва, корпорації, об'єктом обкладання тут виступає чистий прибуток. Загальна ставка податку — 34%, а на прибуток від землеробства і від доходів на цінні папери податкова ставка коливається від 10% до 24%. Варто звернути увагу, що питома вага податків на прибуток у загальній сумі податкових надходжень у бюджет не перевищує 10%. Це — переконливе свідчення того, як активно французька влада захищає вітчизняного виробника. Аналогічним прагненням пронизана чинність закону, який звільнив від ПДВ усі товари, вироблені французькими підприємствами на експорт. Дуже низькі податкові ставки і на продукцію сільського господарства.

Податкова система Німеччини орієнтована на ті ж основні принципи, що й податкові системи згаданих європейських країн: раціональний розподіл податкового тягаря між виробництвом і споживанням, соціальна справедливість, захист вітчизняного підприємця. Федеративний устрій країни зобов'язує уряд розподіляти основні податкові надходження до бюджету на паритетних засадах: приблизно половина отриманих засобів від прибуткового податку, від податку на прибуток направляється до федерального бюджету, інша половина — до бюджету тієї землі, де зібрані ці податки. Оскільки промисловий потенціал різних земель за своєю величиною значно диференційований, то й величина бюджету «багатих» земель набагато перевершує розміри бюджету «бідних» земель. Через механізм федерального бюджету виробляється так зване горизонтальне вирівнювання доходів: індустріально розвинуті землі (наприклад, Баварія, Баден-Вюртемберг, Північний Рейн-Вестфалія) дотують фінансовими ресурсами бідніші землі (Саксонію, Шлезвіг-Голштейн).

Німеччина — типова країна з трирівневою системою оподаткування. Податкові надходження розподіляються між трьома суб'єктами: федеральною владою, урядами земель і місцевою владою (громадами). Найбільшим джерелом поповнення скарбниці є прибутковий податок з фізичних осіб. Його ставка коливається від 19% до 53%, стягування диференційоване. При визначенні податку на заробітну плату існує 6 податкових класів, які враховують різноманітні життєві і майнові обставини людини. Соціальні відрахування з фонду заробітної плати складають 6,8%, їхня сума рівномірно розподіляється між підприємцем і працівником. Другим за значимістю прямим податком є корпоративний податок на прибуток. Він стягується за двома ставками: на прибуток, який перерозподіляється, — 50%, на прибуток, який розподіляється у вигляді дивідендів — 36%. Великі податкові пільги надаються при прискореній амортизації. У сільському господарстві закон дозволяє в перший же рік списати у фонд амортизації до 50% устаткування, а в перші три роки — 80%. Так держава заохочує технічне переоснащення виробництва.

Податок на прибуток, однак, за величиною надходжень до бюджету поступається основному непрямому податку — податку на додану вартість. ПДВ у Німеччині приносить скарбниці 28% податкових надходжень. Загальна ставка податку — 15%. Основні продовольчі товари і продукція культурно-освітнього призначення, як і у Франції, обкладаються за зменшеною ставкою.

Непрямі податки доповнюються акцизами. Ними обкладаються ті ж товари, що й в Англії і Франції. Надходження від акцизів (крім акцизу на пиво) направляються до федерального бюджету.

Місцеві бюджети підживлюються промисловим податком (ним обкладаються підприємства і фізичні особи, які займаються промисловою і торговельною діяльністю), земельним податком і податком на власність. У цілому еволюція оподаткування в Німеччині відбувається в руслі тих тенденцій, які спостерігаються в Західній Європі: зменшення податкового тиску на прибуток, розширення спектра податкових пільг, спрямованих на заохочення технологічного прогресу, на розвиток підприємництва взагалі і дрібного підприємництва особливо. Проведені в 90-х роках податкові реформи внесли істотні зміни в практику прямого оподаткування, надали значного полегшення вітчизняному виробникові.

До розвинутих податкових систем, які успішно виконують фіскальну і регулюючу функцію, належить *податкова система США*. Вона формувалася протягом двох століть і виступає сьогодні як ефективний інструмент регулювання економіки. У США також діє триступінчаста податкова система, при цьому 70% надходжень припадає на федеральний бюджет. Водночас абсолютна величина і питома вага місцевих податків, а також податків окремих штатів залишаються високими. За їх рахунок (від 70% до 90%) фінансується утримання охорони здоров'я, освіти, соціального забезпечення, місцевої поліції.

Як і в Німеччині, у США найбільші доходи скарбниці приносить прибутковий податок з населення. Податок цей носить прогресивний характер: його ставки зростають в залежності від величини доходу. До 1986 р. ставки прибуткового податку були диференційовані, вони були розбиті на 14 нормативів від 11% до 50%. З 1988 р. цей податок стягується за 5 ставками — 11,15, 28, 35 і 38,5%. Збільшено максимальні розміри неоподаткованого доходу та скорочені максимальні ставки оподаткування. Спрощено систему податків у цілому і зменшено кількість податкових пільг.

Другими за значенням для федерального бюджету є відрахування у фонди соціального страхування. Внески також носять обов'язковий характер і поділяються порівну між працівником і роботодавцем, причому розмір цих внесків має тенденцію до зростання. Так, у 1980 р. він становив 12,3% від фонду заробітної плати (тобто по 6,15% від кожної зі сторін), у 1988 р. — 15,02%, на початку XXI ст. — 15,3%.

Третім за величиною надходжень у бюджет виступає податок на прибуток корпорацій. Тут також спостерігається тенденція до зниження податкових ставок. До 1986 р. її загальний розмір був 46%, у 1987 р. — 40%, у 2002 р. — 33%, а тепер — 30,6%. Ставки корпоративного податку американських ТНК у 2004 р. продовжують знижуватися, незважаючи на зростання їх прибутків. Це пов'язано з: розширенням діяльності ТНК на зарубіжних ринках, що дозволяє сплачувати менший відсоток із своїх доходів у США та інших країнах, де вони діють; з переміщенням виробництва у країни з менш жорсткими системами оподаткування; із зростанням виробництва на міжнародних ринках. У 2004 р. зниження ставки податку на прибуток дозволило 68 американським ТНК заощадити 8 млрд дол. Діюча система оподаткування передбачає, що за перші 50 тисяч доларів прибутку варто платити 15%, за наступні 250 тисяч — 25%, і тільки за більш високі суми прибутку податок досягає максимального рівня ставки податку. Така диференціація серйозно заохочує розвиток малого бізнесу і розширює податкову базу країни. Як і в ряді інших країн, у США широко застосовуються прискорені норми амортизації, які дозволяють через механізм податкових пільг заохочувати науково-технічний прогрес.

На відміну від інших держав, федеральні акцизні збори не займають значного місця в бюджеті США, тому що основну частину цього податку стягує місцева влада штатів.

Істотне значення в доходах федерального бюджету має податок на спадщину. Його ставка коливається від 18% до 50%. Неоподаткований мінімум становить 10 тис. дол.

Широкими повноваженнями в галузі оподаткування володіють місцева влада і влада штатів. Прибутковий податок з населення (крім федерального) введено владою 44 штатів. До бюджетів штатів, крім прибуткового, стягуються свої власні податки на прибуток з корпорацій, з продажів і податок на ділову активність. Великим джерелом поповнення місцевих (муніципальних) бюджетів є податок на майно. У Нью-Йорку, наприклад, він забезпечує 40% дохідної частини бюджету.

Разом з тим, незважаючи на значні надходження від різних податків — прямих і непрямих, — місцеві бюджети, особливо великих міст, не обходяться без субсидій, субвенцій і дотацій з федерального бюджету. В цілому ж історично сформована в США триступінчаста податкова система впливає благотворно на раціональне розміщення в країні промислових об'єктів, на підвищення ділової активності в менш розвинутих регіонах. Податкова політика, яка проводилася із середини 80-х років, на думку ряду фахівців, позитивно вплинула на господарський розвиток країни, особливо в галузі малого бізнесу, і сприяла зменшенню безробіття і зростанню добробуту населення.

Варто відзначити, що навіть після зниження податкових ставок у ході податкових реформ наприкінці ХХ ст., які були проведені в США, Німеччині, Великій Британії, частка податків у ВВП продовжувала зростати, але темпи такого зростання значно уповільнювалися. Продовжувала зростати і частка прибуткового податку в загальній сумі податкових надходжень за останні 30 років, але протягом минулого двадцятиліття вона змінилася деяким падінням у Франції (-0,2 пункти) і Великій Британії (-2,2 пункти). За обидва періоди в сумі податкових надходжень скоротилася питома вага акцизів. Зате збільшилася за зазначені періоди частка податків на соціальне страхування, хоча темпи її росту протягом виокремлених 20 років уповільнилися.

Істотною рисою останніх десятиліть у податковій політиці промислово розвинутих країн варто вважати значне зниження податків на прибуток корпорацій. Так, в Іспанії, Данії, Швеції, Австрії й Ірландії вони скоротилися на одну третину. Помітне зменшення податків на прибуток спостерігалось в США, Японії, Канаді і ряді інших країн.

Однак таке зниження не відбилося на загальній сумі податкових надходжень до бюджету зазначених країн. Навпаки, їхня питома вага у ВВП навіть зросла. Це відбулося тому, що зниження податкових ставок на прибуток призвело до розширення податкової бази. Про рівень оподаткування в промислово розвинутих країнах свідчить табл. 12.1.

Таблиця 12.1

СТАВКИ ОСНОВНИХ ПОДАТКІВ В ОКРЕМИХ КРАЇНАХ

Країни	Основна ставка ПДВ	Індивідуальний прибутковий податок	Податок на прибуток підприємств	Відрахування на соціальне страхування
<i>Європейські країни</i>				
Австрія	20	10-50	34	41,8
Бельгія	21	25-57	34	47,3
Великобританія	18	20-40	30	15,6
Німеччина	16	25,9-53	40	38,2
Ірландія	20	27-48	12,5	22,2
Іспанія	16	30-56	35	38,7
Італія	20	10-51	36	57,9
Нідерланди	19	6,35-60	35	54,7
Норвегія	23	37,5-23,5	21	24,5

Закінчення табл. 12.1

Країни	Основна ставка ПДВ	Індивідуальний прибутковий податок	Податок на прибуток підприємств	Відрахування на соціальне страхування
Франція	19,6	12-54	33	56,3
Швейцарія	6,5	11,5	24,1	22,8
Швеція	25	30-50	28	32,3
<i>У середньому</i>	18,7	20,4-46,2	33,7	37,7
Україна	20	10-40	30	39,55
<i>Країни інших континентів</i>				
Австралія	32	20-47	36	0
Канада	7	17,31	29	14,8
Нова Зеландія	13	24-33	33	2,7
США	-	15-39,6	30,6	21,5
Японія	3	10,50	38	31,5

Джерело: [13, с.179]

12.1.2. Податки в транзитивних економічних системах

Оподаткування в промислово розвинутих країнах слугує своєрідним орієнтиром в аналізі процесу становлення податкових систем у ринкових економіках, які формуються. Світова практика показала, що податки органічно властиві ринковій економіці і складають її невід'ємний елемент. З їхньою допомогою можна стимулювати ефективну діяльність суб'єктів, які господарюють, формувати сучасну структуру економіки як у рамках відосблених країн, регіонів, так і в глобальному масштабі. Але та ж світова практика свідчить, що відхід від ринкових форм господарювання і відповідних їм принципів оподаткування виштовхує ту чи іншу країну на узбіччя історичного прогресу. У тоталітарних країнах податкова система еволюціонувала, як правило, у напрямку, протилежному до процесу загальносвітового розвитку. Від податків вони часом переходили до адміністративних методів вилучення прибутку підприємств і перерозподілу фінансових засобів через бюджет. Повна централізація коштів і відсутність якої-небудь самостійності підп-

риємств у вирішенні фінансових питань позбавляли господарських керівників всілякої ініціативи і поступово підводили ці країни до краху.

Реформування економіки постсоціалістичних країн, яке почалося в 1990-х роках, із самого початку було орієнтоване на перехід до ліберальної моделі ринку. На відміну від соціально орієнтованої моделі, яка припускає високий ступінь державного патерналізму і відповідний високий рівень оподаткування, ліберальна модель заснована на незначному втручанні держави в господарське життя і на відносно низькому рівні оподаткування. Для реформування економіки відповідно до ліберальної моделі в цих країнах треба було відновити наступні правові принципи системи оподаткування, що вже пройшли випробування часом у ряді індустріально розвинутих країн:

1. Юридична рівність перед законом усіх суб'єктів господарювання. Створення і суворе дотримання податкового нейтралітету.
2. Гарантія стабільності податкової політики, зумовленої законодавчою владою країни.
3. Податкові пільги (преференції), надані різним категоріям платників податків, повинні встановлюватися тільки законом.
4. Заборона зворотної сили податкового закону.
5. Функціонування інституту податкової відповідальності, засноване на презумпції винності платника податків у сполученні з гнучким впливом на тих, хто ухиляється від податків.
6. Простота і прозорість податкової системи.
7. Припинення свавілля податкових адміністрацій.
8. Домірність податкових надходжень до бюджету з величиною витрат у суворій відповідності з Законом про бюджет на черговий фінансовий рік.

Дотримання цих принципів є необхідною передумовою функціонування будь-якої ринкової економіки, але в ще більшій мірі це відноситься до ринкового господарства ліберального типу в період становлення. Від створення ефективної і надійної податкової системи залежить успіх проведення ринкових реформ. Швидко просування шляхом ринкових перетворень Польщі, Чехії й Угорщини, Словенії було зумовлено тим, що ці держави на початку 1990-х років без зволікання реформували податкове законодавство, забезпечили його стабільність і надійність, максимально наблизили його до європейських зразків. У цьому законодавстві передбачені ефективні заходи з розвитку і захисту вітчизняного виробництва.

На більш тривалий період процес законодавчого оформлення податкової системи розтягся в силу політичних і соціально-економічних причин у Болгарії, Румунії і республіках колишньої Югославії.

Дуже складно, непослідовно і суперечливо проходить процес формування податкового законодавства в ході реформування економіки

країн пострадянського простору. В основі цих протиріч лежать труднощі об'єктивного характеру. Незбалансованість економіки, гіпертрофована частка в ній військово-промислового комплексу і недорозвиненість галузей, які виробляють споживчі товари, гігантські підсилювалися з розпадом СРСР. Турбота про покриття поточних витрат на соціальну сферу, на утримання армії й органів управління тяжким тягарем лягла на плечі молодих незалежних держав. Податкову систему, здатну забезпечити наповнюваність бюджету в цих країнах, довелося створювати заново. При цьому проходження згаданих вище правових принципів у процесі створення нової податкової системи в країнах пострадянського простору виявилось дуже скрутним. Оскільки більшість державних підприємств минулого або були збитковими, або виготовляли продукцію, не призначену для продажу на ринку (галузі військово-промислового комплексу і суміжні з ними), то всю тяжкість податкового тягара довелося покласти на рентабельні підприємства, які працюють на ринок. Принцип юридичної рівності суб'єктів, які господарюють, перед законом був явно потоптаний, а це спричинило негативні економічні й соціальні наслідки. В силу політичних обставин податкове законодавство піддавалося кількарізковим змінам, які ведуть до дезорганізації господарського життя. Був багаторазово порушений принцип надання податкових пільг. Це відбувалося з політичних причин, вузькокорисних мотивів, а також через глибоке нерозуміння з боку не тільки владних структур, а й ряду економістів, хибності самої ідеї застосування щедрих пільгового оподаткування.

Результатом такої податкової політики уже в перші роки проведення економічних реформ стала явна невідповідність господарської системи, яка складається у пострадянських країнах (крім країн Балтії), продекларованій ліберальній моделі ринку. Головним атрибутом ліберально-ринкової моделі господарювання є низькі податки, стабільність, надійність і простота системи оподаткування. Замість цього в більшості держав — республік колишнього СРСР — була створена громіздка, складна, заплутана податкова система, яка стала важким тягарем для товаровиробника, до того ж перебувала в постійних змінах.

Становлення податкової системи в постсоціалістичних країнах протікає важко. Не стала винятком у подоланні цих труднощів і Україна. Процес створення в Україні податкової системи протікав методом спроб і помилок, що пояснювалося гігантськими труднощами як об'єктивного характеру, так і суб'єктивного — недосвідченістю самих законодавців і їхнім прагненням вирішити насамперед першочергові проблеми, покінчити з економічними і соціальними труднощами простим і, як їм здавалося, найбільш доступним шляхом.

В Україні за минулі 10 років сформовано податкову систему, яка за складом і структурою в цілому наближається до тієї, яка існує в євро-

пейських країнах. Але вона була дуже далека від досконалості. Податковий тягар на підприємця усе ще великий, а розподіл прибуткового і непрямих податків серед різних верств населення ще не цілком відповідає ідеалам соціальної справедливості.

Податкова система — це живий організм, який перебуває в стані безупинного зростання, розвитку і відновлення. Важливим кроком на шляху створення податкової системи стало прийняття Податкового кодексу України в 2010 р. Податкова система охоплює як юридичних, так і фізичних осіб. У рамках цієї системи сформовано структуру податкових надходжень до консолідованого бюджету України, згідно до якої установлюються загальнодержавні та місцеві податки та збори.

До загальнодержавних належать такі податки та збори: податок на прибуток підприємств; податок на доходи фізичних осіб; податок на додану вартість; акцизний податок; збір за першу реєстрацію транспортного засобу; екологічний податок; рентна плата за транспортування нафти і нафтопродуктів магістральними нафтопроводами та нафтопродуктопроводами, транзитне транспортування трубопроводами природного газу та аміаку територією України; рентна плата за нафту, природний газ і газовий конденсат, що видобуваються в Україні; плата за користування надрами; плата за землю; збір за користування радіочастотним ресурсом України; збір за спеціальне використання води; збір за спеціальне використання лісових ресурсів; фіксований сільськогосподарський податок; збір на розвиток виноградарства, садівництва і хмелярства (застосовується до 31 грудня 2014 р.); мито; збір у вигляді цільової надбавки до діючого тарифу на електричну та теплову енергію, крім електроенергії, виробленої кваліфікованими когенераційними установками; збір у вигляді цільової надбавки до діючого тарифу на природний газ для споживачів усіх форм власності.

До місцевих податків належать: податок на нерухоме майно, відмінне від земельної ділянки; єдиний податок.

До місцевих зборів належать: збір за провадження деяких видів підприємницької діяльності; збір за місця для паркування транспортних засобів; туристичний збір.

У цілому розвиток податкової системи намічено за основними напрямками: уніфікація податків, лібералізація (скорочення ставок), заохочення підприємництва.

Податковий кодекс 2010 р. передбачає зменшення кількості загальнодержавних податків з 29 до 17. Крім того, відмінюються десять місцевих податків і зборів, передбачається поетапне зниження податку на прибуток підприємств — з 25% до 20% у 2011 р., і подальше щорічне зниження на 1% до 16% у 2014 р. Не обходять зміни і ПДВ. Його ставка повинна бути знижена з 20% до 17%. За деякими операціями ставка по-

датку може встановлюватися у розмірі 0 відсотків. Податок на доходи фізичних осіб становитимуть 15%.

Як один із стимулів оновлення основних фондів запроваджується прискорена амортизація. З урахуванням світового досвіду запроваджується механізм стимулювання інноваційно-інвестиційного розвитку. Нова податкова реформа принципово підвищить інвестиційний клімат в Україні, підніме державу в рейтингу економічних свобод і привабливості для ведення бізнесу.

12.2. Міжнародне подвійне оподаткування та шляхи його врегулювання

Подвійне оподаткування — це обкладання одного податкового об'єкта в окремого платника тим самим (чи аналогічним) податком за той самий відрізок часу (найчастіше податковий період). Міжнародне подвійне оподаткування виникає в основному внаслідок стягування податків одночасно в даній країні і за кордоном. Воно найчастіше пов'язане з прибутковими і майновими податками, якими обкладаються доходи від праці чи від капіталу.

При визначенні сфери своїх податкових домагань, деякі держави виходять або з *принципу резидентства*, тобто оподатковують усі доходи суб'єктів, які мешкають або мають резиденцію на їхній території, незалежно від того, у якій країні в дійсності цей дохід отриманий; або держава додержується *принципу джерела (територіальності)*, тобто оподатковує будь-які доходи, отримані на її території, незалежно від того, чи має одержувач доходу місце проживання чи резиденцію в даній країні чи ні. Велика частина держав виходять із поєднання обох цих принципів.

Принцип резидентства закладений в основу конструкції так званого необмеженого податкового обов'язку. У відношенні фізичних осіб необмежений податковий обов'язок, який полягає в обкладанні податками всієї суми доходів, незалежно від їхнього місця одержання, поширюється на всіх осіб, які мають місце проживання в певній країні, чи на тих, хто тимчасово (понад 183 днів) в підзвітному році перебуває в країні. З особи, яка навіть не має в даній країні місця проживання, але перебуває в ній довше 183 днів протягом підзвітного року, стягується прибутковий податок у таких же розмірах, як і з особи, яка, маючи в цій країні місце проживання, не перебувала в ній у даному році жодного дня, чи маючи тут місце проживання, країну взагалі не залишала.

Стосовно юридичних осіб необмежена податкова повинність охоплює підприємства, які мають місце перебування чи орган управління в даній країні.

На відміну від правила необмеженого обов'язку, ідея *обмеженого податкового обов'язку* заснована на принципі джерела одержання доходів. Фізичні особи, які не мають у даній країні постійного місця проживання або чий термін перебування в ній перевищує 183 дні в підзвітному році, а також ті, що прибули в країну на тимчасове проживання з метою роботи на іноземних підприємствах, на спільних підприємствах за участю іноземного капіталу, у відділах і представництвах іноземних підприємств і банків, — усі ці особи підпадають під обов'язок сплати податків тільки з доходів від праці на території даної країни, незалежно від місця виплати винагороди і одержання доходів.

Більшість держав аналогічним шляхом широко окреслюють свою податкову юрисдикцію, що із неминучістю викликає суперечки з зовнішньоекономічними партнерами. Тут можливі три ситуації:

1) коли дві держави накладають необмежений податковий обов'язок на того самого суб'єкта (наприклад, на особу, яка має місце проживання в одній державі, але проживає в іншій державі довше 183 днів у підзвітному році);

2) коли даний суб'єкт підлягає в одній державі необмеженому податковому обов'язку, а в іншій державі він охоплений обмеженим податковим обов'язком;

3) коли закони двох держав стверджують, що даний дохід отриманий на їхній території, і накладають на суб'єкта, який одержав цей дохід, обмежений податковий обов'язок.

Внаслідок такої колізії податкових розпоряджень двох чи більше держав виникає явище міжнародного подвійного оподаткування. Міжнародне подвійне оподаткування повсюдно визнане явищем негативним і не тільки з боку платників податків, але також з боку податкових служб ряду держав. Тому що воно призводить до надмірного фіскального обтяження господарської діяльності, а це створює серйозні перешкоди для розвитку міжнародного економічного співробітництва і особливо в залученні іноземних інвестицій.

12.2.1. Договори про уникнення подвійного оподаткування як інструмент мінімізації податків

Вирішення проблеми подвійного оподаткування має два шляхи. Перший — надання резидентам одностороннього заліку податків, які сплачені за кордоном. Другий — розподіл оподаткування між країною, в якій одержується дохід, і країною, резидентом якої є отримувач. У цьому випадку укладесться угода про уникнення подвійного оподаткування.

Податкові договори укладаються зазвичай на двосторонній основі. Але останнім часом укладені й діють багатосторонні угоди, наприклад, між країнами Бенілюксу, Північної Європи чи державами Британської Співдружності Націй.

У міжнародній практиці застосовують дві основні моделі податкових договорів: модель ОЕСР і модель ООН. Вони слугують зразком і юридичною основою для укладення двосторонніх і багатосторонніх договорів.

В основу першої з них покладена «Модель договору про уникнення подвійного оподаткування доходів від праці і капіталів», ухвалену Фінансовим Комітетом ОЕСР у 1977 р. Основна мета Договору про запобігання подвійного оподаткування — сприяти безперешкодному перевезенню товарів, послуг, капіталу і робочої сили шляхом скасування (або елімінування) подвійного оподаткування. У той же час міжнародні договори не повинні бути використані з метою ухилення від оподаткування. Останнє можливе за допомогою штучного пристосування конкретно існуючого становища до ситуації, економічно більш вигідної для суб'єктів, які прагнуть ухилитись від сплати податків.

В основу даної моделі закладено принцип резидентства, відповідно до якого країна походження доходу поступається значною частиною податку з цього доходу на користь країни резидента компанії, який одержує дохід.

Для повернення (репатріації) прибутку у вигляді відсотків, дивідендів і роялті ця модель передбачає низькі ставки податку чи його повне скасування в країні одержання такого прибутку, і дохід, в основному, підлягає оподаткуванню в країні резидентства платника податків.

Ця модель, однак, виявилася неприйнятною для країн, які розвиваються: адже у випадку її прийняття вони позбавляються значної частини податкових надходжень. Тому, щоб забезпечити надходження доходів від оподаткування ТНК на користь країн, що розвиваються, ООН розробила і рекомендувала в 1980 р. іншу модель типової податкової угоди між індустріально розвинутими державами і країнами, що розвиваються. У моделі ООН повніше використовується принцип територіальності, який передбачає оподаткування всіх доходів, які утворилися на території країн, що розвиваються. Цей принцип також дозволяє застосовувати вищі податкові ставки, ніж у моделі ОЕСР, на репатріацію прибутку в індустріально розвинуті країни.

При вирішенні проблеми подвійного оподаткування в сучасній світовій практиці виділяють загальні і спеціальні міжнародні угоди. *Загальні договори* вирішують проблему уникнення подвійного оподаткування доходів і капіталу у всіх галузях підприємницької діяльності, а *спеціальні угоди* регулюють податкові відносини в окремих галузях, наприклад, у сфері перевезення вантажів чи комунікацій.

Податкові договори передбачають вирішення проблеми подвійного оподаткування в такий спосіб:

1. У текстах договорів дається розмежування податкової юрисдикції у відношенні суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності, позначається коло юридичних і фізичних осіб, які підпадають під дію даного договору, визначається спосіб урегулювання подвійного оподаткування, який гарантує зниження податкових витрат для цих осіб.

2. З метою уникнення дискримінації платників податків рівень внутрішнього оподаткування приводиться у відповідність із рівнем оподаткування іноземної держави-учасниці договору.

3. У текст договору вводяться пункти про порядок обміну інформацією і про взаємини між податковими відомствами в процесі боротьби з ухиленнями від сплати податків.

4. Розроблено спеціальну процедуру вирішення спірних питань і конфліктних ситуацій у сфері оподаткування з залученням при необхідності судових інстанцій.

Міжнародні договори про уникнення подвійного оподаткування є елементами міжнародного права і тому мають пріоритет над національним законодавством. А це означає, що якщо у відношенні доходу від зовнішньоекономічної діяльності існують відповідні пункти чи положення міжнародного податкового договору, у яких передбачені вищі чи нижчі податкові ставки, ніж прийняті в даній країні, то перевагу варто віддавати ставкам міжнародної податкової угоди.

У цих договорах передбачені системи податкових кредитів і податкових заліків. *Система податкових заліків (tax deductions)* допускає, що сума податків, сплачена за кордоном за принципом територіальності утворення доходу іноземної фізичної чи юридичної особи, віднімається з податкової бази при підрахунку оподатковуваного прибутку компанії в юрисдикції її резидентства.

Система податкових кредитів (tax credit) дозволяє віднімати суму податків, сплачених за кордоном, від суми податкових зобов'язань фізичної чи юридичної особи в юрисдикції її резидентства.

Податковий кредит приносить платнику більше звільнення від міжнародного оподаткування, ніж система податкових заліків. Розглянемо приклад. З іноземної держави А, у якій розташована філія корпорації К, прибуток надходить до країни Б, яка є юрисдикцією резидентства корпорації. Сума його складає 1500 доларів. Податкова ставка в державі А — 20%, у державі Б — 40%.

У випадку застосування системи податкових заліків порядок сплати податку для корпорації буде наступний.

Податкові зобов'язання К в державі А складуть:

$$1500 \times 0,2 = 300 \text{ дол.}$$

Податкові зобов'язання К у державі Б розраховуються так. Податкова база К у державі Б складе: сума доходу мінус податки, сплачені за кордоном, тобто $1500 - 300 = 1200$. Оскільки податкова ставка в державі 40%, то податкові зобов'язання К у державі Б складають $1200 \times 0,4 = 480$ доларів.

Загальна сума сплачених податків корпорацією К складе $300 + 480 = 780$ дол.

Чистий дохід корпорації дорівнює $1500 - 780 = 720$ доларів.

Тепер підрахуємо, яку суму податків довелося б сплатити корпорації К, якби в тексті податкового договору замість пункту про систему податкових заліків знаходився пункт про застосування податкових кредитів.

Тоді в державі А корпорація К сплатила б податок, як і в першому випадку, у сумі 300 доларів. Але в державі Б, де податкова ставка дорівнює 40%, їй довелося б сплатити 600 дол. ($1500 \times 0,4$). Однак система податкових кредитів дозволяє з цієї суми (600 дол.) відняти суму податку, уже сплаченого державі А (300 доларів). Тому корпорація заплатить державі Б всього 300 дол. ($600 - 300$). Загальна сума податків, сплачена корпорацією К державі А і державі Б складе 600 доларів ($300 + 300$). Чистий дохід корпорації складе 900 дол. ($1500 - 600$), тобто на 180 дол. більше, ніж у випадку застосування системи податкових заліків.

Таким чином, система податкових кредитів більше підходить для платників податків. Однак вона має істотне обмеження: податковий кредит надається тільки на суму сплачених за кордоном податків, які не перевищують рівень оподаткування у власній країні. Якщо податок в іноземній державі вищий, ніж у країні резидентства, то така переплата податків у податковий кредит не включається, і платник податків несе фінансовий збиток.

Договори про уникнення подвійного оподаткування постійно удосконалюються і доповнюються новими пунктами і положеннями, спрямованими, з одного боку, на те, щоб виключити будь-яку можливість повторного оподаткування платника податку, а з іншого — спорудити перешкоди на шляху бажаючих приховати від податкових служб свої доходи і ухилитися від сплати податків. Проте корпорації докладають зусиль для того, щоб використовувати переваги податкових угод у своїх маніпуляціях з ухилення від їх сплати.

12.2.2. «Шоппінг податкових угод»

Зміст терміну «шоппінг податкових угод» (tax treaty shopping) дослівно перекладається з англійського як «одержання вигоди від податкових угод». До таких належить насамперед договір про уникнення подвійного оподаткування, мета якого, крім уникнення повторного

оподаткування тих самих суб'єктів, — припинення шахрайських махінацій або втечі від податків у країнах, які підписали цей договір.

Податкова угода, укладена між двома державами, приносить вигоду резидентам цих держав. Додаткова мета договору про уникнення подвійного оподаткування полягає в тому, щоб позбавити резидентів третіх країн можливості одержувати вигоди, які випливають зі змісту договору. Парадокс, однак, полягає в тому, що саме ці договори дозволяють бізнесменам із третіх країн обходити податкове законодавство, приховуючи від оподаткування величезні суми грошей за допомогою системи фінансових маніпуляцій за назвою «tax treaty shopping». Зміст цієї системи полягає в тому, що інвестори з інших країн, які залишилися за рамками укладеного договору, створюють у цих країнах посередницькі компанії і з їх допомогою направляють інвестиції до однієї з держав, яка стала учасником обопільної умови про уникнення подвійного оподаткування. Завдяки вмілому використанню переваг цього договору бізнесмени одержують наступні вигоди:

- 1) зниження податків у країні, яка підписала договір;
- 2) низька або нульова ставка оподаткування в країні одержувача прибутку;
- 3) низька або нульова ставка оподаткування в країні перебування особи, яка фактично одержує дохід.

Перша з перерахованих ситуацій виникає тоді, коли в змісті договору про уникнення подвійного оподаткування передбачені низькі податки або повна відсутність податків з певного виду доходів (наприклад, дивіденди) у країні їхнього походження.

Друга ситуація виникає в юрисдикції офшорного центру, де всі доходи обкладаються низькими податками, або пропонуються вигідні умови оподаткування окремих видів діяльності, зокрема холдингових компаній. Т

Третя ситуація пов'язана з тим фактом, що офшорні центри не стягують податки з доходу «біля джерела» його одержання, тобто на місці створення прибутку.

Механізм дії «tax treaty shopping» виглядає так. Країна А підписала податкові угоди з офшорним центром Б. Платник податків з третьої країни — В зможе зменшити свої податкові виплати завдяки «tax treaty shopping», не одержуючи свої доходи безпосередньо з країни А, а використовуючи податкову угоду між А і Б, а якщо така існує, то й угоду між Б і В (рис. 12.1).

Формула «шоппінг податкових угод» може бути використана також і у випадку іноземної позики, коли позичальник із країни з високим рівнем оподаткування й іноземний позикодавець створюють компанію в офшорному центрі, у якому ставка оподаткування відсотків з позики дуже низька. Наведемо наступний приклад.

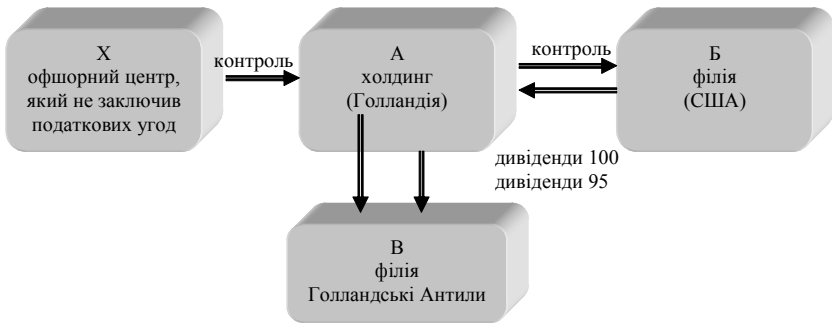


Рис. 12.3. Схема стратегії ухилення сплати податків

Припустимо, що бізнесмен А, який живе на Багамських островах, одержує відсоток на капітал, вкладений у США. Сума таких відсоткових відрахувань, дорівнює в нашому прикладі 1000 долларам, за американським законодавством обкладається податком у 30%, тобто в розмірі 300 долларів. Таким чином, бізнесмен А після сплати податку повинен одержати дохід у сумі 700 долларів. Однак, використовуючи договір про уникнення подвійного оподаткування між США і Гондурасом, бізнесмен успішно ховається від сплати податку. Оскільки Гондурас, як і Багами, — офшорний центр, то для процедури «шопінга податкових угод» у Гондурасі створюється посередницька компанія (В). На рахунки цієї компанії зі США переказуються відсоткові відрахування, які згідно з договором про уникнення подвійного оподаткування перераховуються в Гондурас цілком, без податкових відрахувань, тобто в сумі 1000 долларів. Компанія В переказує ту ж суму 1000 дол., знов-таки без будь-яких відрахувань хитромудрому бізнесмену, який перебуває на Багамських островах (рис. 12.2) [18, с. 231].

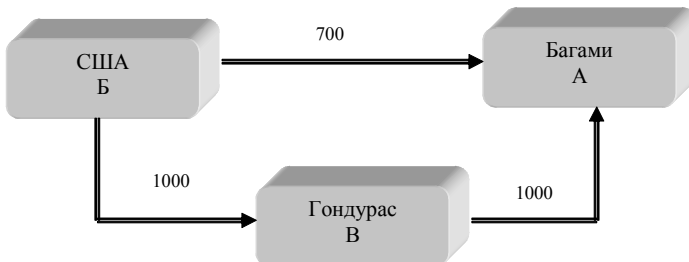


Рис. 12.2. Механізм дії «шопінгу податкових угод» у випадку іноземної позики

Щоб постійно (чи багаторазово) ухилитись від сплати податку біля джерела отримання доходу, як це було у випадку з американськими позичальниками, створюються фінансові компанії. Творцями їх найчастіше виступають багатонаціональні корпорації. Створені ними фінансові компанії відкривають свої філії в офшорних центрах, улюбленим місцем для цього є Голландські Антили. Філії фінансових компаній залучають у вигляді позик величезні грошові суми в третіх країнах (часто це вони роблять на ринках євродоларів), а запозичені гроші переказують у вигляді позик своїм материнським компаніям у США.

Американська компанія не підлягає оподаткуванню при виплаті відсотків за позиками своїм філіям, розташованим на Антильських островах, тому що між США і Голландськими Антилами укладений договір про уникнення подвійного оподаткування. Разом з тим, відсотки, виплачувані тими ж філіями третім країнам, також не підлягають оподаткуванню біля джерела доходу, тому що в офшорному центрі на Антилах такого податку не існує. У результаті учасникам процедури «шоппінг» податкових угод доводиться сплатити єдиний податок — це податок на суму, яка складає різницю відсоткових ставок між позикою, отриманою антильською філією, і наданою в кредит тією ж сумою грошей своїй материнській фірмі. Ставка такого податку, який стягує офшорний центр на Антилах, надзвичайно низька.

Аналогічним чином ухиляються від податку біля джерела доходу фірми, які займаються наданням патентів, ліцензій і товарних знаків і одержують за це різні види доходів. Ті ж виплати, які перераховуються компаніями безпосередньо мешканцям інших країн (які володіють правами на надання в користування патентів, ліцензій і т.ін.), підлягають оподаткуванню за досить високими податковими ставками (близько 30% прибутку). Сплати таких податків американські фірми можуть уникнути шляхом утворення холдингової компанії в Голландії. Ця компанія наділяється правами власника патентів, ліцензій, товарних знаків і т.п. і можливістю надання права користування ними в США. Доходи за це, які надходять зі США, завдяки укладенню між США і Голландією договору про уникнення подвійного оподаткування підлягають оподаткуванню тільки в Голландії. У той же час у цій країні холдингові компанії платять мінімальні податки.

Крім того, інвестиції в США можуть бути зроблені за посередництвом холдингової компанії, створеної в тій же Голландії будь-якою неамериканською корпорацією. Така холдингова компанія без особливих зусиль може заснувати свою філію в США. На основі договору між США і Голландією, дивіденди, виплачувані американською філією на користь материнської холдингової компанії, будуть обкладатися податком біля джерела доходу в розмірі 5% замість 30%, які виплачують місцеві фірми відповідно до

виплачують місцеві фірми відповідно до внутрішнього американського законодавства.

У тому випадку, коли голландська компанія відкриває свою філію на Антилах, вона одержує можливість виплачувати їй дивіденди без обкладання їх податком біля джерела виникнення доходу відповідно до умов податкової угоди, укладеної між двома державами (Голландією й Антильськими островами). Описану вище стратегію ілюструє наступна схема (рис. 12.3).

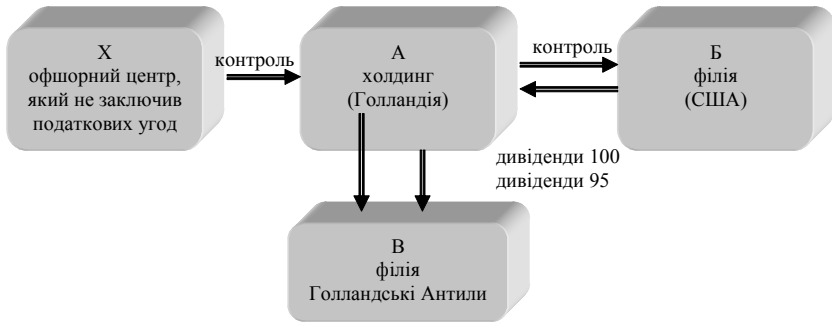


Рис. 12.3. Схема стратегії ухилення сплати податків

Проблема боротьби зі зловживаннями, пов'язаними із системою «шопінга» податкових угод, набуває зростаючої актуальності. Ця боротьба ускладнюється і тією обставиною, що багато держав уклали договори про уникнення подвійного оподаткування з офшорними центрами. Простіше всього було б відмовитися від укладення подібних договорів й інших податкових угод з ними. Але в реальному житті таку заборону в міжнародному масштабі ввести нелегко, тому що сам факт появи податкових гаваней зумовлений складним сплетінням економічних, геополітичних й історичних умов.

Останніми роками проти практики «шопінга» податкових угод дедалі активніше виступає ряд держав і міжнародних організацій. Особливо енергійно протестує проти подібних махінацій і зловживань умовами договорів про уникнення подвійного оподаткування Міністерство фінансів США. Воно виступає з вимогами і рекомендаціями не підписувати нових податкових угод, переглядати чи розривати вже підписані договори, які дозволяють третім країнам одержувати з них вигоду в сфері оподаткування. Однак через значну кількість і велике розходження податкових систем на земній кулі практично неможливо розробити універсальну модель положення (клаузули), яка б обмежувала можли-

вості зловживань умовами податкових угод. Податкові відносини окремих країн повинні розглядатися і розцінюватися індивідуально. Сучасна система оподаткування біля джерела доходу потребує удосконалення і модифікації.

Дедалі більшого поширення набуває застосування в міжнародних договорах оптимального «антишопінгового» (anti-treaty shopping) пункту (клаузули). У ньому передбачене розірвання податкової угоди однією із сторін — учасниць договору, якщо вона наведе докази, що інша сторона не в змозі дотримуватись умов цього договору.

У податкових договорах передбачаються також положення і правила, які вилучають з-під їхньої дії певні форми компаній. Прикладом можуть стати податкові угоди між Францією і Люксембургом, а також між Люксембургом і США відносно холдингових компаній. Подібні положення містять договори між Францією і Мальтою, а також між Кіпром і Францією щодо судноплавних компаній.

У цілому ж варто підкреслити, що на сьогоднішній день податкові адміністрації зацікавлених держав не розробили ефективних методів боротьби зі зловживаннями в рамках «шопінга» податкових угод, так само як і способів боротьби з іншими формами несплати податків. Деякі держави (США, Канада, Швейцарія, Німеччина, Голландія), уклавши договори про уникнення подвійного оподаткування, ввели в їхні тексти розпорядження, які передбачають мету — запобігти злочинному використанню умов таких договорів.

Договори про уникнення подвійного оподаткування укладені в інтересах платників податків. Їхні умови і постанови роблять сторони-учасниці договору більш привабливими для інвесторів з погляду фінансових зобов'язань. Якщо їх розглядати з такого боку, то укладення цих договорів можна вважати спробою обмежити використання підприємцями офшорних центрів.



ГЛАВА 13

ОФШОРНІ ЦЕНТРИ В СИСТЕМІ МІЖНАРОДНОГО ОПОДАТКУВАННЯ

13.1. Втеча від податків та ухилення від них

Втеча від податків й ухилення від них — явище настільки стародавнє, як і самі податки. З тим та іншим пов'язане зменшення суспільних доходів, які обслуговують як загальнодержавні, так і місцеві потреби. З ними пов'язане і використання бізнесменами офшорних центрів.

Втеча від податків полягає в штучному зниженні податкових зобов'язань до такого рівня, при якому оподаткування досягає найменшої величини. Тут має місце пристосування конкретної ситуації до такого становища, яке найбільш вигідне для платника податків. Можна також штучно створити ситуацію зі сплатою податку, провівши фіктивний розподіл орної землі між членами родини власника. Можна цілком легально зменшити обсяг виробничої діяльності чи змінити місце розміщення виробництва.

Велика кількість юристів вважає, що будь-які операції, проведені через офшорні центри, незаконні. Їхні опоненти дотримуються протилежної точки зору. Вони думають, що цілком доречно використовувати податкове законодавство для зниження податкового тягаря, звертаючись до послуг офшорних центрів, але тільки не піддаючи себе ризику адміністративної чи судової відповідальності за можливі порушення закону. Такі правознавці не бачать нічого поганого у використанні офшорних центрів з метою несплати чи мінімізації податків.

Для платника податків важливо знати, чи законна проведена ним операція, чи ні. Проблема розмежування понять «ухилення від сплати податків» і «втеча від податків» для нього залишається справою третьорядною.

Кваліфікація процедури використання офшорних центрів як шахрайства чи як цілком легальної «втечі від податків» залежить від аксеологічного (ціннісного) визначення цих термінів. Ці поняття важко піддаються дефініції і в різних країнах визначаються і навіть формулюються по-різному.

Термін «втеча від податків» відрізняється розпливчастістю і неточністю. На думку одного з найвідоміших фахівців у цій галузі І. ван Хорна, термін «втеча від податків» наповнений швидше нейтральним, ніж негативним змістом. Від податкового шахрайства його варто відрізнити тим, що втеча від податків не пов'язана зі спробами ухилення від своїх обов'язків платника податків злочинним шляхом.

На практиці нелегко провести межу між легальною і нелегальною втечею від податків. Для цього існують критерії, які можуть бути корисні для такого розмежування, а саме:

- мотиви діяльності платника податків (навмисні дії);
- фіктивний характер діяльності;
- розміри вигоди, одержуваної завдяки ухиленню від податків;
- оцінка компетентних органів.

Втеча від податків має власні відмінності в різних країнах залежно від розпоряджень податкового законодавства, яке діє в цих країнах. Загальною рисою такої процедури залишається використання можливостей у рамках існуючих податкових правил шляхом пошуку і відшукування способів зниження як податкового зобов'язання, так і самого податку:

1) прибуток може бути перетворений на капітал шляхом використання механізму виплати дивідендів;

2) оплата товарів чи послуг може бути зроблена з вигодою для виробника у формі позик, нерідко безпроцентних;

3) використання юридично оформленої спільної власності на паритетних засадах у відношенні доходів чи активів, які можуть бути передані в руки особи, яка користується звільненням від податків чи оподатковується за нижчими ставками;

4) капітал компанії може бути представлений у формі позик, завдяки чому оподаткування стає менш обтяжливим.

Втеча від податків стає також можливою завдяки проведенню цілої серії угод, кожна з яких має цілком законний характер, але сума яких приносить платникові податків вигоду, не передбачену податковими правилами.

Найчастіше втеча від податків відбувається в рамках існуючих правил і законів, але її здійснення можливе тільки шляхом дій і вчинків, несумісних з духом законності і правопорядку. Якщо це відбувається, такого платника податків вважають таким, що зловживає законами і зобов'язаним нести відповідальність за такі зловживання, хоча ніяких законних санкцій проти нього застосувати неможливо.

Ухилення від податків завжди було діяльністю нелегальною, несумісною з податковим законодавством. Воно може полягати, наприклад, у пред'явленні фальсифікованих декларацій. Ухилення від податків, з правової точки зору, — злочин, який карається законом. Цей злочин відбувається в різних формах і з застосуванням різноманітних методів.

Фізичні особи ухиляються від оподаткування, фальсифікуючи податкові декларації, подаючи неправдиві відомості або приховуючи інформацію з оподаткування чи адресу свого місця проживання. У багатьох західних країнах ухилення від сплати податків здійснюється шляхом зловживань правилами, які регулюють обмін валютами.

Ухилення від сплати податків набуває схожих між собою форм в різних країнах. Найбільш популярні з них:

- неповідомлення контролюючих органів про свою присутність або діяльність у країні, в якій платник податків знаходиться чи займається підприємницькою діяльністю;
- неповідомлення про джерело доходу, яке підлягає оподаткуванню, а також прибутку, незважаючи на обов'язковість такого повідомлення;
- неоголошення повної суми доходу, яка підлягає оподаткуванню, повідомлення про витрати, які не були понесені, або повідомлення про їхні розміри, вищі, ніж вони були зроблені в дійсності;
- використання в декларації про доходи посилок на пільги, які поширюються на дітей, яких у платника податків нема, чи відрахування з доходу на амортизацію машин і устаткування, яких не існує;
- невилплату податковим відомствам податків, якими обкладається зарплата найманих платником податків працівників.

Цей список може бути продовжений. Велика частина перерахованих зловживань доповнюється складанням фальшивих рахунків і фальсифікацією податкових документів.

Один з розповсюджених способів ухилення від податків у власній країні — переміщення діяльності чи капіталу в іншу країну, завдяки чому вони стають схованими від національних податкових служб. Одержання інформації за кордоном для них стає справою важчою, ніж усередині країни. Іноземні фінансові документи, які завищують витрати із закупівлі і занижують надходження від продажу, мають більше шансів на довіру до них з боку податкового відомства, ніж подібні документи, складені у власній країні. Крім того, платник податку може скористатися з можливості переселення за кордон — в офшорний центр.

В останні десятиліття спостерігалось помітне посилення законотворчої діяльності, пов'язаної з проблемою втечі й ухилення від податків у міжнародному масштабі. Причиною стало посилення тенденції до прагнення юридичних і фізичних осіб знизити свої податкові зобов'язання з метою використання заощаджених коштів як додаткового джерела фінансування. Відповіддю на це стало вживання заходів, здатних захистити цілісність і досягнутий рівень бюджетних надходжень. Зіткнення інтересів платника податків і держави дедалі частіше спонукає платника податків використовувати можливість спрощеного переказу капіталів за кордон, а також полегшеної можливості виїзду туди ж. Зростаюча інтернаціоналізація фінансових угод полегшує можливість втечі від податків. Поглиблення конфлікту між державною скарбницею і платниками податків сприяє пошукам і використанню прогалів і дір у податковому законодавстві, а також використанню офшорних центрів.

Не дивно, що в такій ситуації ряд держав виступили з міжнародною ініціативою, спрямованою на запобігання втечі і ухилення від сплати податків. Ця проблема знайшла відображення в діяльності Комітету зі справ бюджетів країн ОЕСР, у фундаментальній доповіді якого («Втеча і ухилення від податків») були викладені принципи податкової політики. Вона знайшла відображення і в діяльності ООН. Скликана цією організацією група експертів, що вивчає податкову політику під кутом зору взаємин індустріально розвинутих країн з країнами, які розвиваються, вказала на значення міжнародного співробітництва в справі протидії несплаті податків. Ця група функціонує під назвою «Експерти міжнародного співробітництва».

Проблема запобігання втечі й ухиленню від сплати податків залишається однією з центральних для Ради Європи, Міжамериканського Центру Податкових Адміністраторів (СІАТ), Міжнародної Фінансової Асоціації (ІФА).

Втрати для державних бюджетів, викликані несплатою податків, дуже відчутні. Дані, наведені в доповідях, свідчать, що втрати бюджету від ухилення від податків, складають у Фінляндії щорічно 3% загальної суми податкових надходжень, у США — 10%, у Канаді — 10%, в Англії — від 3 до 3,5 млрд фунтів стерлінгів на рік, у Гонконгу — 60 млн доларів, у Франції скарбниці недобирає з цих причин 23% податкових надходжень.

Для ефективної боротьби з податковими зловживаннями необхідні чіткі визначення, яка з дій може бути кваліфікована як ухилення від податку, а яка — як легальний спосіб зменшення податкового тягаря. Це особливо актуально для держав Латинської Америки, де юридичні норми, які стосуються запобігання втечі від податків, дуже вільно інтерпретуються в судових процесах.

Боротьба з ухиленням від податків пов'язана насамперед із встановленням (ідентифікацією) власника доходу, що змушує податкові відомства одержувати інформацію з найрізноманітніших джерел.

Очевидно, що в таких країнах, як США, Канада чи Україна, у яких податкова система значною мірою спирається на складену платниками декларацію, податкові служби мають великий доступ до необхідної їм інформації. Є країни, у яких встановлений загальний обов'язок інформування про доходи, отримані протягом фінансового року. Така інформація дозволяє податковим відомствам ідентифікувати незадекларовані доходи чи кваліфікувати як злочин факт незаповнення декларації, що є одним зі способів ухилення від сплати податків. Така інформація особливо корисна у відношенні таких форм доходу як гонорари чи плата за використання патенту.

З метою припинення ухилення від податків у деяких державах введені особливі правові норми. Фінансове законодавство Бразилії, напри-

клад, вимагає, щоб про кожний грошовий переказ за кордон було заявлено податковому відомству. У Німеччині також існує вимога негайно повідомляти податкові служби про ведення бізнесу за кордоном чи про участь в іноземному підприємстві. У США податкова декларація містить пункти, заповнення яких допомагає ідентифікувати процедуру ухилення чи втечі від податків.

Багато держав вважають валютний контроль істотним елементом боротьби з ухиленням від податків. До таких країн відносяться Австралія, Австрія, Бразилія, Данія, Франція, Греція, Норвегія, Нова Зеландія, Ізраїль, Португалія, Швеція, Україна, Росія. Форми і масштаби такого контролю в різних країнах варіюються між собою — від обов'язку повідомлення про валютні операції до їхньої заборони, поки платник не розрахується з податковими відомствами. Однак у деяких державах податкові органи не мають доступу до інформації, якою володіють органи, що здійснюють валютний контроль. Проте, повсюдно діє правило, за яким переказ резидентами свого доходу за кордон чи трансферт капіталу іноземних компаній дозволяються тільки після виконання податкових зобов'язань.

Перераховані заходи являють собою загальну податкову систему окремих країн і не мають на меті вирішення проблем, пов'язаних з міжнародним ухиленням чи втечею від податків. Тому більшість країн вжило особливих заходів, які дозволили боротися з таким злом у міжнародному масштабі.

Якщо мова заходить про міжнародне ухилення від податків, головна проблема полягає у встановленні податковими органами самого факту порушення податкового законодавства. Труднощі часто породжують ситуації, коли місцева компанія контролюється фірмою, розташованою в країні, що надає податковий кредит компаніям, які одержують дохід від іноземних філій і відділень. Це створює можливості одержання істотних фінансових вигод.

В основі своєї податкові зобов'язання пов'язані зі статусом платника податків. Повна податкова відповідальність юридичних осіб залежить від місця розташування їхніх резиденцій чи місця розміщення їхнього фактичного управління. З цієї причини платники податків прагнуть залишити країну із суворим податковим режимом і переселитися в країну з легким оподаткуванням, якими і є офшорні центри. У дійсності офшорні центри часто використовуються для втечі від податків без усякого наміру ухилитися від них. Так, замість того, щоб переказувати свої доходи з іноземних джерел (дивіденди чи гонорари) у країни з високим оподаткуванням, їх направляють у холдингові компанії в офшорних центрах. Використання таких центрів призводить до того, що цей дохід акумулюється без податкового тягара (або з невеликим

оподаткуванням) і надалі використовується як джерело майбутніх капіталовкладень.

Багато держав докладають особливих зусиль для створення законодавчої бази в галузі оподаткування і виявляють велику турботу щодо стягування податків. Ці ж країни роблять усе необхідне для зведення до мінімуму фактів ухилення від податків. Заходи в цьому напрямку проводяться в рамках внутрішнього законодавства і міжнародних угод відносно проблем ухилення від податків, особливо країн-членів ЄС. Комісія ЄС пов'язує проблему ухилення від податків з їхньою гармонізацією в рамках ЄС, а в ширшому значенні — із забезпеченням умов об'єктивної конкуренції в міжнародному масштабі. Країни ЄС приходять до розуміння, що відмова від регулювання ринку капіталів і відсутність можливості впливу на переказ капіталу стає причиною широкомасштабного ухилення від сплати податків. Виходячи з таких уявлень, податкові відомства особливо увагу приділяють багатонаціональним корпораціям, діяльність яких створює сприятливий ґрунт для ухилення від податків.

13.2. Методи, які обмежують фінансові операції через офшорні центри

13.2.1. Заходи прийняті в міжнародному масштабі

Розробка і вживання заходів з протидії ухиленню від сплати податків з використанням при цьому офшорних центрів стали однією з головних цілей фінансових органів багатьох країн. Загальновизнано, що такі дії повинні носити як внутрідержавний, так і міжнародний характер. В другому з названих варіантів потрібна координація зусиль у рамках існуючих міжнародних організацій, а також укладення спеціальних угод між двома або великою кількістю держав.

До найбільш впливових міжнародних організацій, які приступили до протидії зловживанням, що відбуваються в офшорних центрах, відносяться ЄС і ОЕСР. Разом з тим, до держав, які уклали двосторонні і багатосторонні угоди з даної проблеми, відносяться США, Японія, Канада, Франція, Німеччина й Велика Британія.

ЄС уже багато років займається проблемою ухилення від сплати податків. Результати таких зусиль втілилися в рапорти і науково-методичні розробки. Так, Комісія ЄС наполягає ввести в практику принципи фіскальної справедливості, які б були здатні запобігати фіскальним шахрайствам й ухиленню від сплати податків; відзначає, що високі податкові ставки призводять до відтоку капіталів із країн ЄС;

вказує на доцільність обмеження можливостей офшорних центрів, пов'язаних зі зловживаннями в частині несплати податків; критично оцінює податкові маніпуляції, які практикуються ТНК. Директиви Ради Європи ставлять в обов'язок податковим службам країн ЄС обмінюватися між собою інформацією, рекомендують розвивати широкі зв'язки між податковими інспекторами різних країн, практикувати обмін досвідом і вивчення практичних досягнень у ліквідації податкових збитків.

Широке коло призначеної для обміну інформації про сплату податків передбачене у модельному договорі ОЕСР, який становить основу для укладання двосторонніх угод про уникнення подвійного оподаткування. Переважна більшість таких угод (а їх було укладено до моменту підготовки модельного договору близько тисячі), містить розпорядження щодо обміну інформацією про податки. Однак для держав, які не уклали договорів щодо податків, а це стосується безлічі офшорних центрів, постанови модельного договору не мають якого-небудь значення.

ТНК, які використовують офшорні центри, йде на користь досить часту відмову урядів ряду країн надавати податковим службам країн-резидентів цікаву для них інформацію, а також випадки здійснення перешкод в зборі інформації щодо сплати податків.

Ряд держав ввели в себе розпорядження, які особливо гарантують захист інтересів вітчизняних компаній в частині збереження в таємниці їхньої документації, а також інформації про їхню діяльність. Власне кажучи, вона виявляється закритою для податкових та інших відомств іншої держави.

Потреба в одержанні податкової інформації за кордоном вимагає підвищення кваліфікації з боку працівників податкових відомств. Американська служба внутрішнього доходу ввела спеціальне навчання для своїх співробітників з проблеми ухилення від податків, практикованого багатонаціональними корпораціями.

Використовуючи своє привілейоване становище і провідну роль у світовій економіці, США роблять ефективний тиск на деякі держави, у яких американські платники податків ховають свої капітали. Так, спираючись на відповідний законодавчий акт, схвалений конгресом (Caribbean Basin Economic Recovery Act), США змусили 24 міні-держави, які всі є де-факто офшорними центрами, підписати з Вашингтоном угоду про обмін податковою інформацією. Ці дані, передані за вимогою Казначейства чи Департаменту юстиції, відносяться не тільки до податків і фінансів, а й до відмивання «брудних» грошей, торгівлі наркотиками й організованої злочинності.

США, Франція й Індія відносяться до нечислених країн, які офіційно санкціонували податкове виказування і ввели винагороду за надання інформації про неплатників податків. Так, наприклад, Служба внутріш-

нього доходу уже виплатила 500 тис доларів 578 інформаторам. Кодекс Законів Франції містить загальні положення, які допускають винагороду інформаторів, а за індійськими законами інформатор має право на одержання від 10 до 20% суми, стягненої державою за його заявою від неплательника податків.

ОЕСР проводить аналітико-дослідницькі роботи щодо боротьби з втечею й ухиленням від податків. З цією метою створений спеціальний орган, так звана Робоча група, яка в 1977 р. була перетворена на Комітет із проблем стягування податків. До цього Комітету входять представники податкових органів країн ОЕСР. Результатом таких зусиль є проведене з 1987 р. дослідження за назвою «Проблема міжнародного ухилення і втечі від податків». Даний Комітет також аналізує специфічні види і методи такої діяльності, особливо пов'язані з використанням неплательниками податків офшорних зон; найбільше його цікавлять зловживання, які відносяться до постанов, розміщених у договорах про уникнення подвійного оподаткування.

Країни — члени ОЕСР обмінюються між собою досвідом боротьби з нелегальною практикою податкових зловживань, а також надають одна одній матеріали і документи з цієї проблеми. Але, незважаючи на ці зусилля, вони відчувають труднощі, коли справа доходить до вираження згоди на прийняття спільних директив, спрямованих на запобігання ухиленню і втечі від податків. Це пов'язане, поряд з іншим, із серйозною проблемою дотримання національного суверенітету — з одного боку, а з іншого — з чисто формальними труднощами з лінгвістичного питання, в зв'язку з необхідністю використання, як мінімум, 15 мов, включаючи фінську і японську.

ОЕСР розроблена Конвенція про адміністративну взаємодопомогу з проблем оподаткування. Однак вона зазнає критики, оскільки:

- 1) надає доступ різним державам до джерел інформації ще до початку слідства і порушення кримінальної справи;
- 2) передбачає обмін інформацією, залишаючи в невіданні платників податків, позбавляючи їх тим самим можливості подання пояснень;
- 3) допускає можливість зловживання відносно зібраних даних, а також конфіденційності торгових угод;
- 4) носить багатонаціональний характер, хоча окремі держави не досягли гармонізації податкового законодавства.

Необхідно відзначити, що міжнародних організацій, які займаються боротьбою з ухиленням від сплати податків, не так уже й багато. З них можна згадати так звану групу чотирьох (Франція, Німеччина, США й Велика Британія), а також Співтовариство Податкових Адміністраторів країн Тихого океану (Австралія, Японія, Канада, а також США). Укладена двостороння угода між американською Службою внутрішнього

доходу й англійськими податковими органами. Ця угода передбачає взаємний доступ до інформації кожної з цих двох країн. Згодом вона була розширена залученням до її учасників Франції, Німеччини і Норвегії. Німеччина зайшла в цьому напрямку настільки далеко, що призначила в США свого податкового аташе. Його завданням стало спостереження за змінами у функціонуванні американської податкової системи, а також надання допомоги в реалізації постанов податкової угоди, укладеної між США і Німеччиною.

Прикладом тісного співробітництва двох держав в галузі стягнення податків є США і Канада. Тут практикується бухгалтерський контроль над платниками податків, які одночасно одержують прибуток у цих двох країнах. У зростаючій кількості заведених справ американська Служба внутрішнього доходу натискає на американські і канадські банки з метою одержання доступу до рахунків клієнтів, які користуються послугами офшорних центрів. Тиск США поширюється і на інші країни, такі як Швейцарія, Англія чи Гонконг.

Більшість малих держав Карибського басейну вважає, що у відносинах зі Сполученими Штатами має місце односпрямована передача інформації, зрозуміло, у бік США. Останні, однак, у багатьох випадках ускладнюють одержання фінансової інформації, яка стосується мешканців Карибських островів, які ведуть бізнес у США. Причина такого становища — відсутність у цих держав досить кваліфікованих працівників податкових відомств, здатних почати і довести до успішного завершення збір у США необхідної податкової інформації. США домоглися згоди на доступ до податкової інформації від Коста-Ріки, Домініканської Республіки, Гренади, Гвіани, Гондурасу, Ямайки і Санта Люсії тільки в результаті здійсненого на них тиску. Точно так само Гуам, Маршалові острови і Самоа в Тихому океані погодилися на переказ інформації щодо несплати податків, замість певних американських концесій.

13.2.2. Внутрішньодержавне антиофшорне регулювання

Держави, чії платники податків, рятуючись від податків, ховаються в податкових гаванях, намагаються удосконалювати законодавство, щоб міцніше закрити перед своїми громадянами ворота «податкового раю». Введені правила і заборони поділяються на дві категорії. До першої відносяться розпорядження, які носять загальний характер, до другої — особливі правила. До останньої зараховують нормативи, які регулюють використання податкових гаваней холдинговими компаніями і корпораціями, контрольованими іноземцями.

Більшість договорів про уникнення подвійного оподаткування, укладених між країнами з високими податковими ставками і країнами з низькими податками, останнім часом переглянуто. Результатом цього стало введення в них пункту (клаузули), який унеможливає використання положень цих договорів резидентами третіх країн у їхніх спробах ухилитись від податків. Прикладом можуть стати двосторонні угоди між США і Британськими Віргінськими островами, між Кіпром і США, між США і Мальтою, Англією і Голландією, Канадою і Барбадосом.

Розглянемо заходи, вжиті деякими державами щодо припинення спроб використання офшорних центрів для ухилення і втечі від сплати податків.

США виступили ініціатором і координатором проведення міжнародної компанії, спрямованої проти ТНК і фізичних осіб, які ухиляються від сплати податків. Антиофшорним регулюванням у США займається спеціально створений у рамках міністерства фінансів підрозділ F. У 1992 р. був ухвалений закон про дохід, зміст якого обмежує можливості використання податкових пільг, наданих Швейцарією американським фірмам. Проте залишилися можливості втечі від податків при використанні території Голландських Антил. У відповідь на це США уклали з Голландією податкову угоду, умови якої поширюються на Голландські Антили. У результаті можливості для американських ТНК переводити свої доходи без сплати податків на Антильські острови відчутно скоротилися. Прикладом США у цьому плані скористалася й Велика Британія.

Найбільш значним результатом діяльності Служби внутрішнього доходу щодо боротьби з ухиленням і втечею від податків шляхом використання податкових гаваней вважають так звану «доповідь Гордона». У цьому документі відбивається зростаюче занепокоєння з приводу фіскальних пільг і їхнього використання американськими платниками податків. Тут же відзначаються труднощі, пов'язані з виявленням випадків несприятливого використання податкових гаваней, а також перераховуються перешкоди, які заважають владі США припинити й обмежувати спроби втечі і ухилення від податків, які вчиняють американські корпорації і приватні особи.

Законодавча і виконавча влада США підготувала свої власні документи щодо офшорних центрів. Так, у комісіях Сенату розроблена і представлена доповідь за назвою «Злочин і його таємниця: використання банків і компаній у податкових гаванях», а Департамент Казначейства розробив документ, названий «Податкові гавані в Карибському басейні». У цих двох документах особлива увага звернена на одержання максимально докладної інформації.

У 1979 р. Конгрес ухвалив закон про додержання таємниці зарубіжними банками. Відповідно до нього були введені штрафи до 500 тис.

дол., тюремне ув'язнення до 5 років або те й інше одночасно для американського резидента, який користується рахунком у зарубіжному банку з метою ухилення від сплати податків. Резиденти США за цим законом зобов'язані надавати владі щорічний звіт, який стосується іноземних банківських операцій, якщо величина внеску перевищує 1 тис. дол. протягом даного календарного року.

У США діє Закон «Про справедливе оподаткування і фіскальну відповідальність», який обмежує можливості використання пільг і переваг, які випливають з умов міжнародних угод, особливо в галузі оподаткування доходу. Надалі податкова реформа посилила розпорядження, що регулюють можливості використання системи податкових заліків американськими фірмами, які мають іноземні філії.

Велика Британія також відноситься до держав, які першими почали домагатися на міжнародній арені обмеження можливості зловживання офшорними центрами. У цій країні зберігаються високі податкові ставки. Особливою спрямованістю проти офшорних центрів вирізняються закони про податки 1970 і 1988 років. Останній з названих, діючий і понині, вимагає, щоб британський резидент, який одержує доходи з-за кордону, був зобов'язаний сплачувати податки на них у Великій Британії. Тут був ухвалений фінансовий закон, який багато в чому відповідає американським розпорядженням, які відносяться до запобігання ухиленню від сплати податків шляхом використання офшорних центрів. Іноземні компанії підлягають оподаткуванню, якщо відповідно до англійських законів вони відповідають таким вимогам:

- 1) іноземна корпорація контролюється британською компанією;
- 2) британська компанія разом із британськими резидентами володіє не менше, ніж 10 відсотками власності контрольованої іноземної корпорації;
- 3) контрольована іноземна корпорація — резидент держави або території з низьким рівнем оподаткування.

Низьким визнається такий рівень, висота якого становить менше, ніж половину від рівня оподаткування у Великій Британії.

Німеччина знаходиться у числі перших держав, які включилися в боротьбу з ухиленням від податків фізичних і юридичних осіб. Бундестаг ФРН ще в 1962 році зажадав від уряду підготувати доповідь про наслідки зміни резидентства платниками податків і про розходження в рівнях оподаткування між країнами. У 1964 році був складений документ, який являє собою звіт про становище в податкових гаванях. Через рік був виданий декрет, який стосується переказу доходу і майна з ФРН за кордон.

Більш рішучі й ефективні заходи знайшли відображення у законі про обкладання зовнішньоекономічної діяльності. Серед них:

- податковим службам наказано не визнавати реальним рівень цін чи суму гонорарів, виплачуваних фінансово пов'язаним між собою суб'єктам;

- розширена обмежена колись відповідальність за несплату прибуткового податку, податку на власність і податку на спадщину і дарування;

- введено правило, відповідно до якого емігрант із Німеччини, який протягом п'яти років з десяти попередніх його виїзду в «податковий рай» жив у Німеччині, залишається суб'єктом сплати німецького прибуткового податку.

Франція ввела розпорядження, спрямовані проти зловживань перевагами податкових гаваней, у 1973 році. Ухвалене в тому ж році фінансове законодавство встановило, що дохід, отриманий іноземною юридичною особою, яка має резиденцію у Франції, підлягає французькому оподаткуванню. Це стосується і доходів, отриманих за межами Франції.

У 1980 р. був ухвалений так званий закон про фінанси, що значно обмежив пільги і переваги, якими користуються фізичні і юридичні особи, які використовують послуги податкових гаваней. Закон вимагає, щоб французький резидент, який володіє прямо чи опосередковано не менше, ніж 25% капіталу в зарубіжній компанії, що діє за межами Франції в місцях, де існує «привілейована» система оподаткування, повинен сплачувати податки у Франції. Базою оподаткування є часткова (у відсотках) участь у прибутку компанії незалежно від того, розподіляється прибуток між власниками чи інвестується. Привілейованою податковою системою визнана тут така, котра не оподатковує прибуток зовсім, або в якій податкові ставки на дві третини нижче тих, які існують у Франції. Основи даного порядку оподаткування зберігаються і понині.

В Японії парламент у 1977 р. ухвалив резолюцію щодо проблеми ухилення від податків, втечі від них і використання для цих цілей податкових гаваней. Після цього «Законом від 1 квітня 1978 р.» було введено правове регулювання, яке обмежує можливості податкових зловживань з використанням таких держав і територій. Міністерство фінансів визнало податковими гаванями 41 територію. Одночасно визнано, що «низьким» оподаткуванням варто вважати податкові ставки 25% і менше. 1 квітня 1992 року згадані постанови Міністерства фінансів були скасовані, кожен окремих випадок податковим службам запропоновано розглядати окремо. При цьому, однак, зберігаються два основні критерії:

- утримання органу управління компанії в країнах, які не обкладають податком доходи компанії;

- з'ясування, чи не спускається рівень оподаткування компанії в даній країні нижче 25%.

В обох випадках мова йде про компанії, зареєстровані у податкових гаванях, при цьому в цих компаніях 50% акцій чи капіталу повинні знаходитися у володінні японських резидентів.

В Італії міністерство фінансів видало в 1992 р. постанову, яка містить перелік країн з пільговим оподаткуванням, що створюють на своїй території можливості ухилення від сплати податків. Ті ж проблеми порушує Кодекс прибуткового податку, ухвалений у 1991 році.

Італійське законодавство запозичило також 3 типи міжнародних принципів, уже введених рядом країн з метою запобігання зловживанням при використанні офшорних центрів, а саме:

- 1) ухвалені в США в 1962 р. розпорядження, які обкладають податком фірми, що мають резиденції в офшорних центрах;
- 2) принцип, визнаний країнами ЄС, відповідно до якого компанії, які мають резиденцію в одній із країн ЄС, не дозволено віднімати з податкової бази витрати, пов'язані з угодами, укладеними з компаніями, зареєстрованими в податкових гаванях;
- 3) розпорядження і правила, які мають силу в Бельгії, Люксембурзі і Голландії, поширюються на дивіденди, виплачувані компаніями з резиденцією в податкових гаванях.

Обмеження, які містяться в Італійському податковому кодексі щодо податкових гаваней, не застосовуються щодо держав, з якими підписані договори про уникнення подвійного оподаткування.



ГЛАВА 14 ВІДМИВАННЯ «БРУДНИХ» ГРОШЕЙ

14.1. Поняття «брудні гроші». Відмивання «брудних» грошей як процес

14.1.1. Визначення поняття «відмивання «брудних» грошей»

Крім репутації «податкового раю», офшорні центри набули сумнівної слави місць, де відмиваються і легалізуються так звані «брудні» гроші. Таким терміном називають гроші, набуті злочинним шляхом. А сукупність дій, які переслідують мету приховання справжніх джерел походження таких грошей і надають їм ознак легального походження, одержала назву «відмивання грошей».

Відмивання «брудних» грошей визнане злочинним діянням у карному законодавстві багатьох країн світу й особливо у кримінальних кодексах США, Великої Британії, Франції, Німеччини, Швейцарії, Польщі. Найбільш повне визначення «відмивання грошей» містить кримінальний кодекс США. Згідно з ним, злочин «відмивання грошей» здійснює кожний, «хто усвідомлює, що власність, залучена у фінансову угоду, — це доход від нелегальної діяльності, спрямованої на:

- проведення або спробу проведення фінансової угоди, яка включає подібні доходи з наміром підтримки таких видів протизаконної діяльності, які включають які-небудь ознаки злочинних дій, організованої злочинності й обігу наркотиків;
- проведення фінансової угоди з наміром порушення федеральних розпоряджень податкового кодексу;
- свідоме проведення фінансової угоди з наміром приховання — цілком чи частково — самої суті справи, місця, джерела, власника або контролера доходів від вищезгаданої протизаконної діяльності;
- проведення фінансової діяльності з ухилянням від обов'язку подати звіт про обіг готівки.

У сучасній ринковій економіці більшість розрахунків здійснюється без використання готівки, в той час, коли нелегальні прибутки надходять до рук злочинних об'єднань у вигляді готівки. Тому, для того щоб ватажки злочинного світу і їхні співучасники змогли вільно розпоряджатися грошима, добутими злочинним шляхом, вони повинні їх ввести в легальний обіг через фінансові установи, господарюючи суб'єкти, використовуючи при цьому довгий ланцюг фінансово-економічних

операцій (так звані канали легалізації). Відмивання грошей відбувається, переважно, у банківській системі, у системі страхування, на ринку капіталів, а також у так званій індустрії розваг (наприклад, з використанням казино й інших закладів, які займаються ігровим бізнесом). Крім того, в якості головних каналів відмивання грошей використовуються ті галузі ринкової економіки, де можна без труднощів і в широкому масштабі застосовувати підроблені рахунки, накладні, де зазначені занижені або завищені ціни, де визнаються фіктивні реклаमाції й інші атрибути злочинного бізнесу. Це в першу чергу відноситься до таких видів бізнесу, як торгівля нерухомістю, творами мистецтва, автомобілями, продаж підакцизних товарів. Як особливі канали відмивання грошей, варто також виділити такі господарські процеси, як приватизація державних підприємств, участь у створенні венчурних підприємств, банкрутство й ліквідація господарських суб'єктів.

Усі перераховані сектори економіки і господарські процеси стали об'єктом притягання організованої злочинності, яка відмиває в них «брудні» гроші в силу таких причин і об'єктивно сформованих обставин:

- багатогранність, швидкість і в ряді випадків радикалізм змін у законодавстві ряду країн, які поширилися на зазначені сектори економіки; вони вплинули на ефективність змін у функціонуванні всієї економіки країн; (іхній негативний прояв виразився в співіснуванні різних законодавчих розпоряджень — старих і нових, часто суперечних один одному, законодавчі порожнечі («діри»), часті зміни законодавства, перевага «розширеного» тлумачення законів) і т.п.;

- всеохоплююче — знизу доверху — перетворення управлінських структур, а також створення нових ланок в управлінні (з утворенням великої кількості нових посад), яке пов'язане з якісними змінами кадрового складу, створення неурядових управлінських структур (наприклад, системи інформації), зміни в способах управління;

- поява нових форм співробітництва з відповідними структурами за кордоном і виникаюча в зв'язку з цим відкритість для припливу іноземних капіталів, нових моделей управління і т.п. та пов'язані з ними патологічні форми, які викликають зловживання;

- нестача відповідних механізмів, які охороняють згадані вище сектори економіки від різного типу порушень і зловживань;

- вразливість економіки у відношенні нелегальної господарської діяльності, а також зловживань у проведенні економічної політики (наприклад, у відношенні «груп тиску», які лобіюють свої інтереси в урядових закладах і парламентах країн).

У зв'язку з різноманіттям нелегальної господарської діяльності визначити масштаби процесу відмивання «брудних» грошей з достатньою точністю дуже важко. Такі труднощі зумовлені неможливістю одер-

жання бухгалтерської звітності злочинних організацій, а також існуванням величезної кількості нерозкритих злочинів. Західні експерти стверджують, що в масштабі планети маса фінансових коштів, які одержуються тільки від торгівлі наркотиками та підлягаються відмиванню, становлять щорічно сотні мільярдів доларів США.

Одним з показників, які оцінюють масштаби процесу відмивання «брудних» грошей, може бути кількість сумнівних угод, зареєстрованих фінансовими установами і тими суб'єктами господарської діяльності, які за розпорядженням влади зобов'язані надавати правоохоронним органам таку інформацію.

За оцінками експертів міжнародної Групи з боротьби з відмиванням нелегальних доходів — FATF (Financial Action Task Force), щорічно у світі відмивається від \$500 млрд до \$1,5 трлн.

Однак було б помилкою вважати, що «брудні» гроші з'являються на світ у результаті діяльності однієї тільки організованої злочинності. «Брудні» гроші стали постійним супутником будь-якої економічної злочинності, і особливо податкової.

Проблема ухилення від сплати податків і пов'язана з нею проблема відмивання грошей актуальні у всіх країнах. Так, частка неоподаткованого доходу в загальній масі національного доходу становить: в Австралії — 10%, у Бельгії — 15%, у Данії — 6%, у Франції — 10%, у Німеччині — 13%, у Греції — 50%, в Індії — 18 — 20%, в Італії — 25%, у Японії — 5%, у Норвегії — 17%, в Іспанії — 23%, у Швеції — 16%, у США — 15% [13, с. 211].

Сфера податкової злочинності — важливе, але не єдине джерело виникнення «брудних» грошей у підприємницькому середовищі. Тут працює багатий і різноманітний арсенал способів і методів одержання злочинних грошей. Це і система подвійної бухгалтерії, і навмисні помилки в бухгалтерському обліку, численні способи заниження прибутку, маніпуляції з активами і пасивами, угоди без оформлення рахунків, методи схованого фактурування і схованих тінювих умов.

Ще одне джерело появи «брудних» грошей — хабарі. Вони, як правило, не підлягають оподаткуванню, а тому негайно ж після одержання хабара стають «брудними» грошима, і якщо це великі суми, вони мають потребу в негайному відмиванні (зрозуміло, якщо джерелом хабара вже раніше не були «брудні» гроші). Цікаво, що згідно із законодавством деяких країн сума хабара може відніматися з оподаткованого податком прибутку. Бельгійське законодавство допускає це для експортних угод за умови, якщо хабарі необхідні, щоб здолати конкурентів, якщо вони заведені в даній галузі, якщо в міністерство фінансів представлений відповідний документ, якщо назване прізвище одержувача хабара і його

адреса. Якщо дані умови не дотримані і не названий одержувач хабара, то з підприємця, який платить корпоративний податок, береться за дачу хабара додатковий податок величиною 200% хабара. У Данії закон ще ліберальніший: тут сума хабара просто віднімається з оподаткованого податком прибутку, якщо вона безперечно викликана виробничою необхідністю і є помірною. У Японії гроші, виплачувані підприємством у вигляді хабарів, розглядаються як виробничі витрати, якщо назване ім'я й адреса одержувача цих грошей.

Аналогічним чином відносяться до цього питання в Нідерландах. Тут із суми прибутку, оподаткованого податком, можна віднімати усі витрати, так чи інакше пов'язані з підприємницькою діяльністю. Вирішальними тут виступають добрі наміри підприємця, наприклад, прагнення стимулювати розвиток підприємства. Суди і податкова інспекція в цій країні не в праві визначати, які витрати не можна вважати виробничими, і тому їх не можна віднімати із суми прибутку, який підлягає оподаткуванню. Умови назви одержувача хабара тут відсутні. Підприємець повинен лише переконати податкову інспекцію в тому, що такі виплати здійснені в інтересах підприємства.

У Великій Британії також виплати у вигляді хабарів дозволено віднімати із суми прибутку, який підлягає оподаткуванню, за умови, що метою таких виплат були інтереси виробництва. Однак податкова служба вправі зажадати назвати прізвище й адресу одержувача таких виплат.

Найсурвішіше законодавство щодо дачі, одержання хабарів і перетворення їх у «брудні» гроші існує в США. І хоча тут, як у Великій Британії, до виробничих витрат дозволено зараховувати і хабара, але з обов'язковою вказівкою одержувача цих виплат, проте ця процедура обмежена цілим рядом заборон, а саме: кримінально карається дача хабарів усім державним і муніципальним чиновникам, а також працівникам громадських організацій як на території США, так і за їх межами. У цілому ж, незважаючи на заборони й обмеження, суми, виплачувані у всіх країнах у вигляді хабарів, утворюють величезну масу «брудних» грошей, велика частина яких у різних формах проходить процедуру відмивання.

14.1.2. Організація процедури відмивання «брудних» грошей : стадії та способи

Процедура відмивання грошей, одержаних злочинним шляхом, має для учасників злочинів дуже важливе значення. Англійський кримінолог Д. Мак-Клін справедливо відзначає: «З погляду злочинця, збільшення прибутків від кримінальної діяльності позбавлене сенсу доти,

поки немає можливості ними скористатися. Це, однак, не так просто, як могло б виявитись. Певна частина доходів, отриманих від злочинної діяльності, зазвичай, направляється на розвиток нелегальної діяльності, однак решту злочинець хотів би використовувати в інших цілях. Якщо він має намір це зробити, не піддаючи себе зайвому ризику викриття джерела походження грошей, він повинен їх перед цим «очистити», тобто сфабрикувати їм фальшивий, зате абсолютно легальний і добропорядний «родовід» [18, с. 261].

Стадії процесу відмивання «брудних» грошей

Процес відмивання грошей складається з ряду стадій чи фаз. Кожен процес окремо, зрозуміло, має свої особливості і відмінні риси. Загальними ж рисами виступають ознаки, виділені в кримінальному законодавстві цілого ряду країн. До них віднесені: заміна майна (включаючи гроші), набутого злочинним шляхом, його переміщення, приховування, прикриття, придбання, володіння, використання, співучасть, співробітництво. Серйозно впливають на складність процесу відмивання грошей численна ієрархічна організаційна структура виконавців злочину, раціональне, сплановане і засноване на «поділі праці» виконання завдань, мінлива «технологія» здійснення злочину і багатий вибір способів його виконання. До цього арсеналу входять використання фінансових установ завдяки зловживанням з боку банківських службовців, різноманіття видів банківських розрахунків і, звичайно, розмаїтість засобів переміщення через кордон готівки з використанням послуг корумпованих митних чиновників.

Діяльність, пов'язана з відмиванням грошей, — це завжди перетворення (видозміна) або рух. Перетворення має місце тоді, коли гроші змінюють свою форму. Так відбувається, коли, наприклад, виконавець за нелегальний «прибуток» одержує грошовий переказ чи автомобіль. Нелегальні доходи скидають свою форму готівки і перетворюються в документ, який легалізує одержання грошей, рухомого або нерухомого майна. З рухом маємо справу тоді, коли ті ж самі гроші змінюють не форму, а місце. Це, наприклад, поштовий чи телеграфний переказ їх в інше місце.

Зазвичай відмивання грошей відбувається в три стадії. Разом з тим неодноразово відзначено, що першій стадії передують підготовка всього процесу, який полягає в перевезенні готівки з місця проведення злочинної діяльності в інше місце, що надає первісні гарантії успіху запланованого підприємства.

Процес нелегального трансферту, який передують розміщенню «брудних» грошей, називають «підготовкою місця розміщення». Виділення такої вступної фази в окрему процедуру пов'язане в західній літературі

з розбіжностями між «країнами кримінальної діяльності» і «країнами відмивання грошей». До першої категорії зараховані країни, у яких діяльність організованих злочинних груп (особливо наркоторговців) особливо інтенсивна. Це США, Італія, Таїланд, Колумбія, Нігерія і т.ін., тоді як до другої категорії зараховують держави, які сусідять зі згаданими, наприклад, Канада, великі фінансові центри, такі як Швейцарія, а також офшорні зони.

Крім підготовчої, процес відмивання грошей містить у собі три стадії (рис. 14.1): розміщення, маскувannya й інтеграції. Перша стадія — розміщення — це стадія, у якій доходи, одержані безпосередньо від злочину, вперше розміщуються у фінансових установах або використовуються для скуповування різного виду активів (включаючи цінні папери). Друга стадія — маскувannya (приховання) — це стадія, у якій починається перша спроба приховування або маскувannya джерела походження й ідентичності власника грошей. Нарешті, третя стадія — стадія інтеграції (легітимації), в ході якої гроші вводяться в легальні господарські структури і фінансові системи з метою їхньої остаточної асиміляції з усіма присутніми там коштами [18, с. 267].

У першій фазі виконавці злочину вводять готівку, яка походить прямо від злочину, у будь-який банк чи іншу фінансову установу. На цій стадії відносно легко визначити, чи є вкладення готівки у фінансові установи відмиванням грошей, а також розкрити джерело походження «брудних» доходів.

Таким чином, для даної стадії процесу відмивання грошей характерні такі риси:

- предметом відмивання є цінності, одержані безпосередньо від злочину;
- найчастіше предмет відмивання виступає у вигляді готівки;
- дії злочинців набувають вигляду фінансових операцій, які захоплюють своєю короткостроковістю, а також однаковістю і простотою.

На другій стадії виконавець намагається відокремити гроші від їхнього нелегального джерела, проводячи серію фінансових угод (як видозміни, так і переміщення). Виконавець сподівається тим самим домогтися того, щоб зв'язок грошей, які відмиваються, із джерелом їхнього походження знайти було ще важче або зовсім неможливо. Ця стадія називається накладенням маски чи маскуванням. Її завершення призводить до віддалення — як за відстанню, так і в часі — маскованих грошей від місця злочину, наприклад, від розміщення нелегальної лабораторії, яка виготовляє наркотики, чи бази оптового постачання такого злля.

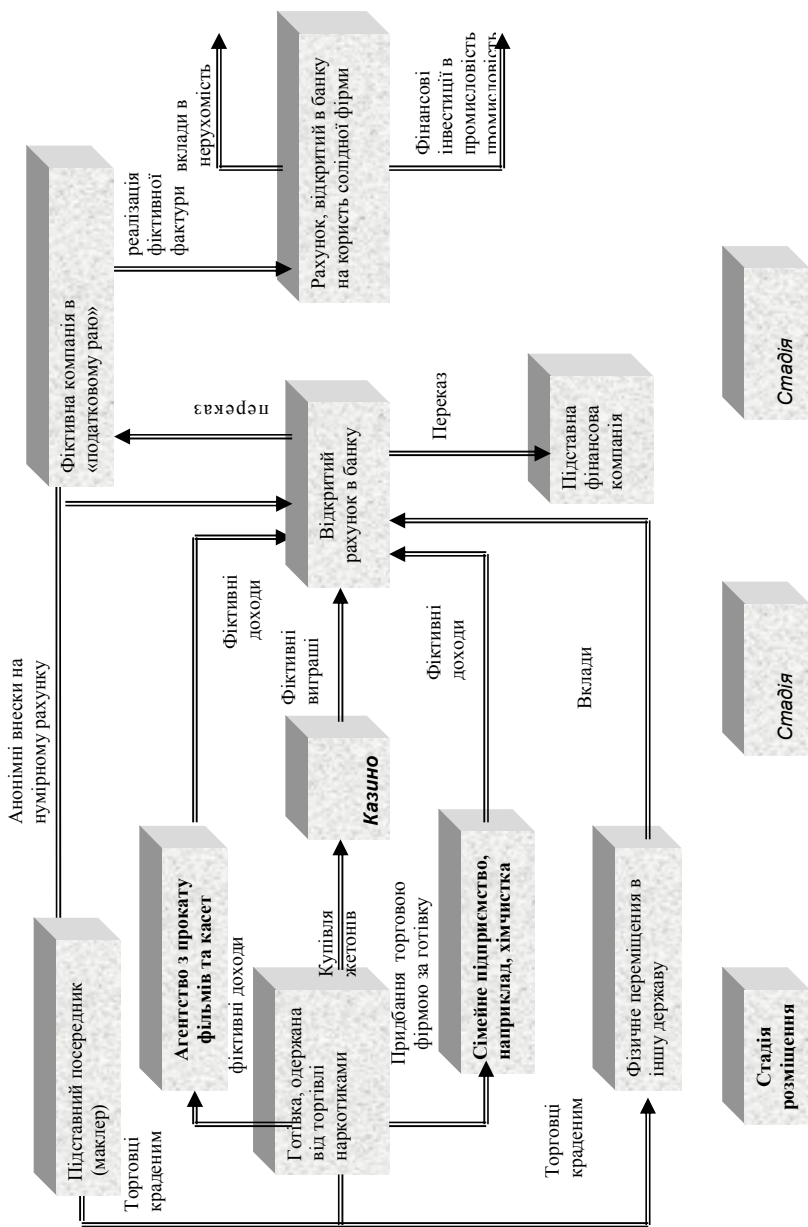


Рис. 14.1. Стадії відмивання грошей

Третя, остання, стадія — це фабрикація пояснень про нібито законне походження відмитих активів, а також введення їх у легальний обіг шляхом інвестування чи скуповування майна. Тому таку стадію називають інтеграцією чи легітимацією. Дії злочинних угруповань на цій стадії спрямовані на вкладення «відмитих» грошей у господарські структури таким чином, щоб вони знову надійшли в банківську систему, набувши необхідних ознак легальних доходів. Серед знярядь та інструментів, застосовуваних для досягнення інтеграції, використовують фіктивний продаж нерухомості, фіктивні фірми для надання необґрунтованих кредитів, втягування в незаконну діяльність банківських службовців у різних країнах і т.п.

Способи відмивання «брудних» грошей

Дії, які складають у сумі процедуру відмивання грошей у банківській системі, набувають вигляду легальних фінансових угод (банківських операцій), однак цей вигляд порушує внутрішні статuti банківської системи (підзаконні акти й інструкції) або носить характер нелегальних операцій, заборонених відповідними розпорядженнями, проведення яких загрожує застосуванням економічних чи карних санкцій. У кожній окремій стадії цього процесу з'являються інші види угод. У зв'язку з тим, що найчастіше вони носять незаконний характер взагалі або порушують розпорядження внутрішньобанківської системи, їх цілком доречно називати способами здійснення злочину (способами відмивання грошей). Заміною цьому визначенню може слугувати також вираз «техніка відмивання грошей».

Під цим поняттям варто мати на увазі сукупність стійких і повторюваних ознак, які характеризують певну поведінку, пов'язану з банківськими операціями; вони визначають обсяг і можливості застосування таких операцій у процесі відмивання грошей.

На різноманіття способів відмивання грошей впливають насамперед розбіжності, пов'язані з фінансовим характером угоди, юридична форма проведеної операції, величина капіталу, кількість угод і т. ін., а також відмінності, які носять нефінансовий характер: структура злочинної організації (проста, складна, ієрархічна, внутрішні функції, процес ухвалення рішень, ступінь довіри між членами організації і пов'язаними з ними особами) (табл. 14.1), суспільно-економічна ситуація, а також зазначені на змові відносини між злочинною групою, з одного боку, і адміністративними органами і банками — з іншого.

Ефективність способу відмивання грошей у банківській системі вважається високою, якщо забезпечене вирішення трьох завдань:

- приховання справжнього походження і власника відмитих грошей;
- здійснення постійного контролю над відмитими грошима;

▪ зміна форми готівки, добутої злочинним шляхом таким чином, що при зменшенні її кількості (ваги, обсягу) зберігається чи зростає її вартість.

Таблиця 14.1

ОРГАНІЗОВАНІ СТРУКТУРИ, ЯКІ ВІДМИВАЮТЬ «БРУДНІ» ГРОШІ

1. Організована злочинна група, яка займається діяльністю, що приносить великі доходи.
2. Посередники, які з'єднують, наприклад, торговців наркотиками з «відмивателями» грошей <i>«Піжони»:</i> ➤ Направляють торговців до «відмивателів» або «відмивателів» до торговців; ➤ не втручаються в обговорення умов договору про відмивання грошей; ➤ визначають ставки за послуги (але не відсоток від «відмитих» грошей). <i>Брокери:</i> зв'язують торговців наркотиками з «відмивателями» і за окрему плату укладають контракти.
3. Організатори (спонсори) відмивання «брудних» грошей: ➤ Організують усю процедуру у великих масштабах (великими сумами); ➤ участь великої кількості «відмивателів»; ➤ оплату послуг кожного виконавця окремо; ➤ контакти з групою, яка володіє «брудними» грошима.
4. Кур'єри: ➤ Організують транспорт і процедуру на першій стадії процесу; ➤ не пов'язані з діяльністю організованої злочинної групи; ➤ можуть розкривати свої паспортні дані; ➤ проте, часто використовують фальшиві паспорти і документи.
5. Міняльники валют: ➤ власники господарюючих об'єктів, найчастіше це пункти обміну валют; ➤ бувають і нелегальними, вуличними міняйлами валют.
6. Професіонали-радники: ➤ роблять одну чи кілька послуг (наприклад, поради в галузі інвестицій, переказу фондів, реєстрації господарюючих суб'єктів на прізвиська третіх осіб — підставних власників); ➤ роблять маніпуляції в сфері фінансів і законодавства; ➤ банкіри.

А. Особливості відмивання грошей на стадії розміщення

На першій стадії відмивання грошей — розміщення — застосовуються такі способи, як наприклад, вкладення великої кількості депози-

тів у сумах нижче лімітів, які зобов'язують працівників банків виконувати процедуру реєстрації й ідентифікації вкладника. Така технологія називається реструктуризацією й охоплює в більшості випадків такі моменти:

- багаторазові внески готівки (включаючи валюту) на банківські рахунки громадян своєї країни й іноземців (це завжди суми, що за величиною не виходять за межі, перевищення яких зобов'язує банки ідентифікувати клієнта); подібні внески роблять і за рахунок готівки у вигляді іноземної валюти, перевезеної контрабандним шляхом з-за кордону;

- переказ в інкасо наявних чеків на пред'явника на суму, нижчу лімітів, які вимагають ідентифікації;

- «смерфінг»¹, тобто придбання за «брудні» гроші легко перемішуваних майнових цінностей (у сумах, які не перевищують межі ідентифікації), це стосується головним чином чеків на пред'явника; багаторазова заміна банкнот дрібних номіналів на більші в сумі, яка не перевищує межі ідентифікації, без використання банківських рахунків;

- інші різноманітні операції з готівкою, проведені за посередництвом великої кількості банківських рахунків, відділень, касирів чи із залученням інших осіб, сюди входить проведення операцій у багатьох касирів однією особою, крім того, існує можливість проведення операції в одного касира або вкладення депозитів готівкою на багато різних рахунків на пред'явника, при малій величині окремих депозитів, які в сукупності утворюють дуже велику грошову суму.

Дуже популярна і розповсюджена технологія відмивання грошей у стадії розміщення — об'єднання «брудних» грошей з доходами легального господарського суб'єкта. Ця технологія називається «змішуванням». Готелі, ресторани, хімчистки, бари, пункти побутових послуг для населення належать до численних видів господарської діяльності, що приносить нестабільні доходи, які міняються залежно від пори року, не піддаються суворому контролю і тому стають придатними об'єктами для відмивання грошей.

В описуваній технології виділяють три варіанти, за яких:

- власник «брудних» грошей в той же час власник легального господарського об'єкта чи фірми, яка надає послуги в період відмивання грошей;

- власник «брудних» грошей знаходить легальну фірму для використання її переважно в якості «пральні» для відмивання грошей;

¹ Смерф — гном (англ. smurf). Смерфи — герої казкових мультфільмів, які користуються великою популярністю на Заході.

▪ власник «брудних» грошей укладає договір з іншою особою (так званим контрагентом), яка організує розміщення грошей через фірму — «пральню».

Змішування «брудних» і «чистих» грошей дозволяє без особливих зусиль обґрунтувати існування великих сум готівки посиланнями на легальну господарську діяльність. До тієї пори, поки банк не почне підозрювати клієнта в зловживанні своєю діяльністю і використанні її в незаконних цілях (зауважуючи, наприклад, що доходи від господарської діяльності клієнта занадто високі в порівнянні з тими, котрі він мав до появи в даній галузі чи в даній місцевості), процедура змішування грошей майже не піддається викриттю.

Введення в ряді країн суворих юридичних норм змусило організовану злочинність домагатися проникнення в деякі банківські установи своїх співучасників або докладати зусиль для підкупу банківських службовців і навіть членів правління банків.

У відмиванні грошей може бути задіяний один нечесний касир, керівник відділу чи весь банк (так званий «власний» або «схоплений» банк). Технологія «відмивання» грошей на стадії розміщення, у якій беруть участь банківські службовці, містить у собі:

- прийом готівки без документування ідентичності особистості вкладника і без реєстрації самої операції;
- неповна реєстрація даних, пов'язаних із прийомом готівки;
- допомога у відкритті численних фіктивних рахунків з метою прийому на них внесків готівкою;
- свідома відмова від підсумовування багаторазових операцій, проведених протягом того ж самого дня;
- однократний фізичний прийом готівки і здійснення депозитів, оформлюваних як прийняті протягом декількох днів;
- зловживання реєстром, який містить перелік осіб, які користуються звільненням від обов'язків реєстрації в банківській системі, у якій є розпорядження, що зобов'язує ідентифікувати клієнтів.

До широко розповсюджених технологій відмивання грошей у банківській сфері відноситься також так зване «колекціонування банківських рахунків». Імігранти з різних азіатських і африканських країн, а також держав Східної Європи вкладають невеликі суми грошей (винагорода за легальну роботу або «чорні» заробітки) на один рахунок. Гроші ці згодом пересилають в країни походження імігрантів.

Ще одна технологія стала породженням відсутності в ряді країн відповідних законодавчих розпоряджень, які регламентують розміщення великих внесків на банківські рахунки. Мова йде про депозит валютних внесків громадянами цих країн чи іноземцями. Наприклад, у Польщі та в інших країнах досить пред'явити банку митну декларацію про ввіз у

країну іноземної валюти, і це звільняє вкладника від обов'язку ідентифікації особистості. Такі банківські операції поширюються і на суми, які перевищують ідентифікаційні ліміти, особливо якщо взяти до уваги недоліки в обліку зареєстрованих операцій, проведених тими самими вкладниками.

Простою технікою відмивання грошей залишається купівля і продаж іноземної валюти одночасно з записом на банківський рахунок або купівля і продаж іноземної валюти готівкою за посередництвом обмінних пунктів у банках і поза ними.

Від згаданого способу відрізняються так звані «контракти», які стосуються обміну валют. Сутність даної технології полягає в тому, що «брудна» готівка вкладається на різні рахунки в різних банках. Надалі вкладник укладає за допомогою банківського менеджера в третьому банку договір про обмін валют, наприклад, значної суми доларів США на швейцарські франки. Подальший етап включає реалізацію договору про обмін валют за визначеним курсом. Суб'єкти, зайняті реалізацією такої угоди, одержують у третьому банку за це комісійні.

Варто також назвати розповсюджену у випадках відмивання грошей великими сумами технологію приховування різних предметів і великого скупчення грошей у банківських сейфах. Застосовується цей спосіб як допоміжний у першій фазі відмивання грошей.

Для відмивання грошей можуть бути використані технічні операції в банках, які полягають у заміні зношених або ушкоджених грошових знаків.

Дуже часто для очищення грошей використовують грошові перекази, наприклад, як плата за послуги. Звичайно вони знаходять застосування в зв'язку з перерахуванням «брудних» грошей у банківську систему іншої країни.

Усі перераховані способи, використовувані у фазі розміщення злочинного здобутку в банківській системі, підтримуються іншими злочинними діяннями, спрямованими на досягнення поставленої мети — «очищення» отриманих коштів і перехід до наступної, другої стадії процесу. Усі ці способи тісно пов'язані з обслуговуванням злочинців працівниками банків і конкретним характером банківських операцій. У кожному окремому випадку злочинні дії можуть набувати таких форм:

- підробка документів, які становлять підставу для прийняття банком депозиту;
- підкуп — це стосується як працівника банку, так і юридичної особи (наприклад, комерційного банку);
- введення в оману, шахрайство у відношенні фізичних чи юридичних осіб, які стають співучасниками відмивання грошей, навіть не підозрюючи про свою співучасть.

Б. Способи відмивання грошей на стадії маскуванню

Ці способи мають пряме призначення — сховати сліди походження злочинного прибутку і забезпечити анонімність володарю «брудних» грошей.

Один з найбільш доступних і широко застосовуваних способів відмивання грошей на другій стадії цього процесу — переміщення грошей за допомогою електронних переказів (electronic fund transfer).

Цей спосіб часто виступає як початковий елемент у маскуванні, негайно ж після переміщення готівки в банк. Він може також бути опосередкованою ланкою в цій стадії після обміну готівки на грошовий документ. Для цілей маскуванню можуть бути використані також: перекази в місці продажу (point of sale transfer — POS), угода з використанням банкоматів, прямі електронні депозити (наприклад, виплата винагород чи соціальних допомог), оплата рахунків за телефонні переговори. Це можуть бути поштові перекази — як усередині країни, так і міжнародні. На території однієї держави для їхньої реалізації можуть бути використані внутрішні системи міжбанківських розрахунків, які існують у багатьох країнах світу.

Головною перевагою електронного переказу активів у відмивателів грошей вважається швидкість переміщення грошей (а також інформації і банківських доручень). Активи, переказані електронним шляхом, як правило, стають доступними відразу ж після надходження на рахунок «відмивателя» грошей у банку, який прийняв переказ. Тому негайно ж відкривається можливість починати подальші злочинні дії, пов'язані з відмиванням грошей — або наступне маскуванню капіталу, або його інтеграція в банківську систему, чи поза нею.

Друга безперечна перевага електронного переказу активів (як і системи SWIFT у цілому) — частота (інтенсивність) переміщення грошей. Швидкість і легкість, з якими виконуються перекази, сприяють тому, що безліч внутрідержавних і міжнародних акцій з маскуванню грошей можуть бути здійснені протягом короткого часу — з метою камуфляжу їхніх справжніх злочинних зв'язків.

Третя перевага — далекість при переміщенні активів. Великі відстані (у милях чи кілометрах) не становлять перешкоди для такого виду переказів. Сьогодні багато фінансових систем різних держав приєднано до мережі електронного переказу активів SWIFT.

Четверта перевага — мінімальна кількість документації, застосовуваної у відповідних банківських операціях.

Крім електронних форм переміщення активів і коштів, можна назвати ще кілька технологій відмивання грошей на стадії маскуванню.

Це насамперед удосконалена техніка телеграфних переказів. Вона полягає в переказі «брудних» грошей з різних місць країни чи регіону

на єдиний рахунок, так звану «розподільну» шухляду. Коли сальдо перевищує визначений рівень, переходить установлений «порог», активи автоматично висилаються з даної країни. Застосування такого «порога» допомагає злочинним групам уникати великих втрат у випадку вилучення чи блокування рахунку органами правосуддя.

Доповненням до цього способу є така технологія. Вона полягає в одноразовій або багаторазовій зміні форми нелегальних доходів шляхом закупівлі активів, тобто акцій, облігацій, дорожніх чеків. Найчастіше це робиться дуже швидко. Виконавець таких операцій може, наприклад, скуповувати чеки на пред'явника з дорученнями банківських виплат або вимінювати такі доручення на дорожні чеки. Такі «перетворення» дуже затрудняють визначення джерел злочинного доходу. Документи, які супроводжують такі «перетворення», мають порівняно малий фізичний обсяг, що полегшує їхній вивіз за кордон і повернення назад. У ряді випадків казино чи інші підприємства, які займаються азартними іграми, полегшують процедуру відмивання грошей, змінюючи готівку на жетони для гри. Потім «відмиватель» грошей обмінює жетони на готівку або чеки.

Часто застосовуваним способом відмивання грошей на цій стадії виступає утворення вже згаданих «підприємств прикриття» і використання їхніх банківських рахунків для здійснення безготівкових операцій. Такі суб'єкти в принципі існують лише на папері. Насправді вони не займаються господарською діяльністю (на відміну від так званих компаній-ширм). Така компанія використовується для маскувального переміщення нелегальних грошей. «Підприємства прикриття» (найчастіше це компанії) дають можливість посилатися на комерційну таємницю. Їхні справжні власники ховаються за номінальними партнерами, які їх представляють, і членами правління. Такі компанії створюються швидко, а з метою маскувального відмивання грошей можуть використовуватися багато разів.

З тією ж метою на стадії маскувального застосовуються незаконні внутрішньобанківські (між відділами) і міжбанківські трансферти. Така технологія починає діяти, коли організована злочинна група, яка відмиває гроші, контролює два чи більше відділення банку або два банки в різних країнах (вже згадувані «власні» чи «схоплені» банки). Гроші, які підлягають «відмиванню», попадають у відділення банку в одній країні, але виявляються в розпорядженні банку іншої країни в тій же самій валюті або в якій-небудь іншій. Враховуючи те, що обидва відділення між собою пов'язані, не потрібно фізично переміщати активи. Звичайно відпадає також необхідність переказувати гроші телеграфом. Така операція здійснюється телефоном чи факсом.

Характерна риса використання банківських операцій на стадії маскувального при відмиванні грошей — реалізація великої кількості рахун-

кових чеків, які впливають на розпізнавання (включаючи й ті, котрі нижчі межі ідентифікації), у тому числі іноземних чеків.

Нерідко для маскуванню «брудних» грошей використовується технологія, яка полягає в прийнятті готівки з одночасним закриттям існуючих банківських рахунків з метою відкриття нових, в інших банках у даній країні чи за кордоном. За вимогою клієнта виконується припинення продовження (стирання слідів) проведених раніше операцій; при цьому банківський касир переказує гроші на інші, зазначені клієнтом рахунки, одночасно симулює виплату цих грошей клієнту готівкою.

В. Способи відмивання грошей у стадії інтеграції

Після успішного маскуванню «брудних» грошей, найчастіше з використанням різноманітних технологій, виконавець, який займається легалізацією доходів від злочинної діяльності, повинен відшукати законне обґрунтування факту володіння майном. Для цього він застосовує різні інтеграційні технології.

Дуже часто використовують угоди купівлі-продажу предметів тривалого користування, таких як автомобілі, яхти, літаки, предмети старовини, нерухомість. Для придбання нерухомості за «брудні» гроші використовують підставні фірми. Надалі нерухомість перепродується, а доходи тепер уже стають відлком «законними», отриманими від продажу. В інших випадках «відмиватель» купує за «брудні» гроші, наприклад, яхту, декларуючи при цьому ціну, яка значно нижча її дійсної вартості. Різницю виплачує продавцю яхти готівкою (так звана угода «під столом»). Надалі він може перепродати ту ж саму яхту, взявши при цьому за неї ціну, рівну її справжній вартості. У такий спосіб він фіктивним прибутком обґрунтовує «законність» одержання доходів. Відзначені численні випадки, коли «відмиватель» співробітничав, наприклад, з дилером, який збуває автомобілі, чи з агенством із продажу нерухомості. Власники таких посередницьких фірм нерідко оплачуються злочинними організаціями. Ці фірми використовуються злочинцями для проведення різноманітних угод і махінацій. Предмети, які одержують за допомогою цих фірм, використовують також для проведення злочинної діяльності, наприклад, транспортні засоби, приміщення для виробництва наркотиків, пристановище для членів злочинних груп і т.ін.

Дедалі більшого поширення на стадії інтеграції набуває така технологія, як скуповування підприємств, які банкрутують, з метою створення видимості, начебто доходи, одержані зі злочинних джерел, — це насправді прибуток придбаного підприємства.

Дуже популярний спосіб відмивання грошей у стадії інтеграції — так звана технологія кредитування самого себе. Полягає вона, насамперед, у створенні фіктивної фірми, яка одержує гроші, що відмиваються.

Заснування її за кордоном успішно приховує той факт, що ця фірма — власність особи, яка займається злочинною діяльністю. Для використання грошей, які відмиваються, злочинці беруть кредит в одному банку, а також другий кредит — як правило значно більшого розміру — у себе самих як від фіктивної фірми. Законний кредит повертається разом з належними відсотками, з більшого, фальшивого кредиту. Це дає в руки злочинців гроші, які можна вільно використовувати у всіляких цілях (наприклад, фінансувати подальший розвиток злочинного промислу), а заборгованість перед самим собою (тобто перед фіктивною фірмою) відкриває можливість фінансування цілком легальних підприємств із самих високоповажних джерел та ще користуватися податковими пільгами на виплату відсотків або на включення тих же відсотків у витрати виробництва (у залежності від діючих у даній державі податкових розпоряджень). Крім простоти і доступності, кредити для самого себе мають ще одну важливу (з погляду злочинців) перевагу. Вони важко піддаються викриттю з боку правоохоронних органів, їх важко знайти, якщо врахувати відсутність інформації про справжню фінансову діяльність злочинних груп і їхніх фіктивних підприємств.

У багатьох державах розкритий спосіб відмивання грошей, пов'язаних зі зловживанням з боку кредитних установ. Цей спосіб часто супроводжується контрабандою готівки. Протікає він у двох фазах. У першій відбувається переправлення злочинних доходів в іншу державу і розміщення їх у вигляді банківських депозитів. Надалі — на другій фазі — береться кредит у банку, розташованому в країні походження «брудних» грошей, а забезпеченням його виплати слугують переведені раніше в іноземний банк активи (свідчення про депозити). Цей спосіб застосовується також для ухилення від сплати податків.

Кредитні установи, а також позики використовуються в ще одній технології, яка полягає в переказі фінансових коштів на дуже вигідних умовах (наприклад, низькі ставки відсотка, вигідні умови з погляду термінів повернення кредиту, відмова від гарантії і т. ін.) на реалізацію різного виду інвестиційних проектів, фінансованих, наприклад, органами територіального самоврядування.

На стадії інтеграції для легалізації джерела грошей, які відмиваються, широко використовують, як і на більш ранніх стадіях, співробітництво з іноземними банками. Це, як правило, банки, які мають резиденцію в офшорних центрах, у яких дотримується сувора банківська таємниця, яка практично робить неможливим доступ до інформації про їхніх клієнтів. Співробітництво кримінальних елементів з іноземними банками в стадії інтеграції найчастіше трапляється в результаті корумпованості банківських службовців, яка відбулася ще в стадії розміщення «брудної» готівки на рахунках цих банків чи в стадії маскуванню. Важливо,

що при використанні злочинцями таких банків, їхні службовці приймають від своїх клієнтів неправдоподібні (чи взагалі фантастичні) «обґрунтування» джерел походження грошей і причин їхнього депонування.

До розповсюджених технологій, застосовуваних при відмиванні грошей на стадії інтеграції, відноситься застосування рахунків-фактур на імпорتنі й експортні товари при проведенні торгових угод, а також використання з цією метою банківського персоналу. Таку технологію використовують в чотирьох варіантах.

По-перше, це контракти з подвійним джерелом оплати (рис. 14.2). Цей спосіб полягає ось у чому. Укладають зовнішньоекономічний договір (контракт) із закупівлі товарів (чи сировини) на надзвичайно вигідних умовах (дуже дешева закупівля), що під час перепродажу може принести прибуток, який доходить до 100%. Насправді постачальник (продавець) приймає оплату з двох джерел. Перший платіж на основі єдиного рахунку-фактури, виставленого фірмою, складає не більше 50% фактичної вартості товару й офіційно виконується покупцем. Другий платіж виконується найчастіше готівкою (рідше переказом) у касу чи вручається особисто продавцеві. Офіційний прибуток покупця, отриманий під час перепродажу таким чином товару, становить «відмиті» гроші. Дана технологія використовується під час купівлі-продажу великої кількості дорогих товарів, наприклад, електронної продукції, нафтопродуктів, алкогольних напоїв, сигарет.

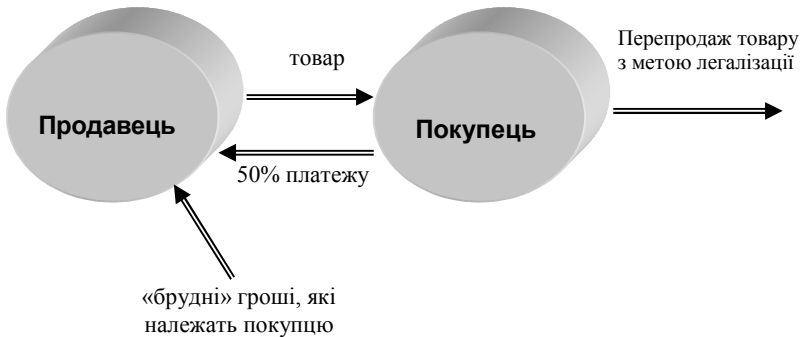


Рис. 14.2. Контракти з подвійним джерелом оплати

По-друге, це контракти суто формальні, укладені для годиться, чи псевдоконтракти (рис. 14.3.). Цей варіант аналогічний попередньому, розглянутому вище, лише з тією різницею, що застосовується майже винятково у великих імпорتنних угодах торговельних фірм. Суть його в тім, що певна кількість контрактів (20 — 50% у вартісному вираженні)

реалізується взагалі без офіційної оплати фірмою-покупцем; часто все це оформляється фіктивним наданням кредиту. Контракти передбачають значну відстрочку виплати платежів за ними, величина їх набагато менша вартості реалізованих поставок. На ділі ж платежі надходять з іноземних нелегальних джерел. Для фінансових розрахунків за цими угодами часто використовують банки із сумнівною репутацією, розташовані в офшорних центрах. Крім того, учасники угоди широко використовують у такого типу розрахунках акредитиви.

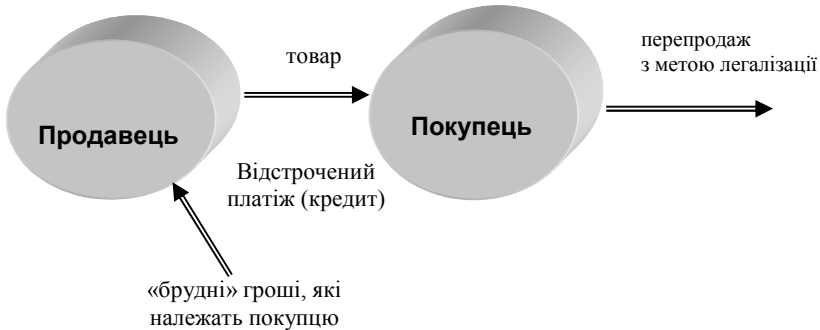


Рис. 14.3. Псевдоконтракти

Значну роль у розмаїтості подібних махінацій, пов'язаних з відмиванням грошей, можуть відіграти працівники банків різних рівнів — касири, бухгалтери і т.п. Велику користь при цьому може дати навіть ретельний аналіз рахунків-фактур. Прийшовши з різних частин світу, з різних регіонів і від різних фірм, вони часто мають загальні, ідентичні, ознаки, які видають однакову лексику і навіть ті ж самі орфографічні помилки. При уважному їхньому вивченні неважко здогадатися, що в них той самий виконавець.

По-третє, це легалізація «брудних» грошей шляхом переказу за кордон (рис. 14.4.). Така технологія знаходить застосування в ситуації, коли на більш ранніх стадіях відмивання гроші виявилися на банківських рахунках якоїсь вітчизняної фірми і виникла гостра потреба вивести їх із країни з наступною легалізацією й інвестуванням за кордоном. Вона полягає в тому, що офіційно укладається не вигідний експортний контракт про продаж товарів нижче їхньої вартості. Це призводить до фінансових втрат для вітчизняної фірми. У той же час іноземна фірма (яка знаходиться, як правило, під контролем вітчизняної фірми-експортера) неофіційно одержує значні прибутки від перепродажу товарів, які становлять предмет контракту. Тепер отриманий прибуток набуває вигляду легально отриманого доходу від торговельної діяльності.

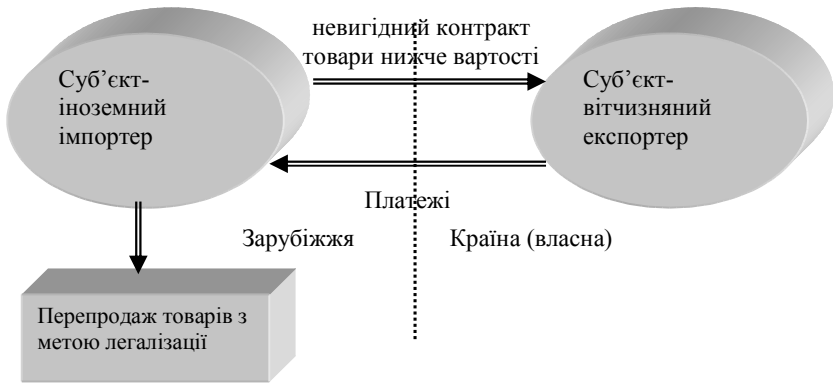


Рис. 14.4. Легалізація «брудних» грошей шляхом переказу за кордон

Нарешті, по-четверте, це легалізація «брудних» грошей шляхом переказу до власної країни (рис. 14.5.). Цей спосіб полягає в тому, що укладений експортний контракт передбачає завищену в порівнянні з їхньою дійсною вартістю ціну на товари. Завищена ціна вдало доповнюється неповним постачанням товару (тобто менше, ніж передбачено контрактом). Виставлені ж вітчизняною фірмою рахунки-фактури оплачуються цілком, хоча частина товару не поставлена і вартість його набагато нижча, ніж того вимагають умови контракту.

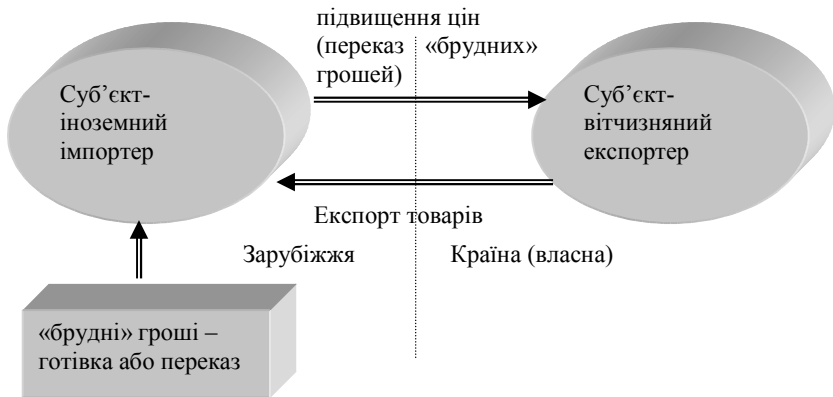


Рис. 14.5. Легалізація «брудних» грошей шляхом переказу до власної країни

Джерело: [18, с. 288]

Дві останні з описаних технологій відмивання грошей носять загальне найменування «трансферт цін» (transferpricing).

14.2. Розпізнавання операцій, пов'язаних з відмиванням «брудних» грошей

Розпізнавання має важливе значення в інформуванні правоохоронних органів про здійснення злочину відмивання грошей. Ефективність процедури розпізнавання під цим кутом зору розглядається як значний внесок в успішну роботу органів правосуддя у справі боротьби з організованою злочинністю.

Розпізнавання спроб відмивання «брудних» грошей у процесі банківської діяльності розцінюється як сукупність заходів, спрямованих на організацію постійного чи періодичного надходження інформації про клієнтів і підозрілі угоди. Ця інформація може послужити підставою для відповідних дій, які спрямовані на припинення небажаних фінансових зв'язків. Такі дії зазвичай включають такі етапи:

- збір інформації про угоди, які потенційно можуть бути використані для відмивання грошей, а також створення умов для постійного надходження такої інформації;
- обробка накопиченої інформації за допомогою різноманітних методів, а також класифікація сумнівних і нетипових (незвичайних) угод на підставі різних критеріїв;
- моніторинг сумнівних і нетипових операцій;
- підготовка висновків на основі обробки інформації, що стала результатом розпізнавання.

14.2.1. Збирання і накопичення інформації

Збирання інформації для розпізнавання становить перший, вступний етап усього процесу. Він охоплює як активні дії, які полягають у створенні відповідного інструментарію, що полегшує одержання даних, так і дії, пасивно (побічно) пов'язані з визначенням способу доступу до інформації, яка потенційно може бути використана в наступних стадіях розпізнавання. Інформація, яка необхідна для проведення розпізнавання, надходить переважно з наступних джерел:

- реєстрів угод (трансакцій) з готівкою, які перевищують встановлену квоту, а також аналогічних реєстрів угод з використанням безготів-

вкових розрахунків, якщо відповідні внутрішні правила вказують на обов'язковість ведення таких;

- інших банківських звітів і банківської документації;
- документів про операції, реалізовані різними категоріями банківських працівників у рамках широко застосовуваної політики «знай свого клієнта», особливо це стосується операцій, виконуваних при відкритті банківських рахунків для фізичних і юридичних осіб, при веденні цих рахунків, при контактах з уповноваженими представниками клієнтів і т. ін.;
- звітів про операції, виконуваних різними банківськими службовцями в зв'язку з контактами з особами — не клієнтами банків, наприклад, які вносять готівку на рахунки банківських клієнтів;
- аналізу основних фінансових показників, які стосуються банківської діяльності;
- баз даних про банківських працівників;
- баз даних про банківських клієнтів, а також інших осіб, які користуються банківськими послугами і використовували або намагалися використовувати банківські операції в злочинних цілях.

Основне джерело інформації для розпізнавання спроб відмивання «брудних» грошей у банках — реєстр наявних угод, які перевищують установлений ліміт.

Важливим внеском у процес розпізнавання стає створення спеціальної бази даних банківських операцій, здійснених підставними особами. Збір інформації про них повинен бути максимально повним.

Ще одна категорія інформації, яка може бути корисною для розпізнавання, — всілякі показники, які особливо стосуються роботи з залучення вкладників. Мова тут йде про показники зростання кількості відкритих рахунків за визначений період часу, флуктуація (підйом чи зниження чисельності) у сфері внесків готівкою, кількість відкритих так званих «заморожених» (бездіяльних) рахунків за певний час (наприклад, за квартал, за півроку), показники, які стосуються надходжень грошей на рахунки.

Завершує частину даних, необхідних для розпізнавання, різного виду «історична» інформація, яка стосується випадків і подій, пов'язаних з відмиванням грошей чи з підозрами в цих злочинах.

14.2.2. Оброблення даних

Інформація, зібрана і накопичена в реєстрах наявних внесків і отримана з інших банківських джерел, підлягає обробленню в рамках програми розпізнавання, прийнятої і реалізованої в ряді країн. Цей етап включає дії, пов'язані з кореляцією, доповненням, аналізом, перероб-

лення у формі тексту, а також з передачею даних, необхідних для виявлення спроб відмивання грошей.

Оброблення інформації має відбуватися систематично. Його мета — визначити серед усіх трансакцій такий тип угод, які проходять через банківську систему, що, ймовірно за все, може бути використане для відмивання «брудних» грошей. Йдеться насамперед про виявлення угод нетипових (незвичайних), тобто таких, котрі відрізняються від інших, раніше багато раз реалізованих даних клієнтом чи певною категорією клієнтів (наприклад, торговими підприємствами, які займаються збутом електронного устаткування), а також незрозумілих угод, тобто таких, у чийх фінансових характеристиках відсутня повнота і завершеність або мета їхньої реалізації невизначена і неясна. Часто такого типу угоди виділялися як підозрілі.

Для оброблення інформації застосовують ряд методів. Найчастіше це порівняння, яке полягає в зіставленні елементів, які характеризують певну угоду із заздалегідь підготовленою і прийнятою в ролі «шаблону» базою даних. Остання служить «еталоном» для порівняння. Мета такого методу — встановлення подібності і розходжень у певних фінансових угодах, а також динаміки тих же самих трансакцій у часі.

Інший метод, застосовуваний при обробленні інформації, — так званий структурний аналіз, який полягає у виділенні і дослідженні окремих фінансових операцій. Цей метод дає можливість знайти незаконність проведення операції з використанням такого фінансового інструмента, випадки шахрайства, а також відмивання грошей.

Для оброблення інформації можна використовувати ще метод систематизації й угруповання даних про фінансові угоди, який полягає в об'єднанні певних виділених елементів з метою встановлення між ними причинно-наслідкових зв'язків. Він дає змогу, наприклад, виділити повторювані операції і вичленувати групи суб'єктів, які можуть потенційно стати учасниками процедури відмивання грошей.

Виявлення нетипових і неясних угод за допомогою перерахованих методів може бути полегшене, якщо заздалегідь у практиці банківської діяльності будуть визначені симптоми використання банків з метою відмивання «брудних» грошей. Наприклад, симптоми, пов'язані з поведінкою працівників банків; з нетиповим характером угод з готівкою, а також зі збереженням банківського рахунка; з нетиповим характером безготівкових угод; зі специфікою діяльності клієнта банку; з місцем походження банківського клієнта, поручителя чи бенефіціара; а також специфічні симптоми, пов'язані або з рівнем показників, які визначають фінансову діяльність банків, або з якісними змінами, які виникають

у результаті дотримання ними фінансово-правових зобов'язань і спеціальних інструкцій.

У процесі оброблення банківської інформації застосовують, залежно від виду інформації, а також від методів дослідження, різні способи передачі оброблених даних. Частіше інших використовуються:

- діаграма переказів, за допомогою яких відбувається перелив фінансових засобів;
- діаграма відносин, яка відображає зв'язок між клієнтами банку, як фізичними, так і юридичними особами;
- календар подій, який полегшує аналіз угод, проведених у той самий час;
- діаграма частоти фінансових угод;
- пам'ятки, які стосуються найбільш важливих спостережень банківських працівників, які обробляють інформацію про нетипові і неясні угоди;
- зіставлення і таблиці ознак, які характеризують неясні і нетипові угоди, а також специфічні симптоми трансакцій такого виду.

Дані потрібно обробляти з використанням сучасних інформаційних технологій.

14.2.3. Моніторинг

Важливий етап розпізнавання процедури відмивання «брудних» грошей — моніторинг трансакцій, відібраних як нетипові і сумнівні. Мета цього процесу — спостереження за банківським рахунком клієнта, а також за проведеними ним іншими банківськими операціями. Але основним результатом такого спостереження повинно стати підтвердження підозр щодо ознак злочинних дій клієнта (чи декількох клієнтів) або зняття цих підозр і завершення розпізнавання. Моніторинг дає можливість виключити ухвалення яких-небудь необґрунтованих рішень і як результат — направляти в прокуратуру підтверджену інформацію.

Моніторинг повинен призвести до накопичення максимально великої кількості документів та інформації, яка буде необхідна для визначення характеру підозр, що виникли в працівника банку, який відповідає за цю процедуру. Адже на цьому етапі загалом формується припущення щодо юридичної кваліфікації злочинного діяння або відмови від гіпотези про залучення клієнта до злочинної діяльності.

Моніторинг повинен бути результативним. Ефективність полягає в тому, що в процесі його проведення розсіюються підозри в злочинному

характері угод, проведених клієнтом, і в тому, що підозри знаходять підтвердження.

14.2.4. Завершення розпізнавання

Розпорядження про закінчення процесу розпізнавання видає посадова особа, відповідальна за проведення моніторингу спеціально відібраних з цією метою трансакцій. Це робиться на підставі документа, який слугує причиною повідомлення прокуратури про злочин відмивання грошей чи про відмову від підозр у такому злочині. Документ, який завершує діяльність у рамках розпізнавання, може мати форму:

- подання, спрямованого в ревізійне відділення банку;
- пропозиції правлінню банку прийняти рішення про повідомлення правоохоронних органів про підозри у відмиванні грошей;
- інформації, спрямованої начальнику відділу банку;
- інформації, спрямованої начальнику відділу банку про хід моніторингу;
- звіту (за період, наприклад, шість місяців), який включає інформацію про підозри у відмиванні грошей;
- узагальнюючої службової записки з висновками, які стосуються обґрунтованих підозр у відмиванні грошей, яке спостерігалось при здійсненні фінансових операцій, із пропозицією прийняти необхідне рішення.

Ці документи потім направляють на розгляд директору банку, який самостійно чи після обговорення їх з юридичним радником (групи радників) приймає рішення повідомити прокуратуру про здійснення злочину відмивання грошей чи про поведінку посадових осіб, які ухилилися від такого повідомлення.

Інформація, отримана в ході банківського розпізнавання, може бути використана з метою:

- надання потрібного напрямку слідчим діям, які проводяться органами правосуддя;
- дослідження величини і мети використання коштів, придбаних у результаті злочину;
- полегшення дій, спрямованих на відшукування злочинного прибутку;
- доведення кримінальної справи до судового розгляду;
- підрахунку незаконно отриманих доходів;
- полегшення проведення арештів підозрюваних осіб.

14.3. Основні напрями протидії відмиванню «брудних» грошей

14.3.1. Міжнародне співробітництво в боротьбі з відмиванням «брудних» грошей: становлення нормативно-правових основ

Методи відмивання грошей стають дедалі більш рафінованими і важко піддаються викриттю. Рівень і масштаби процедури відмивання грошей досягли в усьому світі настільки величезних розмірів, що стали загрозою стабільності окремих країн і зовнішньої безпеки цілих регіонів.

До найбільших небезпек, пов'язаних з процедурою відмивання «брудних» грошей, відносяться:

- *дестабілізація економік окремих держав.* Діяльність могутніх злочинних угруповань, які крутять мільярдами доларів, може (як це неодноразово траплялося) викликати розлад валютної і митно-податкової системи держави, падіння обмінного курсу національної валюти. Масове відмивання нелегальних доходів часто призводить до порушення принципів господарської конкуренції, а також до деформації і перекосів у функціонуванні всієї макроекономічної системи держави. Усе це неминуче супроводжується підкупом і корупцією державної адміністрації, яка бере участь у регламентації окремих галузей господарської діяльності. У кінцевому підсумку, цілі сектори економіки виявляються в руках злочинних угруповань;

- *відмивання грошей, яке відбувається переважно в кредитно-фінансових установах, головним чином, у банках, неминуче призводить до підриву банківської системи, викликаючи в деяких випадках банкрутство ряду банків чи нанесення їм фінансових збитків.* Воно викликає явища корупції банківських службовців, які здійснюють підозрілі операції, а це саме собою підштовхує їх до прийняття економічно необґрунтованих рішень, які наносять фінансовий збиток, чи до інших службових зловживань. У підсумку втрачається довіра вкладників до кредитної системи в цій країні, що в результаті підриває довіру до самої держави і її фінансової системи з боку світового співтовариства;

- *відмивання «брудних» грошей, як уже було відзначено вище, додає прискорення зростанню і розвитку організованої злочинності.*

Широкомасштабне відмивання нелегальних доходів давно вже стало загальносвітовою проблемою. Тому особливого значення набуває міжнародне співробітництво у боротьбі з відмиванням «брудних» грошей, яке ґрунтується на певних нормативно-правових актах.

Головним спонукальним мотивом, який підштовхнув уряди багатьох країн до об'єднання зусиль у боротьбі з міжнародною злочинністю майже сторіччя назад, була заклопотаність, викликана поширенням на всій планеті торгівлі опіумом. Напередодні Першої світової війни (в 1912 р.) була укладена міжнародна Конвенція в справах, пов'язаних з торгівлею цією наркотичною речовиною, а в 1931 р. вона була замінена новою Конвенцією, яка тепер вже обмежувала і регулювала виробництво і розподіл у масштабі планети медикаментів, які містять наркотичні речовини.

Після закінчення Другої світової війни ініціативу в боротьбі з поширенням наркотиків, а разом з нею і з відмиванням «брудних» грошей, узяла на себе ООН. Наріжним каменем, закладеним у фундамент міжнародного законодавства з даної проблеми, прийнято вважати Єдину Конвенцію ООН про одурманюючі засоби 1961 р., згодом доповнену і змінену Протоколом 1972 р.

Другим найважливішим правовим актом, який регулює проблеми, пов'язані з боротьбою проти наркобізнесу, вважають Конвенцію ООН про психотропні засоби 1971 р., яка значно розширює сферу міжнародного контролю на великий перелік синтетичних наркотиків. Цей документ ратифікували понад 140 держав.

Однак триваюче зростання наркобізнесу, розширення його географічних кордонів, дедалі більш витончені і небезпечні форми цього злочинного бізнесу змусили ООН знову повернутися до вирішення цієї проблеми. У листопаді 1988 р. у Відні була скликана Конференція ООН з боротьби з нелегальним оборотом одурманюючих і психотропних речовин. Конференція завершилася ухваленням тексту міжнародного договору, який відомий в усьому світі як Віденська Конвенція. Нині до цієї Конвенції приєдналася більшість держав планети.

Важливою рисою Конвенції стала її вимога, щоб злочини відмивання грошей, усі інші злочини, пов'язані з обігом наркотиків, розглядалися судами всіх держав-учасниць Конвенції з особливою старанністю. Крім того вона вимагає введення у законодавчі акти країн-учасниць статей про екстрадицію (видачу) винних у здійсненні такого злочину, а також конфіскації майна злочинців.

На думку видатних юристів, Віденська Конвенція відіграла важливу роль у розвитку міжнародного права і стала серйозним внеском в організації інтернаціонального співробітництва в боротьбі з наркобізнесом і відмиванням грошей.

Провідну роль у зміцненні міжнародного співробітництва з проблем кримінального законодавства на європейському континенті відіграє Рада Європи.

Найвищими досягненнями Ради в галузі створення інструментів міжнародного права стали дві багатосторонні конвенції, визнані фунда-

ментом європейського співробітництва в боротьбі зі злочинністю. Це Європейська Конвенція про екстрадицію 1957 р., а також Європейська Конвенція про взаємодопомогу при розслідуванні кримінально карних злочинів 1959 р. У 1980 р. були прийняті рекомендації, названі «Заходи для запобігання трансферту і приховування коштів, які надходять від кримінальних злочинів». У наступні роки була розпочата робота щодо підготовки законодавства з питань конфіскації нелегальних доходів, які надходять від торгівлі наркотиками.

Ще одним імпульсом до прискорення діяльності в цьому напрямку стала ініціатива міністрів юстиції Ради Європи, які доручили в 1986 р. Європейському комітету з проблем злочинності розробити Міжнародні норми і стандарти із забезпечення ефективного співробітництва між органами правосуддя (а також у разі потреби з поліцією) з питань перебування, вилучення і конфіскації нелегальних доходів, майна, знаряддя і предметів, одержаних від нелегальної торгівлі наркотиками.

Інший важливий документ, який є основою міжнародного співробітництва в боротьбі з наднаціональною організованою злочинністю — «Конвенція в справах про відмивання доходів, отриманих від здійснення злочину, їх виявлення, вилучення і конфіскацію», підписана в Страсбурзі 18 листопада 1990 р. Документ підготовлений Комітетом експертів Ради Європи. Фахівці з права розцінюють цей документ як найбільш повний перелік розпоряджень і правил, який охоплює всі етапи юридичної процедури — від початку розслідування до винесення вироку і конфіскації «брудних» грошей.

Мета Конвенції полягає в позбавленні міжнародних злочинних угруповань їхнього злочинного здобутку й у створенні для досягнення цієї мети діючої системи міжнародного співробітництва. Зміст її багато в чому доповнює і розвиває положення, викладені у Віденській Конвенції, але разом з тим включає важливі, принципово відмінні від неї положення. Конвенція Ради Європи не просто вимагає пеналізації, тобто оголошення відмивання грошей злочином, але й вимагає, щоб це діяння визнавалося злочином незалежно від того, чи пов'язане воно з торгівлею наркотиками, чи такий зв'язок не встановлений. Ця умова установлює карне покарання за відмивання доходів, які отримані і накопичені в ході здійснення будь-якого тяжкого злочину. Усі держави, які підписали і ратифікували Конвенцію, зобов'язані виконати цю вимогу.

Конвенція Ради Європи багато уваги приділяє організації розшуку злочинних доходів, їх ідентифікації, а також заходам, які призводять до конфіскації злочинних доходів у будь-якій формі. У четвертій статті перераховані заходи, які забезпечують доступ до банківських, фінансових і комерційних документів, а також роз'яснюється порядок моніторингу банківських рахунків, організація прослуховування телефонних

переговорів, входження в комп'ютерні мережі й інші дії, необхідні для відстеження процедури відмивання «брудних» доходів як у межах однієї країни, так і за її межами. Варто зазначити, що ця угода, ратифікована більш ніж сотнею держав усього світу, залишається на сьогоднішній день самим вичерпним документом, який слугує справі боротьби з відмиванням грошей. Як і Віденська Конвенція, вона відіграла важливу роль в удосконаленні кримінального законодавства багатьох країн, орієнтуючи його на активізацію зусиль з боротьби з відмиванням грошей.

14.3.2. Практичні заходи, які здійснюються у міжнародному масштабі

Створення нормативно-правової бази шляхом підготовки і укладення міжнародних договорів — це, безсумнівно, важливий етап у боротьбі з інтернаціональною організованою злочинністю. Але ще важливіше й складніше завдання — вживання практичних заходів з реалізації цих угод, причому здійснення таких заходів приносить вагомі конкретні результати. З цією метою в 1990 р. була прийнята Всесвітньої програми дій, яку ухвалила Генеральна Асамблея ООН під час спеціальної сесії, присвяченої міжнародному співробітництву в боротьбі з нелегальним виробництвом, пропозицією, попитом і поширенням одурманюючих засобів і психотропних речовин.

Члени ООН також звернули увагу на необхідність вживання заходів, спрямованих на підриг економічного потенціалу злочинних організацій. Сесія ООН констатувала, що «величезні фінансові прибутки, які надходять від нелегальної торгівлі одурманюючими засобами і пов'язаної з нею злочинної діяльності, відкривають можливість наднаціональним злочинним групам проникати в урядові органи, розбещувати і корумпувати посадових осіб, а також псувати принципи правопорядку і створювати загрозу суверенності держав» [18, с. 336].

Роль основного координатора в економічній протидії міжнародній злочинності відіграє створена під егідою ООН спеціалізована організація з назвою Програма ООН з контролю над наркотиками (United Nation Drug Control Programme — UNDCP) зі штаб-квартирою у Відні. Вона розробила власний план дій в галузі боротьби з відмиванням грошей, а також конфіскації доходів, які надходять від торгівлі наркотиками. Ціною власних зусиль або, в разі потреби, за сприяння інших організацій, UNDCP надає спеціалізовану допомогу всім, хто до неї звертається. Форми цієї допомоги різноманітні, наприклад, організація навчання, — часто тематично пристосованого до місцевих умов, — для політиків, працівників правоохоронних органів, які займаються розшуком учасни-

ків наркобізнесу. Доповненням до цих програм слугують навчальні курси для оперативного складу, учасники яких — особи, які відповідають за розкриття економічних злочинів.

З різноманітної діяльності UNDCP варто особливо виділити надання юридичної допомоги тим державам, які після ратифікації Віденської Конвенції повинні провести складну і трудомістку роботу з пристосування своїх законодавчих систем до її вимог. Найбільше труднощів у цій сфері діяльності відчують країни, що розвиваються. Тому однією з найважливіших ініціатив UNDCP у цьому напрямку стала розробка в 1993 р. «зразкового законодавства», пристосованого до потреб країн, чий законодавчі системи виходять із принципів римського права. Сильний наголос також зроблено на запобіганні використанню фінансових установ для відмивання грошей, які надходять від торгівлі наркотиками (а також використання деяких інших установ, наприклад, казино).

У вирішенні проблеми відмивання грошей важливу роль відіграє Відділ запобігання злочинам і карного судочинства Віденського бюро ООН. Він займається різного виду науковими дослідженнями, які пригорнули увагу урядів ряду країн до величезних масштабів явища відмивання грошей, що надходять від усіх видів злочинів, крім торгівлі наркотиками, а також до масштабів загрози, яка виходить від зростання організованої злочинності. Відділ також займається пропагандою і рекламуванням «зразкових договорів» ООН, наприклад, про взаємодопомогу з правових питань, про співробітництво в кримінальних справах і в екстрадиції осіб, підозрюваних у здійсненні злочинів.

Крім зазначеного «зразкового договору» дуже важливим документом міжнародного права є розроблений експертами ООН у 1993 р. Типовий закон про відмивання грошей, отриманих від наркотиків. Цей закон, ґрунтуючись на новітньому законодавстві різних країн, містить рекомендації із запобігання відмиванню грошей, отриманих від торгівлі і розповсюдження наркотиків, виявлення подібних діянь і встановлення санкцій за їхнє скоєння.

Крім ООН і її дочірніх організацій, у боротьбі з міжнародною організованою злочинністю і відмиванням грошей активну участь беруть спеціальні служби, які доповнюють і підтримують діяльність слідчих органів і правосуддя у всіх країнах світу. Це, насамперед, Міжнародна організація карної поліції (Інтерпол), а також Всесвітня митна організація.

14.3.3. Функції і діяльність ФАТФ

Провідною міжнародною організацією, яка бореться з відмиванням грошей та іншого майна, набутого кримінальним шляхом, є Група з ро-

зробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей — ФАТФ (FATF — Financial Action Task Force) — впливовий міжурядовий орган, створений у 1989 р. Метою діяльності ФАТФ є розвиток і впровадження на міжнародному рівні заходів і стандартів боротьби з відмиванням грошей. ФАТФ відстежує процеси імплементації таких заходів, вивчає способи і техніку відмивання грошей, розробляє превентивні і запобіжні заходи, сприяє загальносвітовій імплементації стандартів боротьби з відмиванням грошей. Виконуючи зазначені функції, ФАТФ співробітничав з багатьма міжнародними організаціями, чия діяльність також спрямована на протидію відмиванню «брудних» грошей.

Діяльність ФАТФ має три головних напрями. Перший полягає в поширенні дії прийнятих рекомендацій на всі континенти і регіони земної кулі. Другий напрям — перевірка того, як виконуються в державах-членах і як впроваджуються в інших державах заходи для боротьби з відмиванням грошей, засновані на 40 рекомендаціях ФАТФ, які є керівництвом до дії. Третій напрям — відстеження загальносвітових методів і схем відмивання злочинно нажитих капіталів і розробка контрзаходів.

ФАТФ у 1990 р. підготовлено 40 Рекомендацій. У процесі їхньої підготовки група керувалася духом і буквою Віденської Конвенції, а також Декларацією принципів контролю над банками, розроблених Базельським комітетом банківського нагляду. Їх автори виділили три види першочергових заходів, названих як основа концепції Рекомендацій, на яку будуть спиратися чисельні прийняті надалі конкретні пропозиції. Рекомендації (за задумом їхніх авторів) були націлені на те, щоб усунути основні перешкоди, які стоять на шляху міжнародного співробітництва, а також підсилити їх ефективність. Три види таких заходів набули вигляд наступних Рекомендацій, які виокремлені в розділ А:

1. Кожна держава повинна, без довгих зволікань, вжити заходів до ратифікації, з метою повного виконання постанов Віденської Конвенції, а також почати процес її ратифікації.

2. Закон про конфіденційність даних, який діє у фінансових установах, повинен бути змінений таким чином, щоб він не заважав державі ухвалити дані Рекомендації.

3. Ефективна програма протидії процедурі відмивання грошей повинна передбачати посилення багатостороннього співробітництва, а також підвищення результативності взаємної правової допомоги в пошуковому, слідчому і судовому процесі, у екстрадиції за справами, які стосуються відмивання грошей, у будь-яких випадках, коли це можливо.

У розділі В Рекомендації закликають держави до розширення дефініції злочину «відмивання грошей» таким чином, щоб воно охоплювало всі інші злочини, пов'язані з наркотиками; альтернативним рішенням є

введення кримінального покарання за відмивання грошей, отриманих у результаті всіх тяжких злочинів і (чи) усіх злочинів, внаслідок яких виникає дохід великого розміру, а також в них міститься можливість поширення кримінальної відповідальності за відмивання грошей і на юридичних осіб, також не має аналога в тексті Віденської Конвенції.

Третій розділ Рекомендацій (С) визначає стратегію залучення фінансової системи у викорінювання явища відмивання грошей без порушення норм і умов, необхідних для проведення ефективних фінансових операцій.

Ще одна важлива сфера діяльності ФАТФ — моніторинг типології нових методів відмивання грошей, застосовуваних у злочинному світі, а також верифікація засобів протидії цьому явищу. Щорічні огляди, для підготовки яких залучаються всесвітньо відомі експерти, а також матеріали слідства в справах про відмивання грошей, свідчать про все більш рафіновані методи, про зростаючий професіоналізм міжнародних злочинних груп. У полі зору експертів ФАТФ постійно залишаються найважливіші інструменти злочинної діяльності: підставні корпорації, електронні трансферти, небанківські фінансові установи, а також інші підприємства, наприклад магазини й експортно-імпорتنі фірми [43, с. 352].

14.3.4. Проблеми боротьби з організованою злочинністю і відмиванням «брудних» грошей в офшорних центрах

Уряди багатьох країн велику увагу приділяють проблемам боротьби з організованою злочинністю і відмиванням «брудних» грошей саме в офшорних центрах. Розміщені там компанії, банки, фонди, трасти вже давно перетворилися на фінансову опору міжнародного тероризму, наркобізнесу і практично всіх форм організованої злочинності.

Особливе занепокоєння викликають два регіони — це держави і території басейну Карибського моря і держави «золотого трикутника» — Бірма, Таїланд, Пакистан й Афганістан.

Держави цього регіону, бідні природними ресурсами, з відсталою економікою і малоосвіченим або зовсім неписьменним населенням, починаючи з 1960-х років приступили до створення на своїх територіях офшорних центрів і податкових гаваней, які стали дуже привабливими для фінансових і банківських установ.

Бурхлива діяльність фінансових установ в умовах слабого державно-правового контролю привернула пильну увагу податкових служб і правоохоронних органів суміжних країн, і в першу чергу США. В умовах, коли ще не були підписані і ратифіковані відповідні міжнародні угоди, які поширюються на ці регіони, служба внутрішнього доходу

міністерства фінансів США не зупинялася навіть перед проведенням односторонніх оперативно-слідчих заходів відносно наркоділків і «відмивателів» грошей у цих регіонах. Але вони приносили тимчасові, обмежені результати і супроводжувалися міжнародними скандалами і навіть погіршенням відносин між країнами.

Для запобігання відмиванню «брудних» грошей країни використовують стратегію укладення дво- і багатосторонніх договорів з конкретних проблем, проводять конференції з метою розробки загальних підходів до застосування ефективних методів протидії відмиванню грошей, вводять у практичну діяльність 40 Рекомендацій ФАТФ, застосовують процедури самооцінки і взаємоперевірки країн щодо ступеня виконання ними цих Рекомендацій. Крім того, створюються регіональні та міжрегіональні міжнародні організації, які вирішують питання боротьби із незаконно отриманими доходами. Так, Організацією американських держав (ОАД) у 1986 р. була розроблена програма, яка одержала назву Міжамериканської програми дій проти нелегального використання і виробництва наркотичних засобів та психотропних речовин (СІСАД). Цією програмою була передбачена підготовка проекту нових законодавчих актів, які розширюють повноваження правоохоронних і фіскальних органів у сфері встановлення фактичних джерел походження фінансових коштів. Разом з тим була ухвалена постанова прийняти законодавство про криміналізацію відмивання грошей, накопичених у результаті злочинів, пов'язаних з наркотиками, а також про конфіскацію фінансових коштів і матеріальних цінностей, які надходять від нелегальної торгівлі наркотиками або використовуваних для проведення цієї процедури, незалежно від місця виконання таких операцій. У 1990 р. експерти ОАД розробили пакет розпоряджень, який одержав назву «Зразкові розпорядження, які стосуються злочинів відмивання грошей, пов'язаних з незаконною торгівлею наркотиками, а також з аналогічними злочинами». У 1992 р. вони були затверджені на Загальних зборах ОАД. «Зразкові розпорядження» охоплюють усі важливі елементи сучасної стратегії боротьби з відмиванням злочинних доходів. У ньому передбачені також превентивні заходи розпізнавання, розповсюджені на приватний сектор. Автори розпоряджень підключили до протидії цьому злу не тільки банки, а й цілу низку інших фінансових установ. До них серед інших зараховані маклери, які торгують цінними паперами, власники пунктів обміну валют, а також особи, які займаються іншого виду господарською діяльністю, яка підлягає контролю з боку державних банків або з боку інших фінансових установ. Ці розпорядження можуть бути поширені на інші види господарської діяльності, під час якої здійснюються операції з готівкою в сумі, яка перевищує встановлені межі.

Значний вклад у справу боротьби з відмиванням «брудних» грошей внесла міжрегіональна міжнародна організація Британська співдружність націй. Протягом багатьох років вона докладає великих зусиль для зміцнення міжнародного співробітництва та удосконалення кримінального законодавства, доказом чому слугують угоди, які стосуються екстрадиції, тобто видачі засуджених за кримінальні злочини та інших важливих проблем. Такі угоди укладені між більшістю країн Співдружності. Особливе значення для вирішення проблеми відмивання грошей має документ Співдружності «Порядок дій при наданні взаємної допомоги з кримінальних справ», оскільки він вплинув на формування діючого механізму співробітництва між країнами. Співдружність домоглася внесення в місцеве законодавство статей і поправок, які гарантують реалізацію заходів, спрямованих на виявлення, вилучення і конфіскацію доходів, одержуваних від усіх видів злочинів.

У боротьбі з міжнародною злочинністю в офшорних центрах підсилюють свою активність й такі міжнародні організації:

➤ Азіатсько-Тихоокеанська Група з протидії відмиванню грошей (APG), яка стала на сьогоднішній день впливовим членом Інтерполу, ФАТФ і ООН;

➤ Карибська Група з протидії відмиванню грошей (CFATF), яка не тільки сприяла впровадженню в законодавства країн Карибського регіону 40 рекомендацій ФАТФ, а й розробила свої 19 Рекомендацій із протидії відмиванню грошей;

➤ Експертний Комітет, який оцінює заходи, щодо протидії відмиванню грошей (PC-R-EV Committee);

➤ Офшорна Група банківських Контролерів (OGBS), яка проводить разом з ФАТФ оцінку і контроль ефективності ухвалених «антивідмивальних» законів у країнах-членах OGBS. Основна складність роботи Групи полягає в тому, що тільки близько половини офшорних банківських центрів є членами OGBS.

Міжнародна громадськість, занепокоєна темпами зростання організованої злочинності, вимагає зробити все можливе, щоб покінчити з фінансовою міццю злочинних синдикатів чи хоча б відчутно підірвати її. Стратегія реалізації цієї мети включає три елементи. Перший — це традиційний, спрямований на підвищення дієвості вітчизняного кримінального законодавства, здатного гарантувати дотримання принципу «невідворотності покарання». Другий елемент — це посилення заходів, які позбавляють злочинців плодів їхньої злочинної діяльності. Цей елемент стратегії на додаток до чисто кримінального покарання робить наголос на необхідності криміналізації явища відмивання грошей, а також створює фундамент для розшуку і конфіскації доходів, отриманих злочинним шляхом. Такі заходи, за задумом їхніх авторів, носять превентив-

но-наступальний характер. Третій, вирішальний, елемент стратегії виходить з переконання, що зусилля, які починаються в масштабах однієї країни, при всій їхній значущості для подолання місцевої злочинності, виявляються безрезультатними в боротьбі з рафінованою міжнародною діяльністю «відмивателів» «брудних» грошей, що спираються на могутню підтримку «тилових підрозділів», що включають до своїх рядів висококласних фахівців і продажних урядових чиновників різних країн. Для боротьби з цим злом потрібні ефективні інструменти і механізми міжнародного співробітництва.



Розділ 6



МІЖНАРОДНИЙ ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

ГЛАВА 15 СУТНІСТЬ МІЖНАРОДНОГО ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

15.1 Поняття та основні функції міжнародного фінансового менеджменту

Фінансовий менеджмент має справу з фінансами фірми, тобто з власним та позичковим капіталом. Він пов'язаний з сукупністю рішень щодо формування й підтримання оптимальної структури фінансових коштів фірми в умовах ринку, який керується, котрі проводяться з метою максимізації добробуту акціонерів або доходів власників. Фінансовий менеджмент містить такі розділи: фінансовий аналіз та система прийняття рішень, планування використання коротко-та довгострокових фінансових ресурсів, аналіз можливого ризику, установа та виконання рішень, контроль за виконанням рішень.

Завданням фінансового менеджменту є досягнення максимально можливого дивіденду по звичайні акції при збереженні сталого рівня безпеки доходів фірми. Прибуток і ризик є головними ланками фінансового менеджменту. Їхнє співвідношення в кожний певний момент визначає конкретні рішення фінансового менеджера фірми. В зв'язку з цим фінансовий менеджмент виконує такі види фінансової діяльності: 1) збільшення прибутку та 2) спроможність виконувати свої зовнішні фінансові зобов'язання перед іншими фірмами і організаціями. Фінансовий менеджер повинен вибирати рішення, які забезпечують підвищення ціни акції з урахуванням таких факторів, як довгострокова стійкість дивідендів, оборотність капіталу фірми, захищеність від ризику тощо.

Важливим завданням фінансового менеджера також є розробка фінансової стратегії підприємства, тобто концепції того, як будуть використовуватися фінансові ресурси, що залучаються підприємством для досягнення стійко високого дивіденду або поступального зростання ку-

рсу акцій на фондових біржах; яким чином і на яких умовах будуть залучатися необхідні ресурси; як будуть здійснюватися розрахунки за позиками; як буде будуватися податкова політика.

Міжнародний фінансовий менеджмент (МФМ) — це система прийняття економічних рішень, які виникають при реалізації завдань фінансового менеджменту в умовах інтернаціоналізації господарчої діяльності фірми, ТНК.

Міжнародний фінансовий менеджмент, окрім загальних з фінансовим менеджментом завдань, вирішує низку специфічних завдань:

- аналіз стану платіжного балансу країни;
- планування фінансових операцій з точки зору використання у міжнародних розрахунках різних валют;
- кредитування експортної діяльності;
- міжнародне капітальне бюджетування, мотивація проведення прямих та портфельних інвестицій;
- операції на євровалютному, єврокредитному ринках та євrorинку цінних паперів.

Реалізація завдань фірми визначається вибором географії міжнародного ринка, для якого характерним є:

- еластичність, тобто на ринку діє достатня кількість кредитних інструментів та фінансових інститутів, що швидко відкликаються на зміни відсоткових ставок та умови кредитування;
- акумулювання вільних фінансових ресурсів;
- стабільність фінансових важелів та інструментів, несприйнятливості відсоткових ставок до зовнішньоекономічних процесів;
- низька вартість участі в операціях на ринку, тобто існує невелика різниця між ставкою відсотка за кредитом та відсотком за депозитом;
- легке прогнозування умов розміщення коштів на даному ринку та умов кредитування.
- порівняно легкий доступ до фінансових ресурсів ринку міжнародних облігацій.

15.2. Специфіка зовнішнього середовища прийняття фінансових рішень

Ефективність фінансових управлінських рішень міжнародної фірми залежить від того, наскільки вона володіє знанням конкретної ситуації, тобто обставин внутрішнього і зовнішнього середовища своєї діяльності. Без знання конкретного набору чинників зовнішнього і внутрішнього середовища в даний момент і в конкретному місці не можна вибрати найбільш ефективні методи і прийоми управління організацією. Теорія

менеджменту стверджує, що не існує єдиного «кращого» способу управління фірмою, бо найбільш ефективним методом управління в конкретній ситуації є метод, який найбільше відповідає даній ситуації, даному стану чинників внутрішнього і зовнішнього середовища. «Закон ситуації» проголошує також, що саме ситуація найчастіше визначає, які риси і навички потрібні керівникові сфери міжнародного бізнесу. Особливе значення для міжнародного бізнесу, насамперед для ТНК, має знання зовнішнього середовища, розуміння дії сил в глобальному оточенні. Це середовище являє собою складну суперечливу єдність національного простору, з його системою економічних і соціальних вимог, і численності національних господарських просторів з особливими в тому чи іншому ступені вимогами і умовами функціонування бізнесу.

Двоїстість є специфікою зовнішнього середовища міжнародного бізнесу і головним джерелом проблем МФМ. Оскільки виробничі потужності ТНК розкидані по різних країнах, їх зовнішнє середовище характеризується підвищеною складністю, рухомістю і невизначеністю¹.

З одного боку, діяльність ТНК регулює інтернаціональні витрати виробництва, світові ціни, валютні курси, відсоткові ставки та рух індексів цінних паперів на світовому фінансовому ринку; з іншого боку, МФМ повинен ретельно і детально вивчати специфіку кожної країни-партнера і постійно погоджувати свої рішення і дії з такими особливостями іноземного середовища, як:

- фрагментарність і різноманітність ринків;
- численність валют, які вирізняються стабільністю і реальною вартістю;
- відмінності в рівнях відсоткових ставок і темпів інфляції;
- відмінності в ціноутворенні і оподаткуванні;
- відмінності в рівнях заробітної платні та в обліку;
- відмінності правил і норм ведення бізнесу;
- підвищена ймовірність негативного впливу урядового втручання на рішення і ведення бізнесу;
- різноманітність фінансових кліматів, ранжированих від дуже консервативних до широкоінфляційних.

Очевидно, що фірми, які працюють у світогосподарському середовищі, повинні аналізувати стан економіки і тенденції розвитку тих країн, в яких вони ведуть або мають намір вести справи: ВВП, платіжний

¹ Складність зовнішнього середовища — це число чинників, на які організація зобов'язана реагувати, а також варіативність кожного чинника.

Рухомість середовища — це швидкість, з якою відбуваються зміни в оточенні організації.

Невизначеність зовнішнього середовища є функцією кількості інформації, котрою володіє організація з приводу конкретного чинника, а також функцією впевненості в достовірності цієї інформації. Отримання інформації іноземною мовою посилює невизначеність.

баланс, транспортні витрати, обмінний курс, інфляція, ставки банківського відсотка, особливості конкурентної боротьби та ін. Фірми повинні рахуватись із законами і регулюючими актами щодо таких питань як оподаткування, патенти, трудові відносини, стандарти на готову продукцію, ціноутворення, порядок надання відомостей державним установам тощо. Наприклад, ціноутворення часто регулюється за допомогою антидемпінгового кодексу ГАТТ/СОТ. Цей кодекс дозволяє країнам вводити нижні обмеження на ціни продуктів, що надходять на їх ринки ззовні за більш низькими цінами, аніж ті, що переважають на внутрішньому ринку.

До початку виходу на ринок тієї чи іншої країни необхідно оцінювати політичні чинники, коригуючи прогнози в міру надходження нової інформації. Центральне місце в міжнародному менеджменті відводиться розумінню і такого чинника, як культура — пануюча в суспільстві система цінностей, вірувань, звичаїв і переважаючих настанов, вплив яких позначається на стилі повсякденного життя. Найчастіше міжнародний менеджмент зіштовхується зі значно більшим ступенем ризику і невизначеності на світовому ринку через те, що погано знайомий з культурою, політичною й економічною ситуацією, інституційною структурою розподільчої мережі, потенційними конкурентами та їх діями, гарантіями і законністю посередників в тій чи іншій країні. Практично встановлено і закріплено в теорії, що найбільшу помилку здійснюють ті керівники, котрі у своїй діяльності виходять з некоректної передумови про схожість фінансової практики «вдома» і за кордоном.

Фінансовий менеджер ТНК повинен адаптуватися до умов зовнішнього середовища, пам'ятати про тісний взаємозв'язок функцій фінансової діяльності та бухгалтерського обліку. Бухгалтерський облік надає фінансовому директору корпорації адекватну і своєчасну інформацію про характер і величину активів компанії. При цьому бухгалтерський облік повинен враховувати як специфіку середовища ТНК і місцеві вимоги до звітності, так і загальноприйнятні принципи і правила бухгалтерського обліку в країні походження компанії при складанні зведених звітів.

Стандарти бухгалтерського обліку значно розрізняються по країнах. Основні причини відмінностей такі:

- 1) розходження в розумінні цілей, наприклад, між державами і приватними організаціями.
- 2) незбігання точок зору стосовно завдань фінансових звітів в тому, що стосується відповідності правовим нормам і надання правової інформації.
- 3) відмінності щодо становища і престижу професії бухгалтера.
- 4) вплив податкового законодавства.

- 5) правові норми.
- 6) незбігання основних економічних показників.
- 7) первинність держави або приватного сектору в розробці стандартів бухгалтерського обліку.
- 8) небажання впроваджувати прийняті у світі стандарти.

Однак інтеграція ринків капіталу вимагає згладжування відмінностей між принципами бухгалтерського обліку. Не останню роль в цьому відіграє повсюдне зростання орієнтації на інвесторів: фірми повинні надавати інформацію, що відповідає потребам інвестора, яка дозволяє їм робити порівняння при розміщенні своїх коштів. ТНК також зацікавлені в уніфікації принципів обліку як для окремих країн, так і на консолідованій основі.

Розрізняють три основні групи країн, які додержуються однотипних підходів до побудови систем обліку [20, с. 217]:

- англоамериканська модель бухгалтерського обліку (Велика Британія, США, Нідерланди, Канада, Австралія та ін.). Ця модель функціонує в умовах розвинутого фінансового ринку. Облік орієнтовано на потреби інвесторів та кредиторів. Принципи та правила ведення обліку та складання фінансової звітності регулюються національними стандартами, які розробляються незалежними професійними організаціями бухгалтерів, тобто не установлюються національним законодавством. В країнах з таким типом ведення обліку існує багато варіантів обліку у межах професійної загальноприйнятої бухгалтерської методології;

- континентальна модель (Німеччина, Австрія, Франція, Швейцарія, Італія та ін.), яка орієнтована на державні інтереси оподаткування та макроекономічне планування ресурсів. Вона має юридичну основу, тобто бухгалтерські стандарти затверджуються законодавчо та обов'язкові для виконання. Існує єдиний план рахунків та затверджена методологія фінансової звітності. Таким чином, для цієї моделі характерна державна методологія;

- південно-американська модель (Бразилія, Аргентина, Чилі та ін.). Вона орієнтована на податкові державні інтереси і тому бухгалтерський облік законодавчо уніфікований. Особливістю бухгалтерських стандартів є розкриття методології бухгалтерського обліку в умовах інфляції.

Слід зазначити, що такий поділ країн за моделями ведення обліку досить умовний. На регулювання обліку в тій чи іншій країні можуть впливати країни, які додержуються іншої моделі обліку, що є наслідком взаємопроникнення капіталів цих країн в економіку одна одної.

Щоб усунути перешкоди на шляху просування капіталу, ЄС уніфікував бухгалтерський облік. Міжнародний комітет зі стандартизації бухгалтерського обліку розробив стандарти (не обов'язкові до застосування), котрі багато в чому спираються на аналогічні стандарти США.

Рада зі стандартизації фінансового обліку (FASB) США вказує, що фінансова звітність повинна вміщувати інформацію, яка корисна для:

- прийняття інвестиційних та кредитних рішень;
- оцінки перспектив руху готівки;
- оцінки ресурсів підприємств, потреб і змін в них.

Ми бачимо, наскільки різноманітні і складні основні чинники, що прямо чи опосередковано впливають на міжнародний бізнес. Якщо випадає з поля зору міжнародного фінансового менеджменту хоча б один з чинників, не кажучи вже про взаємодію чинників зовнішнього і внутрішнього середовища, це може більш-менш істотно вплинути на ефективність фінансової діяльності фірми. Відтак системно-ситуаційний підхід вимагає від керівника необхідної адаптивної організації управління фінансами.

Процес адаптації ґрунтується на контролі, котрий дозволяє зафіксувати зміни, що сталися, виявити проблеми і скоригувати діяльність фірми до того, як ці проблеми переростуть в кризу. Завдання контролю — отримання інформації про зміни в кон'юнктурі, що відбуваються у всіх фінансових ринках, і доведення цієї інформації до тих осіб, які мають право здійснити необхідні коригувальні дії.

Протягом останніх десятиліть світова фінансова сфера стрімко змінюється. Швидко розвивається ринок євровалюти, міжнародний кредитний ринок, ринок цінних паперів. Посилилась роль ТНК, диверсифікація їх діяльності і зростання спільних підприємств. Важливим чинником зовнішнього середовища стала глобалізація бізнесу й фінансів, в основі якої лежить комп'ютеризація і телекомунікація, яка дозволила пришвидшити здійснення міжнародних операцій та їх обсяг. Внаслідок цього потоки інформації і капіталу стали здійснюватись швидше, заощадження залучаються з депозитних пулів всього світу і спрямовуються позичальникам на умовах найвищого доходу і найнижчих витрат. Інвестиційні банки отримали можливість укладати угоди в облігаціях та в іноземній валюті через СВІФТ. Почав розвиватись фінансовий інжиніринг — творче застосування фінансових інновацій (технологій, інструментів) для вирішення фінансових проблем і використання фінансових можливостей.

Міжнародна фінансова інтеграція принесла позичальникам і кредиторам вигоду і збільшила валютний, відсотковий і політичний ризик. Новим явищем стали міжнародна криза заборгованості і фінансові кризи, що періодично повторюються.

Перехід промислово розвинутих країн від трудомісткого до наукомісткого виробництва, успіхи нових індустріальних країн (НІК), просування до ринкової економіки країн СНД і Східної Європи призвели до зростання і зміни потоків міжнародного капіталу; перед суб'єктами мі-

жнародного бізнесу відкрились нові можливості і з'явилися нові проблеми.

Перед урядами, корпораціями і міжнародними фінансовими інститутами виникли нові завдання. Зростаючі потоки світового капіталу посилили фінансову конкуренцію між країнами і примусили уряди йти шляхом забезпечення сприятливого правового, економічного і соціального середовища, в яких і міжнародний, і вітчизняний бізнес могли б повноцінно функціонувати і розвиватись.

15.3. Фінансовий менеджмент ТНК. Особливості інвестиційної діяльності

Фінансовий менеджмент ТНК виконує як загальні для всіх фірм функції (хоча вони і мають свої особливості в рамках ТНК), так і функції, притаманні лише міжнародному менеджменту, котрі зумовлені функціонуванням в неоднорідному середовищі, в умовах валютного ризику, обмежень на міжнародну торгівлю й інвестиції, політичного ризику, особливих умов оподаткування й обліку.

Якщо фірму розглядати як сукупність капіталів, що надходять з різних джерел (від інвесторів, що вкладають свої кошти в капітал компанії, кредитів, доходів, отриманих внаслідок діяльності фірми) і спрямовуються на різні цілі (придбання основних коштів, створення товарних запасів, придбання цінних паперів, готівкові гроші тощо), то управління таким рухом капіталу і є функцією фінансового менеджменту.

Основними специфічними операціями, які виконуються фінансовим менеджментом ТНК, є такі:

- зарубіжна інвестиційна діяльність, що включає в себе:
 - фінансове планування, тобто процес оцінки і вибору інвестицій довгострокового призначення, прямих іноземних інвестицій;
 - управління інвестиційним ризиком;
 - управління портфельними інвестиціями і визначення диверсифікації портфеля за країнами:
- складання кошторисів міжнародних капіталовкладень з визначенням їх окупності;
 - вибір джерел та оптимального рівня фінансування;
 - визначення валюти отримання позики й виплати позики;
 - фінансування міжнародної торгівлі;
 - визначення вартості капіталу і прибутку на інвестований капітал;
 - грошові операції між філіями в різних країнах;
 - купівля-продаж іноземної валюти;
 - управління валютно-кредитним і валютно-фінансовим ризиком;

- визначення шляхів зниження фінансового ризику ТНК;
- питання оподаткування;
- постійний зв'язок з ринками іноземних валют, євровалюти, єврооблігацій і т. ін.;
- визначення дивідендної політики.

У наступний час зростає роль ТНК на міжнародному ринку інвестицій. На їхню частку припадає переважна кількість угод. Прямі іноземні інвестиції здійснюються, як правило, шляхом створення нових підприємств або придбання існуючих місцевих фірм, що забезпечує зростання обсягів виробництва.

Полегшенню міжнародної міграції капіталу сприяє проведення національними урядами і міжнародними організаціями політики лібералізації міжнародного інвестиційного простору і вироблення уніфікованих норм державного регулювання інвестиційних процесів. Вони містяться як у двохсторонніх, так і в багатосторонніх міждержавних, регіональних угодах про захист і заохочення капіталовкладень, які діють в рамках міжнародних економічних організацій, зокрема, СОТ. До норм державного регулювання ПІІ можна віднести:

➤ надання державних гарантій як країною базування, так і приймаючою країною. Гарантією інвестицій на багатосторонньому рівні займається Багатостороннє агентство з гарантування інвестицій, створене під егідою Всесвітнього банку. Гарантії інвестицій містяться в Ломейській конвенції, підписаній між країнами ЄС і багатьма країнами, що розвиваються. В угоді «Про торговельні аспекти інвестиційних заходів (TRIM_s)», підписаній країнами-членами СОТ, міститься пряма заборона на використання по відношенню до іноземних інвесторів заходів державної промислової політики;

➤ врегулювання інвестиційних спорів. Так, в рамках країн-членів ОЕСР прийнято принцип міжнародного арбітражу, оскільки часто врегулювання спорів на базі національного законодавства не влаштовує як країни базування, так і приймаючі країни;

➤ усунення подвійного оподаткування;

➤ страхування зарубіжних інвестицій;

➤ дипломатична і адміністративна підтримка. Наприклад, урядові переговори із зарубіжними партнерами про створення найбільш сприятливих умов за рубежом для національних інвесторів, або запрошення представників міжнародного бізнесу до складу міжнародних делегацій для обговорення економічних питань.

У сучасних умовах зростання міжнародного виробництва домінуючим напрямом інвестиційної політики ТНК є здійснення ПІІ шляхом фінансування угод по злиттям і поглинанню («ЗіП»). Масштаби трансграничних злиттів і поглинань мають тенденцію до зростання (серед-

ньорічний приріст становить 28,2%). Сумарна вартість операцій ЗіП перевищує 2 трлн євро, її частка в сумарних обсягах вивезених ПП довірює 82%.

Транскордонне «ЗіП» — це процес об'єднання (на основі участі в акціонерному капіталі) компаній різних країн.

Під *транскордонним злиттям* розуміють об'єднання активів компаній, при якому створюється нова компанія, а попередні припиняють своє існування.

При *транскордонному поглинанні* іноземна компанія купує місцеву компанію і в подальшому здійснює контроль над її активами, тобто місцева компанія стає філіалом іноземної. Останнім часом спостерігається зростання кількості «агресивних» («ворожих») поглинань і, відповідно, зменшення «дружніх». При «агресивних» поглинаннях ТНК з початку вдаються до скуповування акцій іноземної компанії на фондовому ринку, а потім вже вступають у взаємодію із загальним збором акціонерів. Наслідком «агресивного» поглинання стає повна зміна керівників компанії, яку поглинають. У випадку «дружнього» поглинання попереду досягається згода між керівниками ТНК та керівниками (акціонерами) компанії, яку поглинають, на купівлю-продаж акцій. Потім здійснюється обмін акцій цієї компанії на акції ТНК. Іншим варіантом «дружнього» поглинання є поглинання у формі передавання контрольного пакету акцій ТНК у траст або довірче управління.

Таким чином, різниця між злиттям і поглинанням — технічна і стосується організації фінансового боку угоди.

Передумовами процесу «ЗіП» є глобалізація інформаційного та господарчого обміну, технологічні зміни, лібералізація транскордонного руху капіталів та торговельних режимів, діяльність могутніх фінансових посередників. Фінансовими посередниками виступають, як правило, великі інвестиційні банки, які розширили свою присутність у багатьох країнах. Вони надають широкий діапазон послуг своїм ТНК — клієнтам: від переговорного процесу до здійснення «ЗіП». Кількість консалтингових фірм, які діють у світі у сфері «ЗіП» і надають послуги з питань купівлі-продажу компаній, постійно зростає. Провідні місця займають американські інвестиційні банки «Goldman Sachs», «Morgan Stanley», консалтингова компанія «Merrill Lynch». У консультаційній угоді можуть приймати участь декілька посередників. Так, у консультуванні найкрупнішій у світі угоді з «ЗіП» щодо покупки кабельної компанії «AT&T» американською фірмою «Comcast», вартість якої становила 72 млрд дол., брали участь «Goldman Sachs», «CSFB», «Deutsche Bank», «JP Morgan», «Morgan Stanley» та «Quadrangle Group» [40].

Основна кількість операцій з транскордонного «ЗіП» спостерігається у промислово розвинутих країнах (США, Велика Британія, Франція,

Японія). Однак в останній час поступово збільшується кількість випадків операцій «ЗіП» у країнах, що розвиваються, що зумовлюється здійсненням приватизійних програм.

У світі близько 80% ПІІ, які пов'язані із зростанням міжнародного виробництва, забезпечується через угоди «ЗіП».

Місця ТНК у списку найпрестижніших компаній тісно корелюють із ступенем їх участі у транскордонних «ЗіП». Про це свідчить їх частка у загальній вартості таких трансакцій за 15 років — близько 20%. Зростання операцій з транскордонних «ЗіП» робить великі ТНК ще крупнішими. Так, за цей період «British Petroleum» витратила на 98 транскордонних «ЗіП» 94 млрд дол., а «General Electric» уклала 228 угод даного типу [41].

ТНК вступають на ринок тієї чи іншої країни через «ЗіП» за різних причин: рівня її економічного розвитку, інвестиційного та податкового законодавства, наявності великої кількості конкурентоспроможних приватних підприємств, фінансових криз місцевих підприємств, масштабної приватизації у країні тощо. Так, американські ТНК завдяки ліберальному законодавству більшість операцій з «ЗіП» здійснюють на ринку США. Західноєвропейські компанії внаслідок національних законодавчих обмежень шукають партнерів за кордоном. Наприклад, найпривабливішими з точки зору злиття та поглинання компаній для німецьких ТНК є США (близько 14% загального обсягу «ЗіП», у яких вони беруть участь), Швейцарія, Велика Британія, на частку кожної з яких припадає 10%, а також Іспанія, та Італія (їх частка у загальному обсязі «ЗіП» — 9%). У країнах Західної Європи купівля компаній здійснюється частіше ТНК із Великої Британії, США [60, с. 72]. До чинників здійснення транскордонних угод «ЗіП» також можна віднести прагнення великих ТНК позбутися непрофільних, другорядних підприємств, посилити позиції дочірніх компаній, придбати ключову або кінцеву ланку у технологічному ланцюжку. Так, компанія «Norsk Hydro», яка є однією з провідних інтегрованих продуцентів на світовому ринку алюмінія і яка прагнула одержати контроль як над можна більшою частиною кожної виробничої стадії (від глинозему до випуску прокату), придбала активи норвезької компанії «VAW», яка спеціалізувалась на виробництві сортового прокату. Поглинання компанії «VAW» суттєво вплине на галузь. Поток металу на європейський ринок алюмінія зменшиться, угоди з «VAW» будуть вважатися внутрішньофірмовими і обсяг поставок на «вільний» ринок почне постійно знижуватися. Таким чином, фактично зникнуть незалежні продавці прокату, тому що їх можливості у технологічному ланцюжку значно звужуться. Неінтегровані виробники стануть ще більш вразливими [34].

Угоди, щодо злиття і поглинання укладаються у різних секторах економіки, але пріоритетні галузі з часом змінюються. Так, з 80-х років

до другої половини 90-х років операції ТНК з транскордонного «ЗіП» охоплювали в основному виробничі фірми. Зараз процес укрупнення господарюючих суб'єктів активно відбувається у фінансовому, харчовому, тютюновому секторах, секторах послуг, телекомунікацій, інформаційних технологій, споживчих товарів.

Транскордонні злиття і поглинання можуть здійснюватися внаслідок банкрутства (продаж іноземному інвестору неефективної приватної компанії), внаслідок приватизації (передача контролю над колишньою державною компанією іноземній компанії на умовах забезпечення ефективного її функціонування), а також з метою захисту (для отримання конкурентної переваги) або зростання (об'єднання сильних компаній, що прагнуть підвищити свою ефективність).

Укрупнення компаній неоднозначно впливають на їх діяльність. З одного боку, великим ТНК легше знизити витрати на виробництво та збільшити інвестиції у рекламу, інновації або продовжити поглинання інших фірм. Вони одержують економію від масштабу, прискорюють інноваційний процес, усувають надлишкові потужності, забезпечують своїх акціонерів більшими дивідендами, мають доступ до специфічних фірмових активів. З другого боку, крупним компаніям складніше швидко діяти та орієнтуватися на ринку, що може призвести до зростання їх витрат. Крім того, процес «ЗіП» дуже тривалий. Він може здійснюватися на протязі декілька років. Іноді краще віддати перевагу міцним брендам ніж розмірам компанії. Орієнтація ТНК на незначну кількість брендів може принести більш помітні результати. Прикладом може слугувати «L'Oreal», яка продала свій фармацевтичний бізнес і зосередилась на виробництві товарів для догляду за волоссям та шкірою, або «Danone» яка продає тільки воду, печиво та йогурти, однак є світовим лідером у всіх трьох галузях. ТНК не завжди повинні прямувати до транскордонного злиття чи поглинання. Операції «ЗіП» мають сенс лише тоді, коли стратегічно виправдані, забезпечують сталі конкурентні переваги та прибутки, які перевищують середній рівень.

Таким чином можна зробити висновок, що в сучасних умовах ТНК у виборі своєї інвестиційної стратегії віддають перевагу не створенню нових виробничих потужностей за кордоном, а вкладанню коштів у вже діючі підприємства, які випускають висококонкурентну продукцію і мають свою частку на національному ринку.

За останнє десятиліття у структурі інвестиційної діяльності ТНК відбулася переорієнтація на сектор послуг. Як свідчать дослідження ЮНКТАД, частка цього сектора становить більше ніж 60% сумарного обсягу ПІІ у світі. Основна частина вивезення ПІІ до сектору послуг як і раніше припадає на розвинуті країни, хоча розподіл цих інвестицій між ними став більш рівномірним.

Що стосується ввезення, то розподіл сумарного обсягу ПШ в секторі послуг є більш збалансованим, хоча основна їхня частина, як і раніше, припадає на частку розвинутих країн. Найбільш швидке зростання зафіксовано в Західній Європі і Сполучених Штатах, що відбиває той факт, що метою основної частини ПШ в сектор послуг є закріплення позицій на ринках.

Змінюється також структура ПШ в сектор послуг. Донедавна ці інвестиції спрямовувалися в основному в сектори торгівлі і фінансів. Разом з тим усе більш важливе місце починають займати такі галузі, як електропостачання, водопостачання, телекомунікації і підприємницькі послуги (включаючи корпоративні послуги, надані за допомогою інформаційних технологій).

Крім того, більшість послуг не можуть бути предметом зовнішньої торгівлі: вони повинні вироблятися в місці їхнього споживання й у той момент, коли вони споживаються. У зв'язку з цим основним способом виходу з послугами на зовнішні ринки є ПШ. Крім цього, країни здійснили лібералізацію своїх режимів, що регулюють ПШ в сектор послуг, що дозволило збільшити приплив таких інвестицій, особливо в галузі, що раніше були закриті для транснаціональних корпорацій.

Незважаючи на зростання і переваги ПШ у секторі послуг, ступінь транснаціоналізації в цьому секторі нижче, ніж в обробному секторі (наприклад, у США — 20% проти 40%).

Один з найважливіших факторів, що обумовлюють внесок ПШ в секторі послуг у розвиток, стосується передачі технології. ТНК, що діють у секторі послуг, можуть привнести із собою як матеріально технологічну складову (установки, устаткування, промислові процеси), так і «м'які» технології (знання, інформація, досвід, організаційні, управлінські, збутові навички). Технологія такого роду втілюється в кваліфікацію, що в багатьох випадках знаходить своє відображення в розмірі заробітної плати. Дані про оплату праці працівників іноземних філій американських ТНК у країнах, що розвиваються, працюючих у секторі послуг, указують на те, що кваліфікація таких працівників вище в порівнянні з компаніями обробного сектора.

У докладах ЮНКТАД про світові інвестиції важлива увага приділяється інтернаціоналізації науково-дослідних і дослідно-конструкторських робіт (НДДКР), що здійснюються ТНК. І це явище не є новим. Коли компанії розширюють свою міжнародну діяльність, їм необхідно адаптувати технології до місцевих потреб і успішно реалізовувати свою продукцію на ринках приймаючих країн. У багатьох випадках для цього необхідним є інтернаціоналізація НДДКР. У той же час ТНК традиційно займалися НДДКР в основному в країнах базування. Зараз у процесі інтернаціоналізації з'являється низка нових особливостей.

Зокрема, уперше ТНК виносять за межі розвинутих країн такі НДДКР, що виходять за рамки адаптації до вимог місцевих ринків. Так, у деяких країнах, що розвиваються, країнах Південно-Східної Європи і СНД ТНК усі частіше орієнтують свої НДДКР на глобальні ринки, інтегруючи них у ключові напрямки своєї інноваційної діяльності.

На сьогоднішні ясно, що в процесі інтернаціоналізації НДДКР бере участь лише невелика кількість країн, що розвиваються, і країн з передібною економікою. У той же час той факт, що деякі з них сьогодні вважаються привабливими для проведення складних НДДКР, свідчить про те, що країни можуть створити потенціал, необхідний для підключення до глобальних систем НДДКР ТНК. З погляду приймаючих країн інтернаціоналізація НДДКР відкриває можливості не тільки для передачі технологій, створених в інших країнах, але і для їхньої розробки.

Це може дати змогу деяким приймаючим країнам зміцнити свій технологічний і інноваційний потенціал. У той же час це може підсилити відставання тих, хто не зміг приєднатися до глобальної інноваційної системи.

Свідченням зростаючої інтернаціоналізації НДДКР є посилення ролі іноземних філій у дослідженнях і розробках, проведених у багатьох приймаючих країнах.

Частка приймаючих країн, що розвиваються, у глобальних системах НДДКР ТНК росте, хоча і нерівномірно. Велика частина таких НДДКР проводиться лише в декількох країнах. Найбільш динамічно в цьому відношенні виглядають азійські країни, що розвиваються. Наприклад, що стосується витрат на НДДКР закордонних філій, контрольний пакет яких належить американським ТНК, частка азійських країн, що розвиваються, в них зросла з 3% до 10%. Це зростання було особливо помітне в Китаї, Сінгапурі, Гонконгу і Малайзії.

Необхідність адаптувати товари і процеси до потреб ключових ринків приймаючих країн завжди була для ТНК важливим мотивом для інтернаціоналізації НДДКР. У той же час недавнє бурхливе зростання НДДКР, проведених ТНК в окремих приймаючих країнах, що розвиваються, зумовлено також прагненням знизити витрати і використовувати зростаючі кадрові ресурси цих країн. Цей процес можна розглядати як наступний логічний етап глобалізації виробничої кооперації ТНК. Він є схожим на міжнародну реструктуризацію, що була здійснена в експортних промислових галузях і пов'язаних з ІКТ секторах послуг, завдяки якій ТНК суттєво підвищили свою конкурентоспроможність, використовуючи конкурентні переваги окремих країн.

ГЛАВА 16

ЗАГАЛЬНІ НАПРЯМИ МІЖНАРОДНОГО ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

16.1. Капітальне бюджетування

16.1.1. Критерії оцінювання ефективності інвестиційних проектів

Одним з важливих напрямів діяльності міжнародного фінансового менеджменту є капітальне бюджетування (бюджетування капіталу) — процес аналізу ефективності капіталовкладень, котрий має на меті оцінку і відбір найкращих варіантів довгострокового вкладання коштів. Фінансові ресурси, матеріальну основу яких становлять гроші, мають цінність в часі. Цінність в часі фінансових ресурсів може розглядатися в двох аспектах.

Перший аспект пов'язаний з купівельною спроможністю грошей, котра з часом може змінюватись у зв'язку з їх знеціненням внаслідок інфляції. При аналізі і прогнозі руху фінансових ресурсів фінансовий менеджер повинен враховувати цей аспект.

Другий аспект пов'язаний з обігом грошових коштів як капіталу і отриманням доходів від цього обігу. При розгляді варіантів інвестицій перевага віддається тому, за якого гроші швидше роблять нові гроші, тобто більш ефективному варіанту.

Існує ряд критеріїв оцінювання ефективності інвестиційних проектів фірми. Найбільш загальноприйнятим критерієм вважається чиста поточна вартість (ЧПВ). ЧПВ — це поточна вартість грошових потоків мінус поточна вартість грошових відтоків. Іншими словами, ЧПВ — це різниця між ринковою вартістю проекту та витратами на його реалізацію. Метод ЧПВ є методом дисконтування грошових потоків з метою визначення ефективності довгострокових інвестицій (дисконтування — метод зведення майбутньої вартості грошей до їхньої вартості у поточному періоді). У випадку, якщо враховані потоки готівкових коштів перевищують вартість інвестицій, то критерій ЧПВ вказує, що проект є прийнятним.

Формула для розрахунку ЧПВ така:

$$ЧПВ = -I_0 + \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+K)^i} + \frac{T_n}{(1+K)^n}, \quad (16.1)$$

де I_0 — вартість первісних інвестицій;

C_i — потоки готівкових коштів, пов'язані з проектом, після сплати податків в році i ;

T_n — залишкова або ліквідна вартість інвестицій в році n ;

n — передбачуваний строк дії проекту або плановий період;

K — вартість використовуваного для здійснення проекту капіталу.

Крім ЧПВ, при аналізі готівкових міжнародних капіталовкладень використовується внутрішня норма прибутку (ВнНП) і період окупності капіталовкладень (ПОК).

Внутрішня норма прибутку для інвестиційного проекту — це таке значення ставки дисконтування (r), при якому поточна вартість очікуваних грошових відтоків дорівнює поточній вартості очікуваних грошових притоків, тобто таке значення r , за якого ЧПВ=0.

Для практичного застосування розрахунок ВнНП виконується за формулою:

$$I_0 = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+r)^i} + \frac{T_n}{(1+r)^n} \quad (16.2)$$

Значення r визначається на основі інших відомих даних формули 13.2.

Для розрахунку ПОК використовується формула:

$$ПОК = \frac{1}{C_i}, \quad (16.3)$$

у якій для простоти розрахунків передбачається, що щорічні потоки готівкових коштів (C_i), пов'язані з проектом, мають рівні величини. Наприклад, якщо початкові інвестиції становлять 1 млн дол., а щорічні потоки готівкових коштів — 300000 дол., то період окупності капіталовкладень дорівнюватиме 3,3 року.

З цих трьох способів прийняття рішень щодо капіталовкладень найбільш прийнятними є два методи — ЧПВ і ВнНП.

Частиною економічного аналізу ефективності намічуваних капіталовкладень є визначення приростного руху тієї частини грошової готівки, котра прямо пов'язана з проектом. Повинні бути, наприклад, оцінені такі рухи грошової готівки:

- початкові вкладення (купівля землі, підприємства та устаткування); вкладення в діючий капітал (готівка, оборотні фонди тощо), витрати на ліцензування; організаційні витрати;

- операційний рух грошової готівки: доходи від реалізації товарів і послуг, отримані після реалізації проекту витрати на сировину, оплату праці і менеджменту;

- побічний рух грошової готівки: захисні мита на товари; адміністративні витрати; місцеві і федеральні податки на доход;

▪ кінцевий рух грошової готівки: вартість активів, що є на кінець часу дії (життя) проекту.

Оцінювання руху грошової готівки для довгострокових інвестиційних проектів — завдання складне. Воно потребує великого досвіду й таланту. Капітальне бюджетування для ТНК включає аналіз можливостей фірми здійснювати ПІ, оцінювання їхньої ефективності і ризикованості. Саме пряме іноземне інвестування визначає транснаціональну природу корпорації, є джерелом коштів для зарубіжних підрозділів ТНК.

16.1.2. Оцінка фінансового стану фірми

Якщо ТНК планує вкладати кошти в іноземне підприємство, то оцінює насамперед його фінансовий стан, тобто інвестиційну привабливість. Для цього недостатньо розглядати окремі показники (наприклад, тільки показник ROE), їх необхідно узагальнити. Показники найчастіше розподіляють на 5 груп:

Група 1. Показники напряму розвитку фірми:

- динаміка продажів = приріст продажів звіт. період / продажі поперед. періоду x 100%
- динаміка прибутку = приріст прибутку звіт. періоду / прибуток поперед. періоду x 100%;
- динаміка активів = приріст загальної суми активів у звіт. періоді / загальна сума активів поперед. періоду x 100%;
- динаміка власного капіталу = приріст зобов'язань акціонерам звіт. періоду / зобов'язання акціонерам поперед. періоду x 100 %;

Група 2. Показники прибутковості, які дають змогу оцінити ефективність діяльності фірми:

- прибутковість інвестицій у компанію = прибуток після сплати податку / інвестиції x 100%. Це — показник ефективності управління фірмою;
- прибутковість інвестицій у звичайні акції = (прибуток після сплати податку та дивідендів по привілейованих акціях / зобов'язання акціонерам — номінальна вартість привілейованих акцій) x 100%;
- головний показник прибутковості = (прибуток після сплати податку та відсотків за кредит / всього активи — невідчутні активи) x 100%;
- прибутковість усіх активів = (прибуток після сплати податку та дивідендів по привілейованих акціях / всього активи — невідчутні активи) x 100%;
- прибутковість відчутних активів = прибуток після сплати податку та дивідендів по привілейованих акціях / відчутні активи x 100%;
- валова прибутковість продажів = валовий прибуток / продажі x 100%.

Група 3. Показники ліквідності:

а) коефіцієнти поточної ліквідності, які дають змогу оцінити можливості фірми у виконанні короткострокових зобов'язань та її платоспроможності:

- поточний коефіцієнт = поточні активи / поточні пасиви,
- коефіцієнт критичної (миттєвої) оцінки = (гроші + ринкові цінні папери + дебіторська заборгованість) / поточні пасиви

- тривалість дебіторської заборгованості = дебіторська заборгованість / (продаж у кредит : кількість днів року),

- оборот дебіторської заборгованості = продажі в кредит за рік / дебіторська заборгованість,

- оборотність матеріальних запасів = продажі / матеріальні запаси,

- тривалість матеріальних запасів = матеріальні запаси / середній добовий продаж товарів,

- оборотність кредиторської заборгованості = купівлі / кредиторська заборгованість,

б) коефіцієнти довгострокової ліквідності:

- співвідношення пасивів і зобов'язань акціонерам = всього пасиви / зобов'язання акціонерам ,

- співвідношення довгострокових зобов'язань акціонерам та довгострокових джерел фінансування фірми = довгострокові пасиви / (зобов'язання акціонерам + довгострокові пасиви),

— співвідношення грошових потоків та загальної суми заборгованості кредиторам = грошові потоки / всі пасиви,

- співвідношення грошових потоків та довгострокових пасивів = грошові потоки / довгострокові пасиви, Показник дає змогу оцінити платоспроможність фірми за її довгостроковими кредитними зобов'язаннями, насамперед облігаціями,

— оборотність постійних активів (коефіцієнт використання основного капіталу) = продажі / балансова вартість постійних активів,

- оборотність усіх активів (коефіцієнт використання всього капіталу) = продажі / всі активи;

Група 4. Показники стабільності:

- показник заборгованості кредиторам = всього пасиви / всього активи x 100%,

- показник заборгованості акціонерам = усього заборгованість акціонерам / усього активи x 100%,

- покриття відсотків по облігаціях надходженнями = прибуток до сплати податку та відсотків / відсоткові платежі по облігаціях. Показник свідчить, у скільки разів може скоротитися операційний прибуток фірми, перш ніж вона має сплатити річні відсотки власникам облігацій,

- коефіцієнт покриття платежів по довгострокових пасивах = (прибуток до сплати податку та відсотків + річні платежі по лізингових зобов'язаннях) / (відсоткові платежі по облігаціях + річні платежі по лізингових зобов'язаннях),
- співвідношення між цінними паперами з фіксованими та нефіксованими доходами = пасиви фірми / зобов'язання акціонерам.

Група 5. Показники акціонерного капіталу:

- прибутковість акції = дивіденди / ринкова ціна акції x 100% ,
- доход на звичайну акцію = прибуток після сплати податку та дивідендів по привілейованих акціях / кількість звичайних акцій ,
- співвідношення ціни та доходності звичайних акцій = поточна ринкова ціна звичайних акцій / останній показник доходності звичайних акцій,
- співвідношення ринкової та балансової цін звичайних акцій = ринкова ціна акції / капітал, що припадає на одну звичайну акцію.

Отже, ТНК діють таким чином, щоб максимізувати ринкову вартість акціонерного капіталу підприємства, розподілену між його власниками. Для досягнення цієї мети пряме інвестування повинно сприяти досягненню великих обсягів продаж, збільшенню частки ринку і прибутку. Для вирішення цих завдань недостатньо підрахунку ЧПВ, ВнП, ПОК. Фінансовий менеджер повинен володіти здатністю управління ризиком, пов'язаним з ПП: передбачити ризик і зіставити кінцеві результати namічуваних інвестицій з ризиком, пов'язаним з їх здійсненням.

16.2. Управління портфелем зарубіжних цінних паперів

16.2.1. Диверсифікація портфеля цінних паперів

Останнім часом зріс інтерес до міжнародних портфельних інвестицій¹. ТНК збільшили випуск цінних паперів, а також цінних паперів зарубіжних філій на значній кількості національних ринків. Таке зростання зумовлене:

- прагненням поліпшити доходність іноземних інвестицій і диверсифікувати ризики;
- зростанням міжнародного ринку євровалют;
- зростанням національних грошових ринків, альтернативою яких стали акції й облігації.

¹ За грань між прямими і портфельними інвестиціями беруть рівень володіння 10% акцій підприємства. Володіння менш ніж 10% акцій — портфельні інвестиції.

Основною економічною мотивацією міжнародного інвестування є диверсифікація портфеля цінних паперів (розподіл інвестицій по різних напрямках), яка знижує ризик інвестування. Здійснення міжнародних інвестицій в акції і облігації відкриває можливості проведення ефектної диверсифікації.

Вважається, що акції відносяться до ризикованих, якщо норма прибутку на інвестиції сильно коливається. Обмежити розмах коливань доходності можна шляхом інвестування в акції не однієї компанії, а в акції різних компаній. При цьому втрати за одними акціями компенсуються прибутками за іншими акціями. Портфель з різними акціями забезпечує середню норму доходності за акцією, котра коливається менше. Таке скорочення ризику шляхом вибору обсягу інвестицій у різні активи називається ефектом портфеля цінних паперів.

Величину зниження ризику, котру можна очікувати в результаті дії ефекту портфеля, визначає кореляція¹ між доходністю акцій. Акції з високим ступенем кореляції мають схожі зміни в нормах прибутку. Відтак в цьому випадку втрати по одних акціях майже не будуть компенсовані незапланованими прибутками. Якщо акції в портфелі матимуть максимально низький ступінь кореляції одна з одною за їхньою доходністю, то зменшення ризику, пов'язане з дією портфельного ефекту, буде проявлятиметься щонайбільше.

Усі внутрішні ринки і ринки єврооблігацій в одній валюті показують високий ступінь кореляції. Так, для ринків урядових і євродоларових облігацій кореляція становить 0,84, а кореляція між різними валютами — здебільшого 0,5.

Оскільки кореляція між різними ринками цінних паперів досить низька, а інколи й негативна, а довгострокові відсоткові ставки практично не погоджуються в часі, іноземні зарубіжні інвестиції відкривають значні можливості для скорочення ризику.

Іноземні акції і облігації допомагають знизити ризик портфелів цінних паперів в тому ступені, в якому доходність іноземних акцій не корелюється з доходністю національних акцій і облігацій або доходністю таких в різних країнах.

Слабша корельованість доходності на ринках цінних паперів у різних країнах порівняно з кореляцією на внутрішньому ринку пояснюється такими чинниками, як відмінності в рівнях дивідендів і доходів від приросту капіталу в різних країнах, котрі, в свою чергу, залежать від технологічних, конкурентних, економічних та політичних чинників.

¹ Кореляція — статистичний вимірник ступеня залежності між двома змінними. Повна позитивна кореляція означає, що збільшення на певний відсоток однієї змінної супроводжується таким же збільшенням другої. Повна негативна кореляція існує в тому випадку, коли збільшення однієї змінної призводить до пропорційного зниження іншої.

У різних країнах неоднакові темпи інфляції, корпоративні прибуткові податки, контроль над цінами, фази ділового циклу тощо. Придбавши акції компанії різних країн, інвестори можуть схеджувати свої ризики від впливу цих чинників.

Інвестиційна політика, за допомогою якої знижується нестабільність портфеля цінних паперів за рахунок відсутності повної кореляції в їх доходності, називається диверсифікацією. Найпростішою стратегією диверсифікації є випадковий набір якомога більшого числа цінних паперів.

Іншою стратегією є зміна кореляції окремих акцій і вибір складу портфеля з тих із них, котрі максимально не корелюють один з одним. Цей спосіб дозволяє досягати високого рівня диверсифікації, однак здійснити його на практиці складно.

Щоб зменшити вплив на доходність несподіваних коливань валютного курсу, можна вдатись до хеджування цінних паперів на валютних форвардних і ф'ючерсних ринках.

Хеджування на форвардних і ф'ючерсних ринках дає найнижчий рівень ризику при заданому рівні хеджування.

У практиці міжнародної диверсифікації портфеля існує ряд чинників, що перешкоджають диверсифікації як засобу отримання переваг. Це зокрема:

- сегментованість ринків іноземних акцій та облігацій, що викликається правовими бар'єрами, які обмежують інвестиції за кордоном;
- заборона для іноземців володіти національними компаніями;
- введення податку, який врівноважує ставки відсотка;
- різниця в організації ринку, методах торгівлі цінними паперами і операціях (готівкові операції або форвардні операції);
- порядок встановлення цін на акції (котирування або аукціони);
- операційні та інформаційні витрати.

Часто основною перешкодою для міжнародної диверсифікації є проблеми оподаткування.

Великі компанії можуть нести витрати, пов'язані з подоланням перешкод міжнародній диверсифікації портфеля, але для більш дрібних корпорацій часто витрати по диверсифікації перевищують вигоди. Останніми роками з'явилися нові види цінних паперів, фінансових механізмів, завдяки яким інвестори зі скромними коштами можуть скористатись перевагами міжнародної диверсифікації. Основні з них — депозитарні розписки, зокрема американські депозитарні розписки (див. гл.8), й міжнародні взаємні фонди.

Міжнародні взаємні фонди продають частку власності в наявних у них портфелях цінних паперів. Співвласник взаємного фонду отримує доходи зі всіх цінних паперів, що знаходяться в портфелі фонду, про-

порційно своєму вкладу в загальний портфель. Інвестори вносять періодично платежі, необхідні для функціонування фонду.

Міжнародні взаємні фонди мають такі характерні риси:

- особи, які віддають свої грошові кошти інвестиційному посереднику, самі несуть ризики, що пов'язані з інвестуванням;
- управляючий фондом об'єднує кошти багатьох людей в єдиний грошовий пул і тим самим усереднює ризики для учасників колективної інвестиційної схеми;
- схеми інвестиційних фондів не передбачають заздалегідь обумовлених фіксованих виплат;
- інвестор має можливість вибрати будь-яку форму інвестування.

Головними економічними перевагами міжнародних взаємних фондів є:

▪ *ефективність та інформаційна прозорість*. Інвестиційний фонд пропонує такий дохід, який не може запропонувати жоден з існуючих фінансових інститутів. Додатковий дохід одержується шляхом зниження витрат за рахунок ефекту масштабу, оскільки чим крупніше пакети цінних паперів, що купуються чи продаються, тим нижче вартість укладених угод. Розкриття інформації фондами сприяє підвищенню інформованості вкладників та накопиченню досвіду, який є необхідним для інвестування. Інвестори одержують можливість самостійно контролювати інвестиційні рішення управляючих фонду. Ціни на фондовому ринку складаються внаслідок торгів інформованих інвесторів і тому самі ціни починають відображати всю інформацію о цінних паперах. Ринок стає менш ризикованими та більш надійними, тобто «ефективним ринком»;

▪ *диверсифікація*. Завдяки інвестиційним фондам вкладники отримують можливість створити диверсифікаційний портфель цінних паперів. Це знижує ризик, оскільки інвестор володіє різними акціями у різних країнах та галузях економіки. Крім того, інвестори мають можливість виходити на нові інвестиційні ринки та отримувати доходи із нових для них джерел;

▪ *професійне керування*. Професійні управляючі взаємних фондів постійно аналізують, які цінні папери купувати-продавати, ведуть активну торгівлю ними з метою збільшення доходу і тим самим впливають на ринкову активність, сприяють стабілізації ринку. Це вигідно відрізняє їх від дрібних інвесторів, які небезпечні для ринку, оскільки, як правило, керуються чутками, неперевіреною інформацією;

▪ *ліквідність*. Акції, які випускають інвестиційні фонди, вільно продаються та купуються на ринку без будь-яких обмежень. При виході із фонду інвестор отримує назад свої гроші і дохід протягом декількох днів;

▪ *зручність*. Учасник фонду має постійне право на частку в доході фонду не залежно від строку, протягом якого він є власником акцій;

- *пільгове оподаткування.* У деяких країнах інвестиційні фонди звільняються від оподаткування, використовуються схеми податкових кредитів, податкова відстрочка, коли робітник вкладає частку своїх доходів у фонд, яка до виходу на пенсію звільняється від оподаткування тощо;
- *жорсткий контроль та регулювання діяльності фондів.* Це здійснюється за допомогою державних регулюючих органів, організацій, що саморегулюються, які ставлять великі вимоги щодо стандартів роботи фондів та здійснюють функції нагляду. Взаємні фонди повинні мати ліцензію та нести відповідальність за всі свої дії [15, с. 338].

16.2.2. Активне та пасивне міжнародне портфельне управління

Міжнародне портфельне управління може здійснюватись на основі пасивного або активного підходів.

Теоретичною основою пасивного управління є гіпотеза про ринкову ефективність. Вважається, що коли вартість цінних паперів була встановлена на ринку з урахуванням всієї доступної інформації, і ринок раціонально прореагував на цю інформацію, то управління повинно орієнтуватись на ринок, тобто будуватись на основі індексного методу інвестицій. Це означає, що менеджер портфеля може інвестувати весь портфель або значну частину в ринковий (фондовий) індекс або в набір цінних паперів, прогнозована динаміка яких багато в чому відповідає ринковому індексу (Standard and Poor 500, Nikkei 225, Financial Times All Shore Index, індекс Доу-Джонса та ін.).

Пасивне управління розуміється як розміщення портфельних коштів на провідних 20–25 національних фондових ринках пропорційно до ваги цих ринків у світовому ринковому індексі. Необхідна лише інформація про частки світової ринкової капіталізації в кожному компоненті індексу.

Активне управління вимагає складання значної кількості прогнозів і аналізу. Необхідним є відбір фондових ринків і диверсифікація їх. Ринкам з найкращими характеристиками присвоюється найбільша вагомість у портфелі. Потім відбираються акції в конкретних секторах промисловості. Для цього потрібен значний обсяг інформаційних прогнозів.

16.3. Чинна капітальна політика

Чинна капітальна політика — це управління активами і пасивами міжнародної фірми на короткостроковий період, тобто управління оборотним капіталом.

Управління оборотним капіталом включає в себе управління:

- 1) грошовою готівкою;
- 2) рахунками до отримання і рахунками до сплати;
- 3) матеріально-технічними запасами;
- 4) короткостроковими запозиченнями.

16.3.1. Управління грошовою готівкою

Цикл руху грошової готівки охоплює отримання готівки від продажу продукції і оплату готівкою чинників виробництва. Управління цим рухом є одним з найбільш важливих аспектів чинної капітальної політики. Фінансовий менеджер ТНК повинен: 1) визначити корпоративні і місцеві потреби в готівці; 2) переконатись, що готівка спроможна гарантувати зобов'язання в твердій валюті; 3) мінімізувати «надлишок» готівки і якомога швидше і прибутковіше вкласти готівку, якщо темпи оборотності готівки і ринкова безпека відносно низькі; 4) спрямувати зусилля на пришвидшення отримання готівки і на уповільнення її витрачання.

Приймати рішення з цих питань міжнародному фінансовому менеджменту доводиться як в межах систем грошових платежів окремих країн, так і між цими країнами. При цьому контроль і регулювання міжнародних грошових операцій повинні проводитися у взаємозв'язку з іншими питаннями прийняття фінансових рішень. Насамперед — з інвестиційною політикою.

Процес контролю і регулювання грошових операцій буває суперечливим. Наприклад, для того, щоб бути впевненим, що в касі завжди є необхідна валюта, вимагається зводити баланс відповідних розмірів. При цьому прийняття рішення менеджером знаходиться під сильним впливом його вміння або невміння пристосуватись до ризику. Так, неналаштованість до стратегічного ризику тягне за собою утримання великого залишку готівки або цінних паперів в різних валютах на випадок необхідності здійснення платежів. Це — консервативна стратегія. Вона дає впевненість, що в разі необхідності кошти справді будуть в наявності. Але ця впевненість буде досягнута за рахунок того, що менеджер зв'яже кошти, котрі можуть бути вкладені прибутково. Такий підхід виражений в тезі «низький ризик, мала оборотність».

Інша ситуація: енергійний менеджер, що здійснює контроль і регулювання грошових операцій, може мати дуже маленький залишок готівки в цінних паперах і більше коштів вкладати у справу. Це — енергійний підхід, спрямований на прибуткове вкладання коштів. Але цей

підхід підстерігає декілька ризиків. Якщо зростає потреба в готівці, то менеджеру доведеться брати кредит з невідомою ставкою відсотка. Менеджер бере на себе також ризик, пов'язаний з валютним ризиком. Такий підхід може бути названий «високий ризик, велика оборотність».

Прагнення фінансового менеджера пришвидшити приплив готівки і уповільнити її відплив особливо небезпечно для міжнародної фірми через ризик коливань валютного курсу і високого рівня інфляції, в результаті якої відбувається знецінення валют. Якщо відбувається затримка коштів, виручених від операцій в країнах з швидким знеціненням валют, вартість цих коштів в національній валюті різко падає.

За інших умов практика енергійного менеджера з контролю і регулювання грошових операцій призводить до хороших результатів.

Ефективність чинної капітальної політики міжнародних і транснаціональних фірм залежить ще від двох обставин: швидкості переведення коштів з банку в одній країні до банку в іншій країні і ступеня централізації грошових операцій. За звичайним телеграфним переказом операція займає від одного до двох робочих днів. Всесвітня міжбанківська система СВІФТ дає змогу здійснити операцію переказу протягом хвилин.

Чинна капітальна політика ТНК, як правило, керується централізовано. Відсутність централізації призводить до надлишкових витрат і ризику. Типовим методом централізації управління, контролю й регулювання грошових операцій є використання накопичуваних рахунків.

Припустимо, що фірма здійснює свою діяльність в Чикаго, Лондоні і Мюнхені. Фінансові менеджери в кожному регіоні аналізують стан їх готівки на певне число. Аналіз дає такий прогноз обігу готівки, наведений у табл. 16.1 (млн дол.):

Таблиця 16.1

ПРОГНОЗ ОБІГУ ГОТІВКИ

Показники	Чикаго	Лондон	Мюнхен
Очікуване надходження	2,0	3,6	1,7
Очікувані витрати	2,3	3,4	1,8
Надлишок або дефіцит	-0,3	+0,2	-0,1

За централізованої системи чинної капітальної політики чиказькі і мюнхенські операції потребують позики загальним обсягом 400000 дол. для покриття очікуваного дефіциту, в той час як лондонські операції дадуть надлишок в 200000 дол.

При використанні системи накопичуваного рахунку на даний день потрібна позика в розмірі 200000 дол. Внаслідок цього, по-перше, будуть зменшені витрати на відсотки за позикою, оскільки ставки, за котрими фірма може позичити гроші, вищі, аніж ставки за власними вкладками; по-друге, оскільки материнська фірма звичайно більш відома на кредитних ринках, позики можуть бути надані за преференційними (пільговими) ставками.

За централізованої системи контролю і регулювання грошовими операціями рух готівки підпорядкований інтересам корпорації в цілому. ТНК функціонує як система джерел грошових коштів користувачів цих коштів і фінансових координаторів. Джерелами грошових коштів виступають філії, в яких обмежені інвестиційні вимоги, але великий обсяг продажів і надходжень готівкових коштів. Користувачами грошових коштів виступають філії, котрі пред'являють значні інвестиційні вимоги, але мають обмежені обсяги продаж і потоків готівкових коштів. Це, звичайно, більш «молоді» і такі, що швидко розвиваються, підрозділи. Фінансові координатори покликані оптимізувати вкладення готівкових коштів, сприяти уникненню валютних збитків, забезпечити взаємозв'язок з банками тощо.

Багато великих ТНК проводять операції з міжнародними потоками готівки через єдиний централізований депозитарій. Усі філії і відділення таких корпорацій проводять транснаціональні операції з готівкою лише через такий депозитарій. Розташовуються вони у великих міжнародних фінансових центрах, а також у таких, де дозволяється проводити валютні обміни, є добрі засоби зв'язку і банківські послуги, оподаткування здійснюється за мінімальними ставками і т. ін.

Основною перевагою користування централізованим депозитарієм є можливість здійснення багатостороннього нетингу на міжнародному рівні. Нетинг — це взаємна компенсація зобов'язань і активів між підприємствами ТНК.

ТНК засновують в центральному бюро клірингові рахунки. Філії з мінусовою нетто-позицією переміщує кошти на центральний кліринговий рахунок, а керуючий кліринговим рахунком переводить потім ці кошти філіям з плюсовою нетто-позицією. Нетто-позиція відображає різницю між рахунками дебіторів і розрахунками з початальниками і кредиторами. Керуючий кліринговим рахунком щомісячно отримує інформацію по всіх операціях і розраховує нетто-позицію кожної філії. Потім він організує процес остаточного розрахунку.

Розглянемо на прикладі процес багатостороннього нетирування (табл. 16.2, рис. 16.1).

Таблиця 16.2

НЕТТО-ПОЗИЦІЇ ФІЛІЙ (в дол. США)

Країни	Рахунки дебіторів	Рахунки з постачальниками і кредиторами	Нетто-позиція
Франція	250.000	350.000	(100.000)
Німеччина	250.000	100.000	150.000
Італія	150.000	300.000	(150.000)
Великобританія	300.000	200.000	100.000



Рис. 16.1. Централізований нетинг (в дол. США)

Багатосторонній нетинг дозволяє фірмам знижувати інтенсивність потоків грошової готівки, швидше й ефективніше переміщувати її, скорочувати витрати на валютну конвертацію, комісійні і збори, сплачувані за переміщення готівки, що зумовлене переміщенням більших сум і зниженням числа операцій.

Деякі великі промислові країни, наприклад, Франція та Італія, забороняють або обмежують міжнародний нетинг, щоб додатково субсидувати свої національні банківські системи за рахунок збільшення міжнародних потоків готівки, які проходять через них.

16.3.2. Управління рахунками до отримання і рахунками до сплати

Управління рахунками до отримання і рахунками до сплати¹, котре зводиться до знаходження оптимального співвідношення між вартістю

¹ Рахунки до отримання — запис в балансовому звіті про активи, котрий відображає кількість грошових коштів, яку клієнти компанії винні їй. Рахунки до сплати — запис в балансовому звіті, що відображає кількість грошових коштів, котру компанія винна поставникам товарів і послуг.

рахунків до сплати як фінансовою операцією для покупця і збільшенням продаж постачальником при використанні рахунків до отримання. При веденні міжнародного бізнесу управління цими рахунками утруднене через постійні зміни валютних курсів і можливості введення обмежень на грошові перекази.

У випадку невеликих або нерегулярних фінансових угод при управлінні ними використовується акредитивна система. Однак ця система достатньо складна і коштовна. Відтак при здійсненні великих або періодично повторюваних угод, для уникнення ризику, рахунки до отримання використовують в якості застави для отримання банківських позик або продають їх, тобто здійснюють операцію факторингу. Факторинг може здійснюватись з правом регресу (відшкодування збитків фінансової організації, яка купила рахунки, компанією, яка продала їх) і без нього. Факторинг зарубіжних рахунків до отримання звичайно здійснюється без права регресу. Факторинг зарубіжних рахунків більш ризикований, ніж операція з національними рахунками, а тому фінансові інститути, що займаються факторингом, призначають на ці операції більш високий дисконт (обліковий відсоток).

Для уникнення кредитного ризику при здійсненні міжнародних торговельних угод використовується зустрічна торгівля в таких формах як:

- 1) бартер — угода купівлі-продажу у формі безпосереднього обміну одного товару на інший;
- 2) компенсаційні угоди, за якими експортер засобів виробництва погоджується на компенсацію за поставлені засоби виробництва товарами, котрі будуть вироблені з їх допомогою;
- 3) угода про зустрічні купівлі, які передбачають компенсаційне погашення продукцією, не пов'язаною з поставленими засобами виробництва;
- 4) заміщення — угода, за якою передбачається, що продукція повинна складатись з використанням компонентів, виготовлених в країні придбання.

16.3.3. Управління матеріально-технічними запасами

При управлінні матеріально-технічними запасами міжнародний фінансовий менеджмент також стикається із завданням подолання ускладнень, що викликаються непередбаченими коливаннями обмінних курсів і цін, обмеженнями грошових переказів, квотами, тарифами тощо. Для контролю над цінами на сировину та її транспортування можуть бути використані ф'ючерсні контракти й опціони. Міжнародні компанії часто здійснюють попередні закупівлі і накопичення запасів. В період

низького попиту фірма може збільшити запаси імпортованих готових товарів і сировини і витратити їх при підвищенні попиту на них.

Вплив обмежень на міжнародні грошові перекази, а також різниця у величині ставок податків на прибуток корпорацій у різних країнах можуть бути усунені або пом'якшені шляхом використання трансфертних платежів, тобто оплат всередині самої корпорації між підприємствами, що входять до неї, за продукцію, котру вони постачають одне одному.

Зміни цін при взаєморозрахунках між філіями і дочірніми компаніями однієї і тієї ж корпорації, а також підвищення ставок відрахувань цих підрозділів на утримання апарату центрального керівництва робляться для того, щоб сумарні прибутки корпорації збільшувалися.

І нарешті, корпорації багатьох промислово розвинутих країн використовують зони вільної торгівлі для накопичення запасів з тим, щоб відстрочити сплату імпортних зборів і податків і здійснити експорт їх тоді, коли ринкові умови будуть більш сприятливими.

16.4. Транснаціональне фінансування

Одним із завдань фінансового менеджменту ТНК є вилучення коштів для фінансування зарубіжних філій.

Фінансування ТНК залежно від мети може бути короткостроковим або довгостроковим [5, с. 749; 15, с.334].

16.4.1 . Короткострокове фінансування зарубіжних філій ТНК

Метою короткострокового фінансування є поповнення оборотного капіталу, виконання поточних зобов'язань.

Джерела короткострокового фінансування поділяються на внутрішні та зовнішні.

Внутрішніми джерелами є нерозподілений прибуток та амортизація. Їх перерозподіл всередині фірми здійснюється за допомогою внутрішньофірмових міжнародних позик. Таким чином, внутрішньофірмове короткострокове фінансування — це взаємонадання валютних позик різними підрозділами компанії, надання інвалютних кредитів материнською компанією дочірнім фірмам та навпаки.

Внутрішньофірмові міжнародні позики надаються у формі:

- прямого міжнародного фірмового кредиту. Материнська компанія надає тимчасово вільні грошові кошти дочірній компанії, що оформлюється простим векселем;

- компенсаційного внутрішньофірмового кредиту. Материнська компанія покладає цільові фонди на строковий депозит у міжнародний банк своєї країни, який використовує свій філіал за кордоном для перекредитування отриманих коштів дочірній компанії в іншій країні;

- паралельний внутрішньофірмовий кредит, тобто учасники угоди надають один одному позики у валюті своєї країни на обумовлений період часу.

Зовнішніми джерелами короткострокового фінансування є банківське фінансування та одержання коштів за допомогою ринку цінних паперів. Банківське фінансування здійснюється в таких видах:

- кредитна лінія. Це — кредитна умова між банком та його клієнтом, яка містить обіцянку банку щодо надання клієнту визначеної суми коштів до деякого ліміту протягом визначеного строку;

- револьверний кредит. Це — кредитні лінії, які відновлюються протягом тривалого періоду часу, юридично формалізовані контракти;

- строкова позика. Це — прямий, незабезпечений кредит на строк, який не перевищує 90 днів. Він оформлюється у вигляді простого векселя;

- овердрафт. При наданні овердрафту банк здійснює списання коштів з рахунку клієнта у розмірах, більших ніж залишки на його рахунку, відкриваючи таким чином кредит.

Банківське фінансування може здійснюватися в національній та іноземній валютах. Відповідно розрізняють національне, іноземне та євровалютне фінансування (єврокредити). Фінансовий менеджер вирішує, застосування якої валюти у даний момент і на даному ринку є найефективнішим з точки зору ризику втрат, до якого рівня валютний ризик повинен покриватися форвардними контрактами, угодами «своп» та який повинен бути оптимальний портфель інвалютних активів, тобто, яку кількість коштів і в яких валютах необхідно мати компанії на даний момент.

Фінансування з використання інструментів ринку цінних паперів включає випуск комерційних паперів, які являють собою прості векселя компанії. Прості векселя, які емітуються компанією, є незабезпеченими, знаходяться в обігу від 30 до 90 днів, їх номінал складає величину, від 100 тис дол. до 1 млн дол. США. Розрізняють іноземні, євровалютні комерційні цінні папери та євроноти (корткострокові цінні папери, випущені та гарантовані банком).

Перевагою комерційних паперів є те, що відсоткова ставка по ним, як правило, нижче ставки по першокласним кредитам.

16.4.2. Довгострокове фінансування зарубіжних філій ТНК

Метою довгострокового кредитування є одержання грошових коштів для фінансування довгострокових інвестиційних та інших проектів фірми, формування доходного довгострокового портфеля цінних паперів, що призводить до зростання ринкової вартості компанії, зростанню акціонерного капіталу.

За джерелами довгострокове фінансування поділяється на внутрішнє та зовнішнє.

Внутрішні джерела фінансування компанії — це накопичені чисті грошові потоки, які виникають при здійсненні міжнародних операцій. Їх основою є нерозподілений прибуток та накопичена амортизація.

Чисті грошові потоки компанії (NCF) розраховуються за формулою:

$$NCF = NP - DIV + A_m, \quad (16.4)$$

де NP — чистий прибуток компанії;

DIV — виплачені дивіденди;

A_m — амортизація;

$$NP = TR - OC - IP - T, \quad (16.5)$$

де TR — загальна грошова виручка від операцій;

OC — операційні витрати;

IP — відсоткові платежі;

T — податки.

Основними джерелами зовнішнього довгострокового фінансування є:

- банківське фінансування у вигляді банківського кредиту та у формі покупки банками довгострокових цінних паперів компанії, які не надходять у відкритий продаж, а розміщуються у приватному порядку серед крупних інвесторів. Банківське кредитування виступає, як правило, у вигляді синдикованих єврокредитів, але роль цього джерела фінансування знижується через більшу привабливість фінансування за допомогою цінних паперів;

- залучення коштів за рахунок емісії акцій та облігацій. Небанківське фінансування передбачає використання іноземних облігацій, єврооблігацій та євроакцій.

Вирішуючи завдання довгострокового фінансування ТНК, фінансовий менеджер повинен з'ясувати:

- який вид фінансування найкращий для компанії: фінансування інвестицій в сильній валюті за низькими відсотковими ставками або в слабкій валюті, але з високою відсотковою ставкою;

- як можна акумулювати кредити, які одержуються у різних валютах таким чином, щоб зменшити або виключити валютний ризик;
- до якого рівня багатовалютний кредит ефективно піддається ризик-менеджменту.

Таким чином, завдання міжнародного фінансового менеджера щодо питань довгострокового фінансування зводиться до мінімізації відсоткових ставок з урахуванням конкретного рівня ризику.

На вибір джерела фінансування ТНК впливають такі чинники:

- потреба в збереженні або посиленні контролю за дочірньою компанією;
- потреба в отриманні від філій регулярних припливів фінансових коштів;
- вибір об'єктів фінансування (основний або оборотний капітал);
- прагнення мінімізувати суми всіх податків, сплачуваних у світовому масштабі;
- розвиток ділового співробітництва з національними і міжнародними фінансовими установами;
- зміна відсоткових ставок валютних курсів та інших витрат фінансування, котрі ТНК може розглядати як джерела фінансування;
- прагнення мінімізувати валютні, фінансові та політичні ризики.

16.5. Фінансування міжнародної торгівлі

16.5.1. Методи фінансування експорту та імпорту

Фінансування (кредитування) міжнародної торгівлі є важливим елементом економічного розвитку країни, оскільки кредит, як і якість товару та його ціна, виступають важливим засобом конкурентної боротьби на світовому ринку. Фінансування експортно-імпортних операцій полегшує можливість збуту товару для експортера та придбання товару для імпортера. Зовнішньоторговельні угоди фінансують банки, держава, експортери, імпортери, кредитно-фінансові організації.

Класифікаційними ознаками фінансування торгівлі є:

1) стадія виробництва товару, який фінансуватиметься, тобто:

- виготовлення товару для експортера;
- складування товару в країні експортера;
- транспортування товару;
- зберігання на складі в країні імпортера;
- реалізація товару;
- використання товару в процесі виробництва та його амортизації;

2) термін користування кредитом, тобто фінансування може бути:

- короткостроковим (фінансування оборотного капіталу);
- середньостроковим;
- довгостроковим.

Фінансування експорту — це різні способи отримання експортером фінансових коштів від різних фінансових установ до одержання платежу від імпортера.

При фінансуванні експорту використовуються всі форми кредитів, які при внутрішній торгівлі, а також інші форми фінансування, як і пов'язанні з наданими імпортеру умовами платежу [17, с.419]. Таким чином, до форм фінансування експорту відносяться:

- кредитне фінансування, яке включає грошовий кредит (коротко- та довгостроковий) та відкриття кредитної лінії (гарантії, акцептний кредит);
- передавання вимог (форфейтинг та факторинг).

Фінансування може бути одержано звичайними (традиційними) методами банківського фінансування або нетрадиційними методами.

При *короткостроковому фінансуванні експорту*, традиційними методами є:

- незабезпечений овердрафт в національній або в іноземній валюті. Імовірність кредитування в національній валюті збільшується, якщо експортер має поліс по страхуванню експортного кредиту для зменшення ризику втрат у випадку відмови імпортера від платежу;

- акредитив з авансом. Він використовується, якщо необхідно фінансувати експортера перед відвантаженням товару;

- аванси під інкасо. Банк надає їх експортеру, коли останній прохає банк провести інкасо від його імені. Розмір авансу визначається у кожному конкретному випадку у залежності від величини кредитного ризику. Як правило, він складає 80-85% суми тратти;

- урахування або купівля векселів/чеків банком. Таке фінансування оборотного капіталу здійснюється у випадку, якщо експортер продає свої товари на умовах відкритого рахунку, інкасо або документарного акредитиву з акцептом тратт. Клієнт негайно одержує кредит за свої експортні борги, однак повинен надати в банк заставний лист, в якому він заставляє банку всі векселя в якості забезпечення;

- акцептні кредитні лінії, які являють собою угоду, згідно з якою банк згоден акцептувати векселя, які виписані експортером, під забезпечення у вигляді торгового векселя. Строк оплати торгового векселя повинен бути ранішим або співпадати зі строком погашення позичкового векселя, який акцептований банком. Перевагами акцептних кредитів є те, що облік векселів здійснюється за більш низькою обліковою ставкою, ніж ставка для обліку торгових векселів. Тому акцептні кредитні

лінії є дешевими джерелами короткострокового фінансування. Недоліком даного методу фінансування є значна сума акцептного кредиту — не менше 1 млн дол., а також право регресу до експортера з боку банка;

- аванси покупця. Імпортер погоджується сплатити частку вартості товару (іноді 100%) до його фактичної доставки. Авансові платежі, як правило, становлять 10-30% суми контракту.

Нетрадиційними методами короткострокового фінансування є експортний факторинг, кредити експортних посередників, фінансування через комісійні фірми.

При *середньостроковому фінансуванні експорту* використовуються банківські позики в національній та іноземній валюті, кредити, які гарантуються спеціальною державною установою. До нетрадиційних методів фінансування відносять форфейтинг, зустрічну торгівлю, операції міжнародних кредитних союзів.

Міжнародний кредитний союз — це асоціація фінансових компаній або банків у різних країнах, які укладають взаємні угоди щодо надання фінансування з частковими платежами. Коли іноземний покупець бажає оплатити товари, що імпортуються, шляхом виконання часткових платежів, експортер може звернутися до члена кредитного союзу у своїй країні, який дасть розпорядження про надання фінансування через члена кредитного союзу у країні імпортера. Експортер одержить негайну оплату без регресу до нього. Імпортер одержить фінансування частковими платежами.

Довгострокове фінансування експорту передбачає випуск акцій та облігацій, кредит покупцю, проектне фінансування.

Кредити покупцю здійснюються банком, який обслуговує експортера. Він надається банком країни-продавця безпосередньо покупцю або його банку на суму укладеного контракту. Формами такого кредиту є кредити за окремими контрактами на постачання машин, обладнання; кредитні лінії; кредити на споруду цілих об'єктів з постачанням обладнання та наданням будівельних, монтажних послуг. Договірні відносини між учасниками угоди, яка базується на кредиті покупцю, оформлюється такими угодами: контрактом між експортером та імпортером, кредитною угодою між банком, який надає кредит, та позичальником (банком імпортера); гарантією, яка надається страховою установою банку, що кредитує. Такий кредит становить 80-85% контрактної ціни.

Під проектним фінансуванням розуміють усі види великих довгострокових кредитів на реалізацію крупного проекту у галузі будівництва, добування сировини, розвитку інфраструктури або комунікації.

Нетрадиційним методом довгострокового фінансування є лізинг.

Фінансування імпорту — це різні способи одержання позики імпортером від фінансових установ для виконання платежу експортеру у

випадку, коли у нього (покупця) виникає проблема з нестачею готівкових коштів [17, с.427].

Джерела фінансування для імпортерів в основному аналогічні джерелам фінансування для експортерів, а способи фінансування включають:

- банківський овердрафт у національній чи іноземній валюті;
- позику в національній чи іноземній валюті;
- розрахунки за допомогою акцептного акредитиву та акредитиву з розстрочкою платежу, компенсаційного акредитиву;
- фінансування кредиту покупцеві, гарантоване державною установою;
- банківський акцепт (акцептний кредит). Експортер виставляє тратту для акцепту не на імпортера, а на банк імпортера. Формально кредит надає експортер, але акцептантом є банк, що змінює взаємовідносини між сторонами.

До нетрадиційних методів фінансування імпорту відносяться лізинг, форфейтинг, зустрічна торгівля, фінансування за посередництвом комісійної фірми.

16.5.2. Державне сприяння експортній діяльності

Інститути державної підтримки експорту поділяються на дві групи: ті, які надають фінансові ресурси, й ті, які надають гарантії й страхові поліси, під які кредитує іноземний банк [17, с.429].

Для надання фінансової підтримки розвитку експортно-імпоротної діяльності країни більшість урядів ініціювали створення спеціалізованих банків, установ, до основних функцій яких відносяться:

- короткострокове та довгострокове кредитування експортерів;
- гарантування та страхування експортних кредитів;
- довгострокове кредитування іноземних урядів та фірм.

Ці банки надають кредити іноземним покупцям товарів певної країни на вигідніших умовах, ніж інші організації. Найважливішою умовою надання таких кредитів є гарантії урядів країн-позичальників. Такі банківські кредити більшою мірою підлягають регулюванню та контролю з боку держави. Хоча кредитні угоди укладаються між банками, санкціонуються вони урядами країн і в багатьох випадках є частиною міжурядових угод. Тому умови цих кредитів відрізняються від умов звичайних комерційних кредитів. Це цільові (експортні) кредити, які можуть використовуватися лише для закупівлі товару в країні кредитора, а не кредити на загальнокорпоративні цілі.

Функціонування спеціалізованих банків, як правило, підпорядковане тенденціям економічного розвитку. Проілюструвати їхню діяльність можна на прикладі головних торговельних країн.

У **Сполучених Штатах Америки** фінансуванням зовнішньої торгівлі, крім комерційних банків, займається експортно-імпортний банк США, (Export-Import Bank, Eximbank). Це корпорація, яка знаходиться в повному володінні уряду США. Банк виконує такі функції:

- надання прямих кредитів експортерам та імпортерам;
- сприяння комерційним банком та іншим фінансовим установам, які забезпечують експортні продажі;
- страхування експортних кредитів і надання гарантій.

Забезпечення Ексімбанком короткострокових (до 180 днів) експортних продажів ґрунтується на програмі страхування експорту, яка здійснюється разом з Асоціацією страхування іноземних кредитів (FCIA), в якій приймають участь понад 50 провідних страхових компаній США. Ця Асоціація проводить короткострокову та довгострокову політику щодо покриття комерційних та політичних ризиків. Страхове покриття надається в розмірі 90% або 100% загальної суми кредиту експортера чи імпортера.

З Ексімбанком по прямих кредитних операціях тісно співробітничає Приватна експортна корпорація (Private Export Funding Corporation, PFCO). Їй належить пайова участь у понад 60 банках і промислових компаніях, а також власне інвестиційне бюро. Метою PFCO є створення для американських фірм додаткового джерела фінансування експортних угод. Усі кредити PFCO надаються під гарантію Ексімбанка за основною сумою та за відсотками. Це дозволяє рефінансувати кредити на ринку довгострокових позичкових капіталів. За рахунок середньо- та довгострокових кредитів фінансується придбання іноземними покупцями товарів та послуг, які виробляються або надаються США (наприклад, енергетичні заводи, промислові споруди, залізничне обладнання тощо).

Ексімбанк та PFCO запропонують такі програми фінансування експорту:

- довгостроковим експортним угодам надаються прямі кредити іноземним банкам (банкам імпортера) і фінансується до 61% суми контракта. Якщо у фінансуванні приймає участь експортер, то квота фінансування збільшується на 10%;
- по середньостроковому фінансуванню Ексімбанк може виплачувати субвенцію експортеру, якщо іноземним конкурентам також запропоновується субвенційне фінансування.

Ексімбанк видає приватним банкам гарантію (вартість — 0,5% річних) по наданому експортному кредиту. Частина кредиту, яка видана комерційним банком, повертається в першу чергу, тому участь у фінансуванні експортера не має ризику.

Щорічно Ексімбанк забезпечує фінансування експортних угод на суму майже 13 млрд дол. Особлива увага приділяється малим підпри-

ємствам США, підтримка яких становить близько 2 млрд дол. [6, с.457, 899].

В **Японії** фінансуванням зовнішньої торгівлі займається Ексімбанк (фінансовий інститут японського уряду) разом з комерційними банками та торговими домами. Фінансування експорту погоджується з загальною стратегією японського експорту машин та обладнання. Ексімбанк, як правило, фінансує 60-70% суми кредиту за пільговим відсотком, решту суми надають комерційні банки на умовах, що залежать від ситуації на ринку.

У **Великій Британії** підтримка фінансування експортно-імпортних операцій здійснюється через Департамент гарантії експортних кредитів (Exports Credits and Guarantee Department, ECGD). Банк отримує різницю між відсотком по кредиту й ставкою рефінансування через субвенції, які виплачує ECGD. На час виробництва експортного товару ECGD не надає фінансової підтримки. Вона надається лише у виключних випадках, коли період виробництва займає більше ніж один рік і сума контракту перевищує 1 млн фунтів стерлінгів. Комерційним банкам, які видають експортні кредити, ECGD надають гарантії.

Фінансування експорту у **Франції** здійснюється Французьким центральним банком (Banque de France), Французьким банком зовнішньої торгівлі (Banque Francaise du Commerce Exterier, BFCE) та комерційними банками.

Банками надаються короткострокові кредити на ринкових умовах, середньострокові — на умовах, які відповідають угодам ОЕСР (фінансуються як кредити експортерам, так і імпортерам). Довгострокові експортні угоди фінансуються через кредити BFCE підрядчику або рефінансуванням кредиту постачальника в BFCE. BFCE рефінансує себе за допомогою випуску цінних паперів, а різниця між ставкою рефінансування й відсотками за виданими кредитами покривається з коштів державного бюджету. Можуть застосовуватися змішані кредити, тобто спільне кредитування великих проектів кількома кредитними установами — як міжнародними, так і національними. Такі програми фінансування є засобом сприяння експорту національними експортерами. Кредити надаються на строк до 25 років, відсоткові ставки мінімальні за рахунок субвенцій й уряду [17, с.432].

У **Німеччині** більшу частину експортного фінансування здійснюють два спеціальних інститути: Консорціум німецьких комерційних банків «Експорт-кредит» (Ausfuhrkredit GmbH/Frankfurt am Main, АКА), та Кредитна установа для відбудови (Kreditanstalt fuer Wiederaufbau, KfW) [17, с. 432].

АКА надає середньо- та довгострокові кредити для фінансування тільки німецьких експортних угод на основі кредитів із трьох своїх кредитних ліній:

- фонду А, який було створено без державної підтримки. Кредити з цього фонду надаються тільки через банки-учасники Консорціуму;

- фонду В, розміри якого визначають максимальну суму фінансових векселів АКА. Німецький банк ураховує їх по більш низькій ставці, й вони виставляються на основі експортної угоди за посередництвом будь-якого німецького банку;

- фонду С, з якого надаються кредити замовникам постачань, але виплачуються вони експортеру. Ці кредити забезпечуються державними гарантіями й надаються тільки через банки-учасники Консорціуму.

Сума кредиту, який надається АКА залежить від вартості експортного кредиту, який покривається страховкою страхової компанії «Hermes».

KfW фінансує експорт німецьких виробів довгострокового інвестування (споруди, обладнання тощо), телекомунікацій, продукції авіа- та суднобудування, пов'язані з ними інжинірингові послуги, фінансові консультації. Кредит надається на 85% договору замовнику постачання або банку замовника. Обов'язковою умовою є наявність державної гарантії.

KfW видає кредити підприємцю, які фінансуються з власних коштів. Кредити постачальнику надаються через банк-експортер. Відсоткові ставки за кредитами KfW фіксуються в угоді і є незмінними.

В Італії державну фінансову підтримку експортних угод здійснює державний кредитний інститут *Mediocredito Centrale*, який одержує кошти з державного фонду з експорту, державні дотації для покриття збитків, а також кредити на ринку позичкових капіталів під гарантію уряду. Форма підтримки *Mediocredito* залежить від виду експортного кредиту, наявності коштів у банку. Відсотки за кредит низькі. У випадку, коли коштів на фінансування експортної угоди не вистачає, то надається державна субвенція. По низьким відсотковим ставкам фінансується період виробництва експортного товару більш 1 року.

У всіх країнах, де існують спеціальні установи, коштами яких управляє держава, здійснюються послуги щодо державного страхування експортних кредитів (друга група інститутів державної підтримки експорту). Як правило, страхуються такі види ризиків: зовнішньополітичний ризик; ризик введення заборони на переказ коштів, включаючи ризик мораторію; валютний ризик; кредитний ризик, якщо замовник або боржник є державною установою.

Це забезпечує прийнятний рівень прибутковості коштів для банків-кредиторів з урахуванням стандартів та вимог ОЕСР. До цієї групи інститутів відносяться Експортні Кредитні Агентства, ЕКА (Export Credit Agencies).

Отже, ЕКА — це прийнята в міжнародній практиці загальна назва установ (окремих страхових агентств, банків або департаментів міністерств), які впроваджують державну політику підтримки експорту шляхом здійснення страхування експортних, політичних та комерційних ризиків та надання гарантій.

На сьогоднішній день ЕКА функціонують в більш, ніж 70 країнах світу, у тому числі в Німеччині (Hermes), Іспанії (CESCE), Чехії (EGAP), Польщі (KUKE), Франції (COFACE), Угорщині (MENIB), США (US Ex-Im), Італії (SACE) тощо. Іноді ці функції виконують Національні Банки Розвитку.

Внаслідок страхування експортних кредитів за допомогою ЕКА, банк, який обслуговує виробника продукції, отримує зниження ризиків. Відповідно пом'якшуються умови кредиту: терміни збільшуються, відсоткова ставка знижується.

Фінансування під гарантії ЕКА здійснюється за двома схемами. Згідно з першою схемою, кредит надається вітчизняному банку для фінансування цільового контракту вітчизняного імпортера. Вітчизняний банк укладає індивідуальну кредитну угоду з іноземним банком, відповідно з умовами якої кредит надається вітчизняному банку під гарантію ЕКА. Цей кредит носить виключно цільовий характер і банк не одержує ці гроші, оскільки кошти одержує безпосередньо експортер-виробник обладнання. Тобто іноземний банк оплачує контракт постачання, а вітчизняний банк повинен погасити кредитну заборгованість. Вітчизняний банк, у свою чергу, укладає кредитну угоду з підприємством. Згідно з другою схемою, іноземний банк-кредитор надає прямий кредит вітчизняному імпортеру під гарантії вітчизняного банку. Таким чином, у першому випадку позичальником є вітчизняний банк, а у другому — вітчизняне підприємство. Конкретний вибір схеми залежить від того, хто (банк чи підприємство-імпортер), заслуговує більше довіри у банка, що фінансує, та у Експортного Кредитного Агентства. Головною умовою одержання гарантій ЕКА для банка — це наявність у нього клієнта з великим контрактом на імпорт обладнання. Для банків, з якими ЕКА вже має позитивний досвід роботи, формальності зводяться до мінімуму. Для того, щоб одержати схвалення ЕКА, вітчизняний банк повинен відповідати стандартним вимогам;

- наявність фінансової звітності по міжнародним стандартам та міжнародного аудита за останні три роки;

- додержання основних нормативів, які встановлені Центральним банком;
- відповідна структура акціонерного капіталу й структура власників;
- відповідна економічна місія банку-гаранта в країні, наявність стратегії розвитку;
- наявність у банку рейтингів міжнародних рейтингових агентств.

Крім стандартних вимог у ЕКА є додаткові правила. Так, «за правилами» ЕКА повинні обслуговувати експорт промислового технологічного обладнання. Однак іноді вони надають гарантії по кредитах підприємствам для закупівлі напівфабрикатів (наприклад, хімічної сировини, яка не виробляється в країні); за іншим правилом, обсяг гарантій ЕКА не повинен перевищувати 50% власного капіталу вітчизняного банку.

Умови фінансування під страхове покриття ЕКА є стандартними і відповідають вимогам ОЕСР:

- *термін*: від 1 до 5 років, у виняткових випадках до 8,5 років (залежно від предмету поставок і згоди банка-кредитора);
- *валюта*: долари США, євро та інші валюти залежно від валюти контракту і згоди банка-кредитора;
- *кредит покриває*: до 85% вартості зовнішньоторговельного контракту і згоди банка-кредитора;
- *авансовий платіж*: до 15% вартості зовнішньоторговельного контракту сплачується імпортером на користь експортера за умовами контракту;
- *відсоткова ставка*: узгоджується з кредитором по кожному проекту окремо (рівень ставки залежатиме від кредитного рейтингу позичальника та кредитного проекту);
- *додаткові витрати*: комісія за зобов'язання (близько 0,5% річних), комісія за організацію/управління (разова, складає близько 0,5% від суми кредиту), юридичні витрати (можливі, але не обов'язкові).
- *страхова премія*: її розмір встановлюється ЕКА країни-кредитора і залежить від країни імпортера, суми кредиту, терміну кредиту, предмета контракту тощо. Сплата страхової премії може бути здійснена за рахунок кредиту (повністю або частково), імпортером або за погодженням спільно з експортером.

16.6. Дивідендна політика корпорації

Дивідендна політика корпорації прямо пов'язана, з одного боку, з політикою фінансування її діяльності, з другого — з оцінкою акціонерами діяльності фірми з тим, щоб визначити як дивідендні виплати впливають на добробут акціонерів і на вартість фірми.

Одним з джерел фінансування корпорації є рефінансований прибуток. Оскільки відсоток прибутку, виплачуваний акціонерам готівкою у вигляді дивіденду, (показник дивідендного виходу) зменшує обсяг рефінансованого прибутку, вирішення про виплату дивідендів є в той же час рішенням про фінансування. Рефінансування прибутку визначає можливість розподілу прибутку (як за величиною, так і за строками) між акціонерами у формі дивідендів.

Як же можуть бути погоджені інвестиційні рішення з рішеннями про виплату дивідендів в інтересах акціонерів і зміцнення становища фірми на фінансових ринках?

Існує дві точки зору з приводу дивідендної політики корпорації: 1) пасивна роль дивідендної політики в забезпеченні добробуту акціонерів і впливу на вартість фірми і 2) активна роль дивідендної політики.

16.6.1. Пасивна та активна дивідендна політика

При пасивній ролі дивідендів, показник дивідендного виходу не впливає на добробут акціонерів і вартість фірми. Якщо дивідендна політика розглядається тільки як рішення про фінансування, то виплаті дивідендів відводиться місце пасивного залишку. Величина дивідендного виходу буде змінюватися від періоду до періоду відповідно з коливанням кількості прийнятних з точки зору фірми інвестиційних проєктів. Якщо у фірми буде багато можливостей для інвестування, то дивідендний вихід можливо буде дорівнювати 0. І навпаки, якщо фірма не має можливостей для вигідного вкладення коштів, то дивідендний вихід може дорівнювати 100%. Таким чином, значення дивідендного виходу залежить від сприятливих можливостей для інвестування коштів і може коливатись від 0 до 100%.

Згідно з першою точкою зору, інвестори самі своїми діями самостійно приймають рішення про свої дивіденди. Ці рішення є доскональними заміниками корпоративних дивідендів, тобто дивідендні виплати можуть компенсуватися іншими засобами фінансування. Якщо виплачені дивіденди будуть нижчі очікуваних, акціонери можуть продати частину своїх акцій з метою отримати бажану кількість коштів. Якщо дивіденди перебільшили очікування, то інвестори можуть витратити їх на купівлю нових акцій компанії. Таким чином, інвестори можуть регулювати свій дохід незалежно від дивідендної політики корпорації.

Згідно з другою точкою зору, дивіденди відіграють активну роль. Інвесторам може бути не однаково, чи одержать вони свій дохід у формі дивідендів, чи в формі продажу акцій. Для них дивіденди є

основним критерієм оцінки акцій. Оскільки дивіденди відносяться до різновидності поточного доходу, а перспектива одержання інших доходів з капіталу відсунена в майбутнє, тому виплата дивідендів компанією дає інвесторам відчуття визначеності. За інших рівних обставин вони готові заплатити більш високу ціну за акції, що дають право на отримання поточного дивіденду. Практика дає достатню кількість прикладів того, що інвестори вважають за краще не приймати рішення про дивіденди самостійно, а отримати реальний доход безпосередньо від компанії.

Активна роль дивідендів проявляється і в тому, що в умовах недосконалості ринку фінансової інформації фірми використовують підвищення дивідендів з тим, щоб повідомити як про очікувані зміни в тенденціях зростання рентабельності, так і про те, що вартість акцій не відображає в належній мірі стан справ і перспектив розвитку фірми. Відповідно і вартість акцій може реагувати на цю зміну дивідендів і зрости.

Для того, щоб виплата більш високих дивідендів, ніж це продиктовано обсягом коштів, які залишаються після фінансування прибуткових інвестиційних проектів, була виправдана, необхідно, щоб інвестори віддавали перевагу дивідендам.

16.6.2. Виплата дивідендів

Розробляючи дивідендну політику, корпорація бере до уваги багато різних критеріїв і аналізує ряд чинників, від яких залежить успіх дивідендної політики. Насамперед фінансовий менеджер повинен оцінити фінансові потреби фірми і джерела коштів, проаналізувати чинники, які впливають на стан грошових залишків компанії: можливість довгострокових інвестицій, збільшення запасів і обсягу дебіторської заборгованості тощо. Він повинен включити в аналіз прогнозування можливого ризику і перспектив розвитку фірми на розумне число років і, виходячи з цього, визначити здатність фірми підтримувати стабільний рівень дивідендів і можливість регулярної їх виплати.

Рішення про виплату дивідендів залежить від стану ліквідності компанії і передбачуваного її використання. Чим більша ліквідність фірми, тим вища її здібність виплачувати дивіденди. Якщо запас ліквідності недостатній для виплати дивідендів на очікуваному рівні, фірма повинна знайти можливість отримати позикові кошти: одержати кредит або вийти на ринок капіталу з пакетом своїх облігацій. Чим більше у фірмі можливостей залучити позикові кошти, тим ширші її можливості щодо

виплати дивідендів і менше занепокоєння про вплив, котрий справляє виплата готівкою дивідендів на ліквідність фірми.

Проводячи дивідендну політику, компанія використовує інформаційний ефект дивідендних виплат, вирішуючи питання про те, яку саме інформацію про існуючі дивіденди і про їх зміни вона хотіла би розповсюдити.

Рішення щодо дивідендів не завжди можуть бути достатньо обґрунтовані, але багато керівників корпорацій вважають, що дивідендні виплати впливають на вартість акцій, і будують свою діяльність, надаючи великого значення питанням, пов'язаним з виплатою дивідендів. Фірма може, погоджуючи інтереси нагромадження з виплатою дивідендів в умовах обмеженості коштів, виплатити дивіденди, а на цілі накопичення випустити нові акції. Такий варіант дивідендної політики застосовується досить часто. Однак при цьому фінансовий менеджер повинен стежити за тим, щоб випуск нових акцій як джерело дивідендних виплат не призвів до розмивання контрольного пакету акцій. Це з одного боку. З іншого боку, він повинен мати на увазі можливість перетягування акціонерів конкуруючими фірмами, якщо дивідендний вихід буде зменшений.

Крім відсоткового показника дивідендного виходу, інвесторів цікавить стабільність дивідендів не лише тому, що вони одержують стабільний дохід, а й тому, що, за рівних інших умов, ціна акцій буде вищою, якщо вона забезпечує одержання стабільного поточного дивіденду протягом деякого періоду. Підтримуючи стабільність виплати дивідендів, фірма може впливати на позитивне відношення фондового ринку до її акцій.

Одним з варіантів дивідендної політики може бути виплата дивідендів новими акціями, тобто шляхом передачі акціонерам акцій додаткової емісії. Компанія може вдатися до використання такого варіанту у випадку, якщо вона хоче заощадити гроші, що є в її розпорядженні.

Фірма може збільшити реальний рівень дивідендних виплат акціонерам і залучити нових інвесторів шляхом роздрібнення акцій. Наприклад, компанія може провести роздрібнення акцій у відношенні 2 до 1 і встановити відсоткову ставку на рівні 1,20 дол. на одну акцію. До роздрібнення акціонер, що володіє 100 акціями компанії, за дивідендної ставки 2 дол. на акцію, отримав 200 дол. на рік. Після роздрібнення цей же акціонер став власником 200 акцій і його дивіденди склали 240 дол. на рік.

Оголошення про виплату дивідендів акціями або роздрібнення акцій має інформаційний ефект, котрий полягає в тому, що формується думка про сприятливі прогнози керівництва фірми стосовно стану справ в майбутньому і тягне за собою найчастіше підвищення вартості акцій

компаній, які оголосили про виплату дивідендів акціями або роздрібнення акцій. Але тривалість такого ефекту врешті-решт залежить від реального збільшення прибутку фірми.

Ще одним з елементів дивідендної політики фірми є викуп акцій на вторинному ринку з метою вилучити їх з обігу. Звичайно викуп акцій є сигналом для ринку про низьку оцінку акцій фірми, що спонукає ринок до переоцінки їх вартості. Викуп акцій як один з елементів дивідендної політики особливо зручний в ситуації, коли фірма має значний обсяг коштів, який необхідно розмістити.



ГЛАВА 17

РИЗИКИ В МІЖНАРОДНІЙ ДІЯЛЬНОСТІ ФІРМИ

17.1. Валютний ризик

17.1.1. Сутність та типи валютного ризику

Валютний ризик — це можливість фінансових втрат при здійсненні тих чи інших міжнародних економічних операцій у зв'язку зі зміною ринкових умов і, відповідно, з коливанням ринкових валютних курсів.

Об'єктивною основою валютного ризику є те, що в довгостроковому плані валютні курси залежать від економічного становища різних країн, а в короткостроковому — від рішень державних органів з економічних питань, спекулятивних операцій, чуток і очікувань, політичних подій і, нарешті, від неправильних рішень дилерів.

Операції міжнародного фінансового менеджменту з фінансування міжнародної торгівлі, довгострокового інвестування, поточної капітальної політики, формування пакета цінних паперів, купівлі-продажу іноземної валюти пов'язані з валютним ризиком, що викликається необхідністю конвертації валют і коливанням валютного курсу. Так, експортери потерпають від збитків при зниженні курсу валюти ціни по відношенню до валюти платежу, оскільки вони отримують меншу реальну вартість у порівнянні з контрактною. Для імпортера ризику виникають, якщо підвищується курс валюти ціни по відношенню до валюти платежу.

Колівання валютних курсів для фірм, що здійснюють міжнародну діяльність, є одним з найбільш істотних видів ризику. Хоча валютні курси — це чинник зовнішнього середовища, над яким фінансовий менеджер не владний, проте ефективний фінансовий менеджмент вимагає, щоб менеджер аналізував ризики, пов'язані з коливаннями валютних курсів і, якщо можливо, контролював їх.

Основними елементами оцінювання валютного ризику є визначення виду іноземної валюти, за якою проводяться розрахунки; суми валют; тривалість періоду дії валютного ризику; види валютних розрахунків.

Управління валютним ризиком передбачає проведення його детального аналізу, оцінювання можливих наслідків та вибір методів страхування. Фінансовий менеджер повинен використовувати усі можливі засоби уникнення ризику та контролювання його; проводити низку заходів щодо мінімізації сум імовірних збитків, якщо немає можливості уникнути його повністю; страхувати валютний ризик в разі неможливості його уникнення.

Розрізняють три типи ризиків обмінних курсів:

- перерахований (бухгалтерський);
- операційний;
- економічний.

Перерахований валютний ризик відноситься до операції переведення фінансових звітів компанії з однієї валюти в іншу. Зміна вартості валют впливає на фінансові звіти фірми, котрі відображають її фінансовий стан. Цей ризик виникає у зв'язку з тим, що міжнародні і транснаціональні фірми повинні періодично (не менше одного разу на рік) об'єднувати фінансові звіти своїх філій, розташованих в різних країнах, в єдину групу звітів в національній валюті. Термін «перерахування» використовується для конвертації замовлених вартостей в одній валюті в іншу.

Наприклад, американська фірма, яка володіє філією в Англії, повинна переводити звіт про доходи філії і балансовий звіт, складені в фунтах стерлінгів, — у долари, а потім об'єднати їх з фінансовими звітами про діяльність в США. Для ілюстрації перенесеної незахищеності припустимо, що фірма, яка має мережу готелів американського походження в різних країнах, вирішила розширити свої зарубіжні операції шляхом купівлі лондонського готелю. Купівля відбулася на початку року за ціною в 3,0 млн ф. ст. За чинним валютним курсом 1,5 дол. за 1 фунт, інвестиції фірми становили 4,5 млн дол. На кінець року фірма повинна об'єднати всі фінансові звіти в національній валюті (дол.). Однак, за цей час долар піднявся до 1,3 за 1 фунт. Внаслідок цього узагальнений балансовий звіт покаже ціну готелю в 3,9 млн дол. (3 ф. ст. \times 1,3). Падіння вартості фунта стерлінгів щодо долара виразиться в перенесеній втраті 600000 дол.

Однак ця втрата є лише на папері, реального відпливу готівки не станеться. Готель може навіть зрости в ціні за ринковою вартістю. Проте фінансові звіти покажуть збиток як результат підвищення курсу долара. А дані фінансового звіту цікавлять акціонерів, кредиторів та інвестиційних банкірів. Вони відіграють важливу роль у взаємовідносинах фірми з цими суб'єктами фінансових відносин. Крім того, управлінська оцінка і винагорода працівників часто ґрунтується на даних фінансового звіту. Відтак фінансові менеджери приділяють велику увагу дестабілізуючому впливу змін вартості валют на фінансові звіти і вживають заходів для контролю над перенесеною незахищеністю. Одним з таких заходів є страхування балансового звіту, тобто використання методу зустрічних валютних потоків, сутність якого полягає у тому, щоб валютні зобов'язання або вимоги компанії були покриті. Для будь-якого грошового потоку повинен існувати зустрічний потік у тій самій валюті, який буде закривати відкриту позицію компанії. Наприклад, фірма,

купивши лондонський готель, одночасно позичає у британського банку 3 млн ф. ст. Ця операція створює фунтовий пасив, який дорівнює за вартістю фунтовому активу. В результаті страхування балансового звіту на кінець звітного періоду чисті перенесені втрати дорівнюватимуть нулю.

При переведенні фінансових звітів в національну валюту фірма повинна слідувати яким-небудь загально визнаним діючим принципам. У США за правилами обліку, встановленими комітетом зі стандартів фінансового обліку (FASB), американська компанія повинна визначити для кожної своєї дочірньої компанії функціональну валюту, тобто валюту, в якій здійснюється більшість операцій даної фірми. Це може бути місцева грошова одиниця або долар. Якщо інфляція перевищує 100% на рік, то функціональною валютою може бути лише долар.

Якщо використовується місцева валюта, то всі активи і зобов'язання переводяться за поточним курсом обміну валют. При цьому прибуток або втрата від переведення відображають не у звіті про прибутки і збитки, а в статті власного капіталу компанії як поправку переведення. Той факт, що подібна поправка не впливає на величину балансового прибутку, є привабливим для багатьох країн.

Якщо за функціональну валюту беруть долар, то прибутки або збитки відображаються у звіті про прибутки і збитки головної компанії за так званим часовим методом. При цьому спостерігаються великі коливання балансового прибутку і менші коливання величини статей балансу, аніж за обліку в місцевій валюті.

При переведенні фінансових звітів в національну валюту статті балансового звіту (активи і пасиви) повинні бути переведені за валютним курсом, пануючим на кінець звітного періоду. Доходні статті звіту (річний доход і витрати) повинні бути переведені або за валютним курсом, діючим на дату отримання доходу або здійснення витрати, або за середньозваженим валютним курсом за звітний період.

Операційний валютний ризик — це такий ризик, якому піддаються фірми і приватні особи при здійсненні міжнародних економічних операцій, коли майбутні платежі або отриманні кошти повинні бути виконані в валюті, майбутня вартість якої не визначена. Валютні ризики, викликані змінами валютних курсів, можуть бути пов'язані з рухом готівки та з активами. Вони можуть відбуватися в короткостроковій перспективі і в довгостроковому періоді. Зміни обмінного курсу можуть призвести до змін чинників виробництва, необхідних фірмі для виробництва, а також до зміни доходів, отримуваних від випуску продукції. Ризик у довгостроковому періоді (поточний) зачіпає весь обсяг інвестицій. Таким чином, операційна незахищеність відбувається внаслідок того, що валютний курс може змінитися за час від укладання угоди до

здійснення платежу. На протилежність перерахованому ризику операційний ризик призводить до реального припливу або відпливу готівки.

Для ілюстрації розглянемо такий приклад. Американська фірма заговорила товар у Франції. Сторони домовились, що платіж буде здійснено в розмірі 12000 євро, якщо товар буде відвантажено протягом 90 днів. За поточним валютним курсом 0,8 євро за 1 долар це становитиме платіж в 1500 дол. Однак якщо протягом наступних 90 днів євро зросте, то платіж буде більшим в доларовому вираженні, а якщо впаде, то платіж буде меншим. Отже, операційна незахищеність відображає невідомість, пов'язану з остаточним обсягом зобов'язання в національній валюті.

Для фірми існує декілька шляхів контролю операційної незахищеності. Найпростіший спосіб змінити операційний валютний ризик — це передача його іншій компанії. Експортер якого-небудь товару може встановити продажні ціни у валюті своєї країни. В цьому випадку вже імпортер зіткнеться з операційним валютним ризиком, пов'язаним з конвертацією іноземної валюти в національну. Можливий також спосіб вимоги негайної оплати. Тоді вартість експорту визначатиметься поточним курсом спот. Однак такі способи найчастіше закінчуються зірваними угодами або прихованими витратами.

Фірма може застрахуватись на форвардному або опціонному ринку. Наприклад, французька фірма планує здійснити хеджування. За допомогою форвардної операції вона розраховує на платежі в сумі 2000 дол. і вирішує укласти тримісячні форвардні контракти на купівлю-продаж 2 тис дол. На момент укладення контракту курс спот становив 0,8 євро за 1 дол., а тримісячний форвардний курс за контрактом — 0,9 євро за 1 дол. Отже, витрати на купівлю 2 тис дол. за курсом спот становлять 1600 євро ($2000 \times 0,8$), а за контрактом — 1800 євро ($2000 \times 0,9$). Якщо через 3 місяці на день виконання контракту курс спот підвищиться до 1 євро за 1 дол., то витрати фірми на купівлю валюти становитимуть 2000 євро. Якби фірма не уклала строковий контракт, то витрати на купівлю валюти становили б 2000 євро (2000×1). Економія грошових ресурсів, або потенційний прибуток, становитиме 200 євро. Якщо через три місяці курс спот знизиться до 0,7 євро за 1 дол., то при витратах 1800 євро за строковим контрактом втрачена вигода (потенційні втрати) становитимуть 400 євро [$1800 - (2000 \times 0,7)$].

Другий приклад — хеджування на ф'ючерсному ринку. Американська компанія продає устаткування французькій фірмі на 1 млн євро через свою філію в Парижі з поставкою через 90 днів. Після оплати компанія має намір конвертувати євро в долари. На момент угоди курси євро в доларах були: курс спот — 1,20 дол.; 90-денний ф'ючерсний курс — 1,15 дол..

Оскільки форвардна ціна євро нижча від спотової, то це означає, що євро продається з форвардною знижкою.

Якщо американська фірма хоче уникнути ризику міжнародного обміну, їй слід продати 1 млн євро через 90 днів. Якщо вона поставить євро після 90 днів, то отримає 1150000 дол. (1 млн євро за ціною 90-денного ф'ючерсу — 1,15). Якщо курс спот збережеться на рівні 1,2 дол., то фірма скоріше за все не продаватиме євро за форвардною угодою. Компанія продала б 1 млн євро на ринку спот за 1200000 дол. У зв'язку з цим вона сплачує 0,05 дол. за євро (1,20-1,15), або в сумі 50000 дол., щоб забезпечити собі можливість конвертувати євро в долари. У перерахунку за рік вартість цього захисту становитиме

$$(0,05/1,2) \times (360/90) = 16,7\%.$$

Для стійких пар валют збиток або прибуток від різниці між форвардним курсом і курсом спот коливається в межах від 0 до 3% у річному обчисленні. Для менш стійких валют він вищий. Для нестійких валют збиток може доходити до 20%. При значному перевищенні цього рівня нестабільності форвардний ринок для такої валюти перестає існувати.

Перевага форвардної операції виявляється у відсутності попередніх витрат і захисті від несприятливої зміни курсу валюти. Недоліком є потенційні втрати, пов'язані з ризиком втраченої вигоди.

Валютний ризик можливо мінімізувати або уникнути також шляхом використання валютних опціонів. Наприклад, фірма передбачає за три місяці здійснити платежі в розмірі 2 тис дол. і зафіксувати мінімальний обмінний курс долара. Вона купує опціон на купівлю доларів за такими параметрами:

сума	2 тис дол.
строк	3 місяці
курс опціону	0,7 євро за 1 дол.
Премія	0,025 євро за 1 дол.
вид	європейський

Цей опціон дає фірмі право купити 2 тис дол. за три місяці за курсом 0,7 євро за 1 дол. Фірма сплачує продавцеві валюти опціонну премію в розмірі 50 євро (2000 x 0,025), тобто ціна даного опціону становить 50 євро. Якщо за три місяці на день виконання опціону курс долара спот впаде до 0,5 євро за 1 дол., то фірма відмовиться від опціону і купить валюту на готівковому ринку, заплативши за купівлю валюти 1050 євро (1000 + 50).

Якщо за три місяці курс долара спот підвищиться до 0,8 євро за 1 дол., то майбутні витрати на купівлю валюти вже застраховані. Фірма реалізує опціон і витратить на купівлю валюти 1400 євро. Якби вона купувала валюту на готівковому ринку за курсом спот 0,8 євро за 1 дол., то витрати становили б 1600 євро (2000 x 0,8). Економія грошових

ресурсів, або потенційна вигода при використанні опціону становить 150 євро $[1600 - (1400 + 50)]$.

Перевагою валютного опціону є захист від несприятливої зміни курсу валюти. Недоліком є витрати на сплату опціонної премії.

Управління довгостроковими операційними ризиками — більш складний процес. Довгострокові форвардні контракти зі строком дії до 7 років великі міжнаціональні банки укладають лише з найбільш відомими і кредитоспроможними корпораціями. Відтак ТНК для взаємного зниження довгострокових операційних ризиків часто вкладають між собою угоду — паралельну або компенсаційну позику. Суть цього способу така. Якщо, наприклад, американській компанії, котра хоче інвестувати певну суму у Франції, вдається знайти французьку компанію, котра готова інвестувати таку ж суму в США, то це дозволяє домовитись про взаємно компенсуючі позики. Французька компанія надає американській компанії кредит у євро, а американська французькій — у доларах. Після закінчення строку інвестування американська компанія розплачується за отриманий кредит заробленими у Франції євро, а французька — отриманими в США доларами. Отже, компаніям не доводиться обмінювати валюти на валютному ринку. Однак обидві компанії піддаються ризику невиконання позики. Щоб позбавитись ризику невиконання позики (кредитного ризику), пов'язаного з компенсаційною позицією, компанії можуть використати валютний «своп» (угода між двома компаніями про обмін застереженою кількістю валюти в даний момент і про зворотний обмін її в певний час в майбутньому). Обмінні курси можуть змінитися, але значний кредитний ризик усувається. Невикористання валютного «свопа» означає, що в майбутньому не відбудеться передбачений валютний обмін, в той час як невиконання компенсаційної позики означає неповернення отриманого кредиту. Єдиним наслідком невикористання валютного «свопу» стає те, що компанії повинні обміняти свою валюту на валютних ринках за новим обмінним курсом. Невикористання ж компенсаційної позики однією компанією призводить до втрати іншою компанією і номіналу інвестиції, і доходу від неї.

Крім використання форвардних контрактів, валютних ф'ючерсів, опціонів, свопів для хеджування та мінімізації операційного валютного ринку використовують також метод «випереджень та запізнювань», метод розподілу ризику, реінвойсінгові центри.

Метод «випереджень та запізнювань» передбачає вільний вибір дати платежу. Дві фірми, які тісно пов'язані одна за одною, знаходять найкращий варіант взаєморозрахунків. Цей метод дає можливість прорахувати обсяги фінансових потоків між фірмами на визначену дату і таким чином опосередковано вплинути на платоспроможність кожної з

фірм. Найефективніше метод «випереджень та запізнювань» використовується, коли материнська компанія має повний контроль над своїми філіями та дочірніми компаніями.

Метод розподілу ризиків передбачає укладання угоди між компаніями у формі договору, в якому експортер та імпортер погоджуються взяти на себе визначену частку втрат, що пов'язані з коливанням валютних курсів, незалежно від того, які втрати в дійсності зазнала компанія. Така стратегія розподілу ризиків сприяє збільшенню торговельного обороту між компаніями, завбаченості фінансових потоків за умовами, що між компаніями склалися довгострокові взаємовигідні відносини і що коливання валютних курсів не зможуть суттєво вплинути на їх фінансове становище. Такі угоди є дуже економічними та ефективними.

ТНК іноді створюють реінвойсінгові центри, які є їхніми філіями і централізовано займаються усіма валютними ризиками, які виникають при міжнародній торгівлі. Наприклад, філія X в країні X продає товари, які виробляє, філії Y в країні Y, який займається дистрибуцією. Однак продаж відбувається через посередника — реінвойсінговий центр в країні Z. Товари як би продаються спочатку центру, а потім уже центр перепродує товар філії Y. Між тим, рух товарів здійснюється прямо між філіями X та Y, а реінвойсінговий центр фактично залучений тільки в документооборот. Філія X спрямовує рахунок у валюті X у реінвойсінговий центр і одержує по своїм рахункам національну валюту X. Філія Y купує товари через центр у валюті Y, тобто у валюті своєї країни. Таким чином, усі питання, пов'язані з перерахуванням валют вирішуються в центрі. Перевагами використання реінвойсінгових центрів є такі:

- у разі внутрішньокорпоративній торгівлі управління валютними ризиками скупчується в одному місці. Менеджери центру обирають найкращу стратегію хеджування валютних ризиків, а великий обсяг угод у різних валютах дозволяє обрати найліпший курс обміну валют за рахунок покриття одних угод іншими;

- менеджери центру на базі форвардних курсів визначають вартість товару на певну дату, що дозволяє філіям розрахувати свої майбутні витрати. Завдяки цьому філії — дистрибутори мають можливість установлювати тверді ціни на товар і не турбуватися про проблеми, що пов'язані зі зміною валютних курсів;

- філії ТНК мають можливість вести розрахунки тільки в національній валюті, оскільки центр займаються управлінням грошових коштів між ними.

Головним недоліком використання реінвойсінгових центрів є великі витрати щодо їхнього утримання [20, с. 243].

Операційна незахищеність — це складна проблема для маленької фірми, залученої у випадковий експорт та імпорт. Великі ТНК, що здій-

снюють одночасно багато операцій у різних валютах, менше страждають від операційної незахищеності. Оскільки ступінь коливань валют перетинається, втрати і вигоди щораз мають тенденцію зрівноважувати одна одну. Крім того, ТНК здатні мати активи і пасиви, виражені в різних валютах, що також зменшує операційну незахищеність.

І для великих, і для дрібних фірм витрати на страхування повинні бути збалансовані з вигодою.

Економічний валютний ризик, на відміну від перерахованого й операційного, явище довгострокове. Цьому виду ризику підлягають ТНК і фірми, які займаються експортно-імпортними операціями. Економічний ризик впливає з можливості істотного впливу змін вартості валют на доходи або конкурентоспроможність фірми в тривалій перспективі. Економічний валютний ризик пов'язаний із змінами вартості компанії, які залежать від змін обмінних курсів. Зміни обмінного курсу валют впливають на ринкову вартість компанії в тому випадку, коли їх дія розповсюджується на очікувані надходження грошових коштів.

Прикладом економічної незахищеності може бути японський експорт промислової продукції середини 90-х років. Протягом цього періоду відбувалось велике і тривале зростання курсу єни по відношенню до долара, що робило японський експорт неконкурентоспроможним. Японські фірми, які експортують товари в США, мають вибір між двома небажаними альтернативами. Якщо вони збережуть доларові ціни на тому самому рівні для підтримки конкурентоспроможності з американськими фірмами, обсяг їхніх доходів у єнах знизиться. Якщо вони піднімуть ціни в доларах для компенсації зростання єни, тоді знизиться конкурентоспроможність. В іншому випадку падіння доходів важко уникнути. Крім того, для фірм, котрі виготовляли продукцію в Японії, експлуатаційні витрати в єнах не знижувались пропорційно зниженню доходів.

Які можливості контролю над економічним валютним ризиком? Швидка реакція і пристосування до змін у навколишньому економічному середовищі. Тут можуть бути такі можливості: зміна експортного ринку на ринок, де єна не котирується надто високо, віддача пріоритету національному ринку, збільшення прямих інвестицій, об'єднання з іншими фірмами тощо.

Економічний валютний ризик включає в себе й операційний та перерахунковий валютні ризики настільки, наскільки зміни в бухгалтерській вартості фірми впливають на її ринкову вартість.

Бухгалтерська і ринкова вартість фірми часто відрізняються одна від одної. Ринкова вартість активів може швидко знижуватись через їх усунення, а бухгалтерська вартість при цьому залишатись незмінною. Ринкові умови можуть підвищити ринкову вартість деяких активів, на-

приклад, нерухомості. Перерахування вартості компанії з однієї валюти в іншу може або збільшити розбіжності між ринковою і бухгалтерською вартостями, або зменшити її. Це залежить від економічних чинників, пов'язаних зі змінами валютних курсів.

Для зниження економічного валютного ризику застосовують методи: вирівнювання валют платежів компанії з валютними надходженнями грошових коштів; диверсифікацію фінансування діяльності за кордоном тощо.

17.1.2. Методи оцінки валютного ризику

Міжнародний фінансовий менеджмент відрізняється від внутрішньонаціонального тим, що порівняльні вартісні показники ефективності виробництва залежать від курсу валют, найважливіші рішення про стратегію міжнародної корпорації, насамперед, про напрямки і розміри інвестицій, приймаються за ретельного вивчення прогнозів валютних курсів. Постійне коригування планів відбувається з урахуванням змінних кон'юнктурних умов, в тому числі валютних. Відтак в центрі уваги міжнародного фінансового менеджменту знаходиться аналіз і контроль валютного ризику.

Економічний валютний ризик чисельно можна визначити за допомогою регресивного аналізу попередніх цін акції компанії і відповідних обмінних курсів валют, що впливають на ці ціни. Коефіцієнти при одиничній зміні вартості якоїсь окремої валюти дають лінійні оцінки економічного валютного ризику компанії по кожній з валют.

Підхід до виміру економічного валютного ризику такий. За припущення, що ринкова вартість компанії (V) лінійно пов'язана з вартістю валюти $\$/X$:

$$V = b_0 + b_1(\$/X), \quad (17.1)$$

де b_0 — це та частина вартості компанії, котра не залежить від зміни вартості валюти;

b_1 — зміна вартості компанії на одиницю зміни вартості валюти X .

Якщо вартість компанії лінійно пов'язана з вартостями декількох валют ($\$/X_1$, $\$/X_2$, $\$/X_3$ і т. ін.), попередній вираз може мати такий вигляд:

$$V = b_0 + b_1(\$/X_1) + b_2(\$/X_2) + b_3(\$/X_3) + \dots + b_n(\$/X_n), \quad (17.2)$$

де b_n — зміна вартості компанії на одиницю зміни вартості валюти X_n .

Економічний валютний ризик для того чи іншого виду бізнесу представлений відповідним коефіцієнтом (b_1 , b_2 , b_3 і т. ін.).

Якщо компанія не пов'язана лінійно з вартістю валют, то вдаються до інших, більш складних, методів нелінійної регресії й аналізу часових рядів.

Останнім часом найбільшого поширення набув статистичний метод оцінки міри валютного ризику на основі використання **показника VaR** (value at risk, VaR), тобто «вартість ризику». VaR — це виражена в грошових одиницях оцінка величини, яку не перевищують очікувані протягом даного періоду часу втрати із заданою імовірністю [1, с.135; 8; 31].

Методика VaR-аналізу використовується такими міжнародними інститутами як Банк міжнародних розрахунків, Банківська федерація Європейського Співтовариства, також є стандартним інструментом фінансових менеджерів крупних корпорацій, особливо тих, чия робота пов'язана зі світовими ринками сировини і капіталів, експортними і імпорфтними операціями. Застосовуючи цю методику, фінансовий менеджер установлює, який максимальний збиток ризикує понести фірма за визначений період часу з заданою імовірністю. Інакше кажучи, визначення величини VaR дає змогу сформулювати твердження: «Ми упевнені на X% (з імовірністю X%), що наші втрати не перевищують величину Y протягом наступних n днів.» Невідома величина Y і є VaR.

Ключовими параметрами VaR є такі:

- часовий горизонт — період часу, на який робиться розрахунок ризику. Найчастіше робиться розрахунок з часовим горизонтом 1 день, для розрахунку величини капіталу, що покриває можливі збитки, часовий горизонт становить 10 днів);

- рівень допустимого ризику (довірчий рівень) — імовірність того, що втрати не перевищать певної величини (довірчий рівень може становити 95- 99%).

Без цих параметрів неможливі ні розрахунок, ні інтерпретація величини VaR. Розглянемо на прикладі, як VaR відображає очікувані втрати із заданою мірою достовірності. Значення ризикової вартості в 10 млн дол. для часового горизонту в один день і довірчого рівня 99% означатиме, що: імовірність того, що протягом наступних 24 год. фірма втратить менше, ніж 10 млн дол., становить 99%; імовірність того, що збитки перевищать 10 млн дол. протягом найближчої доби, рівна 1%; збитки, що перевищують 10 млн дол., очікуються в середньому один раз в 100 днів торгів.

Для оцінювання «вартості ризику» використовується декілька методів розрахунку цього показника, основними з яких є:

1. *Параметричний (аналітичний) метод*, який ґрунтується на двох складових:

- моделі залежності зміни дохідності портфеля від змін факторів ризику;
- моделі волатильності та кореляції факторів ризику.

Завдяки своїй відносній простоті, цей метод став найбільш поширеним зі всіх методів розрахунку VaR, однак він не дає можливість використання інших розподілів, крім нормального, а також коректної оцінки ризиків нелінійних інструментів.

2. *Метод історичного моделювання.* Цей метод оцінює вартість ризику за межами нормального розподілу імовірностей чинників ризику та передбачає наявність значної статистичної бази по кожному з чинників. Метод виходить з припущення про стаціонарність коливань кон'юнктури фінансового ринку і чинників ризику, які ними генеруються. Інакше кажучи, розрахунок VaR заснований на припущенні про стаціонарність поведінки ринкових цін в найближчому майбутньому.

Метод дозволяє оцінити не тільки стандартні, а й неординарні коливання кон'юнктури фінансового ринку, тобто повніше відображає реальні чинники ризику. Однак розрахунок VaR за методом історичного моделювання є дуже трудомістким з точки зору об'єму необхідних обчислень, оскільки вимагає переоцінки кожного окремого інструмента за кожен окремий день вибраного історичного відрізка часу. Обмеження пов'язані з тим, що історичні дані не можуть слугувати підставою для надійного передбачення майбутніх результатів.

3. *Метод Монте-Карло (метод імітаційного моделювання).* При застосуванні цього методу спеціальна комп'ютерна програма генерує великі обсяги варіантів, що імітують реально можливі результати зміни цін окремого цінного паперу (на основі визначеного користувачем набору сценаріїв) і потім статистично класифікує їх відповідно до їх імовірності. Потім програма привласнює VaR значення, прив'язане до заданого довірчого інтервалу. Наприклад, для фіксації ризику в 95 % довірчому інтервалі можуть переоцінюватися цілі портфелі до декількох мільйонів разів, щоб визначити весь діапазон можливих значень прибутків/збитків і потім встановити таке значення VaR, щоб значення 95% спостережень були менше цієї цифри, а ті 5%, що залишилися — більше цієї цифри. Штучне моделювання чинників ризику дає змогу вибрати будь-які вид розподілу їхньої імовірності та досягти найбільшої точності розрахунків VaR [1, с.140].

Отже, основною управління валютним ризиком є чітке визначення кола завдань, які стоять перед фінансовим менеджером на початковому етапі страхування та мінімізації валютних ризиків. До них відносяться:

- оцінювання необхідності управління валютним ризиком. Це залежить від позиції керівництва компанії. Враховуються всі «за» та «проти» щодо страхування валютних ризиків;
- визначення кола проблем, які пов'язані з прогнозуванням динаміки валютних курсів. Фінансовий менеджер повинен володіти методами прогнозування валютних курсів;

- визначення мети хеджування, що залежить від загальної стратегії та завдань компанії. Так, управління обмінним курсом може здійснюватися компанією з метою довгострокового планування своїх фінансових коштів або з метою одержання максимального прибутку від гаданої зміни ціни валюти;
- вибір засобів страхування (порівняння альтернатив);
- розробка оптимальної стратегії страхування.

17.2. Ризики при прийнятті рішень про прямі іноземні інвестиції

Міжнародні інвестиційні проекти приховують в собі ряд особливих ризиків, головними з яких є:

- ризики, що впливають з міжнародних проблем інвестування;
- ризики, пов'язані з альтернативним вибором співвідношення різних видів фінансування інвестицій.

17.2.1. Ризики, що впливають з міжнародних проблем інвестування

Ризики, що впливають з міжнародних проблем інвестування, пов'язані в основному з двома обставинами. Перша — структура ТНК — материнська компанія в країні базування і дочірні (філії) — в інших (приймаючих) країнах. При оцінці інвестиційних проектів висновки можуть бути різні залежно від того, з яких позицій вона буде проведена: з позиції ефективності ПІІ як таких чи з позиції можливості надходження приросту готівки (доходу) в материнську компанію. Ці відмінності можуть бути викликані декількома чинниками. По-перше, приймаюча країна може ввести обмеження на репатріацію коштів материнської компанії. Тому ПІІ можуть бути високорентабельними, але кошти не будуть надходити до материнської компанії. По-друге, країна базування може встановити збір на іноземні операції з конкретними товарами чи послугами, що призводить до подорожчання іноземних операцій. По-третє, зміни валютного курсу можуть негативно впливати на величину прибутків, що переказуються. Наприклад, з країни з високою інфляцією розмір прибутків, які переказуються материнській компанії, зменшуватиметься в міру падіння курсу валюти приймаючої країни. Відтак завжди виникає питання: що покласти в основу при визначенні величини ЧПВ: рух грошової готівки, викликаний іноземним інвесту-

ванням, чи рух грошової готівки, отриманий материнською компанією. Як правило, при прийнятті рішення про інвестиції міжнародні фірми орієнтуються на результати аналізу, проведеного з позицій материнської компанії, оскільки рух грошової готівки в материнську компанію може слугувати джерелом виплати дивідендів тримачам акцій, можливих інвестицій в іншому місці, сплати відсотку по боргу корпорації і т. ін.

При цьому важливим моментом є можливість негайного отримання грошової готівки материнською компанією, оскільки будь-яка відстрочка призведе до її знецінення, і друге — урахування додаткових ризиків, що впливають з міжнародного характеру всієї сукупності відносин, що опосередковують інвестиційну діяльність міжнародних фірм.

До таких ризиків належать:

- несприятливі рухи валютного курсу;
- непередбачувані зміни темпів інфляції;
- заморожування (блокування) коштів або валютний контроль;
- експропріація;
- заходи щодо контролю за іноземною валютою;
- зміни в податковому законодавстві.

Здійснення ПІІ без урахування в тій чи іншій мірі цих ризиків, неможливе. Ефективне управління ризиками, пов'язаними з ПІІ, — це не ухилення від ризиків, а їх аналіз, співставлення вигідності вкладень і ризиків, знаходження шляхів усунення або зменшення ризику.

Розглянемо це на прикладі прийняття рішень компанією «Дженерал Моторс» відносно інвестицій у Єгипті. Наприкінці ХХ ст. в Європі спостерігалась тенденція підвищення вартості валют. Це стало перешкодою планам «Дженерал Моторс» розширити виробництво автомашин в Європі. «Дженерал Моторс» розробила план складання автомобілів в Єгипті з деталей, отриманих в Європі, що допомогло «Дженерал Моторс» перемогти «Пежо», «Фіат» і «Нісан» в конкурентній боротьбі за те, щоб стати основним складальником автомобілів в Єгипті спільно з єгипетською державною компанією «ЕЛ Наср». Однак побоювання тривалого зростання вартості європейських валют, призупинило реалізацію цього інвестиційного плану. Представник «Дженерал Моторс» пояснив, що перешкодою в реалізації проекту «виявились валютні курси, котрі викликали певні ризики і проблеми, які є нерозв'язними в даний момент». Фінансовий менеджмент «Дженерал Моторс» не забавив наявності в проекті валютного ризику. Таким було рішення. Але можливе й інше, альтернативне, рішення — пристосуватися до ризику. Найбільш поширеним способом пристосування до валютного ризику вважається збільшення вимог до норми оборотності інвестицій. Наприклад, компанія підвищує вимоги до норми обігу, визначивши очікувану норму оборотності інвестицій для міжнародного процесу в 20% проти

10% для відносно безпечних внутрішніх інвестицій. У цьому випадку менеджер отримає більшу межу на помилку.

17.2.2. Ризики, пов'язані з альтернативним вибором співвідношення різних видів фінансування інвестицій

Фінансування іноземних інвестицій має ряд альтернатив. Насамперед, фінансовий менеджер повинен вибрати належне поєднання фінансування шляхом отримання позик і фінансування шляхом випуску нових акцій. Таке поєднання відоме як структура капіталу. Аналіз і вибір структур капіталу, подібно іншим рішенням в фінансовому менеджменті, ґрунтується на співвідношенні оборотів і ризиків.

Використання переважно фінансування за рахунок позик по відношенню до фінансування за рахунок випуску нових акцій визначається стратегією «високий ризик, швидкий оборот». Фірма, яка використовує переважно фінансування за рахунок позик, піддається більшому ризику, аніж фірма, що використовує переважно фінансування за рахунок випуску нових акцій. На відміну від власників акцій, позикодавці можуть привести фірму до банкрутства, якщо фірма не виконає зобов'язання щодо позики (виплати відсотків і суми боргу). Однак менеджер йде на цей ризик, якщо він розраховує, що пришвидшення обороту буде більшим, аніж компенсація підвищеного ризику. При цьому він враховує дві обставини. По-перше, те, що використання фінансування за рахунок позик зменшує інвестиції акціонерів і тим самим підвищує норму обороту цих інвестицій. По-друге, податкові системи багатьох країн віддають перевагу фінансуванню за рахунок позик, а не за рахунок випуску нових акцій. Наприклад, в США всі відсоткові витрати, пов'язані з бізнесом, не підлягають оподаткуванню, в той час як дивіденди виплачуються з доходу після вирахування податків. Податкові законодавства, подібні до цього, значно знижують витрати фінансування за рахунок позик.

Після того, як проведено дослідження і зроблено вибір структури капіталу, фінансовий менеджер повинен вибрати тип інвестування за рахунок позик і за рахунок випуску нових акцій. Останнім часом на фінансовому ринку з'явилося багато нових форм фінансування міжнародних інвестицій. Основні з них такі:

- довгострокове інвестування за рахунок випуску нових акцій країни базування і приймаючої країни;
- випуск облігацій країни базування, тобто материнської компанії;
- випуск єврооблігацій та іноземних облігацій.

Випуск облігацій країни базування переважатиме тоді, коли фірма бажає, щоб її облігації були обмінюваними на її національну валюту. Крім того, в багатьох країнах (наприклад, США) законодавство дозволяє фірмам випускати облігації швидше і легше, ніж вони могли б це зробити на іноземних ринках.

Великі й кредитоспроможні міжнародні фірми мають доступ до коштів на ринку єврооблігацій. Випуск єврооблігацій має ряд переваг (див. п. 11.4.2). По-перше, фірма може випустити облігації в будь-якій основній валюті і одночасно в ряді країн. По-друге, витрати на випуск облігацій на ринку єврооблігацій звичайно нижчі, ніж витрати в тій же валюті на національному ринку. Це пояснюється гострою конкуренцією між передплатниками єврооблігацій, а також економією, пов'язаною з великим масштабом випусків облігацій і низьким кредитним ризиком позичальників єврооблігацій.

Для фінансування міжнародної кооперації фірми часто використовують випуск іноземних облігацій. Іноземні облігації випускаються іноземним позичальником на національних ринках у валюті тієї країни, де вони будуть продані (див. п. 11.4.1). Звичайно, це країна (і валюта країни), в котрій фірма планує розгорнути своє виробництво. Наприклад, шведська фірма по виробництву автомобілів «Вольво», з ряду причин, вирішила перенести виробництво по створенню автомашин для американського ринку в США і опублікувала оцінки можливих прямих інвестицій в США. Для фінансування цих інвестицій вона могла випустити облігації на американському ринку в доларовому номіналі. Випуск іноземних облігацій дає кошти в тій валюті, котра необхідна для обслуговування боргу по цих облігаціях і зводить валютний ризик до мінімуму.

Чинником, що визначає використання для фінансування інвестицій облігацій приймаючої країни, є також підтримка з боку уряду цієї країни, який зацікавлений в залученні прямих інвестицій.

III частково фінансуються за рахунок випуску нових акцій. Акції можуть бути випущені в країні базування материнською компанією, якщо фірма хоче отримати кошти в валюті країни базування, або на ринок приймаючої країни, якщо хоче здійснити фінансування інвестицій в валюті країни, де вона проводить свої операції.

Інвестування міжнародних проектів в значно більшій мірі піддається ризику, аніж аналогічне інвестування внутрішніх проектів. Воно має додатковий ризик — регіональний ризик, тобто несприятливу дію чинників, які знаходяться за межами контролю зарубіжної дочірньої компанії та її галузі. Звичайно цей ризик пов'язаний зі змінами в політиці і впливом цієї політики на операційне середовище філії або дочірнього підприємства ТНК на мікроекономічному рівні (інфляція, контроль за імпортом, зміни в зарубіжній політиці, податковому законодавстві тощо).

Теоретично найбільш прийнятним способом врахування елементів ризику в кошторисах капіталовкладень і їх окупності є включення всіх відомих показників величини і впливу ризику за допомогою коригування в потоки готівкових коштів (C_i), тобто отримання детерміновано-го еквіваленту потоків готівкових коштів.

Метод включення показників ризику в розрахунки ілюструє така формула:

$$ЧПВ_{де} = -I_0 + \sum_{i=1}^n \frac{P_i \times C_i}{(1+K)^i} + \frac{q_n \times T_n}{(1+K)^n}, \quad (17.3)$$

$$\text{де } 0 \leq P_i \leq 1 \quad i \quad 0 \leq q_n \leq 1,$$

де $ЧПВ_{де}$ — детермінований еквівалент чистої поточної вартості;

P_i — чинники детермінованого еквіваленту в році t , що застосовуються до потоків готівкових коштів у відповідні роки;

q_n — чинник детермінованого еквіваленту, застосовуваного в якості залишкової або ліквідної вартості інвестицій в році n ;

K — вартість використовуваного для здійснення зростання капіталу;

T_n — залишкова або ліквідна вартість інвестицій в році n .

Найчастіше коефіцієнт невизначеності (P_i) збільшується в міру включення в рівняння дедалі більшої кількості майбутніх періодів, отже, $P_t > P_{t-1}$.

Метод детермінованого еквіваленту чистої поточної вартості найбільш успішно використовується в ситуаціях, пов'язаних з комерційними або кредитними ризиками, коли результат впливу окремих прогнозованих подій на діяльність фірми можна передбачити з достатньою визначеністю.

Зміни у валютних курсах та рівні інфляції, котрі називаються «грошовими змінами», відносяться до економічного ризику потенційних збитків. Оцінка економічних наслідків грошових змін може проводитись через складнощі технічної й економічної експертизи лише менеджерами головної компанії ТНК. На рівні дочірніх компаній деякі фінансові менеджери при управлінні ризиками використовують аналіз ПОК як підсумковий показник перед винесенням остаточного рішення щодо інвестиційного проекту.

Для зменшення ризику непередбачуваних коливань вартості валют, в яких випущені іноземні облігації, використовують валютні коктейлі — деномінацію в будь-якій комбінації будь-якого числа валют. Це може бути деномінація облігації в одиницях середнього значення кошика валют, в одиницях СПЗ, у євро. Основна кількість валютних коктейлів деномінувалась в євро. Можуть бути використані і так звані індексовані

облігації — облігації, котрі передбачають виплату відсотків і номіналу по них відповідно до вартості товарів або якого-небудь устанавленого індексу. Більшість індексованих облігацій прив'язується до вартості золота. Випускаються також євробонди — облігації іноземних або національних компаній, деномінованих в іноземній валюті, котрі передбачають платежі з якого-небудь показника діяльності компанії, наприклад, з показника доходів або прибутків.

17.3. Політичний ризик

Політичний ризик — це інтегрована, сумарна взаємодія політичних, економічних, соціальних і психологічних чинників, які кардинально змінюють економічну ситуацію в країні. Компанії, які ведуть свій бізнес в іноземних державах, піддаються політичному ризику значно більше, ніж компанії вітчизняні. Політичний ризик відноситься до наслідків, котрі виникають в результаті майбутніх змін політики тієї чи іншої країни, невизначеності і нестабільності урядового курсу по відношенню до бізнесу або інвесторів. Зміни законів і правил ведення бізнесу можуть вплинути на ведення справ, відтак у функцію міжнародного фінансового менеджменту входить оцінка ступеня впливу політичного ризику на фінансовий стан компанії і розроблення методів його зниження.

Можливими змінами в політиці по відношенню до міжнародного бізнесу і інвесторів може бути:

- запровадження контролю за обліком валют, що обмежує чи блокує спроможність філії переказати прибуток своїй базовій компанії;
- запровадження контролю за цінами;
- зміни у валютному законодавстві, що перешкоджає виконанню міжнародних контрактів або репатріації валютної виручки;
- зміни юридичної бази, що заважає здійснювати підприємницьку діяльність;
- внесення змін у арбітражне право;
- експропріація або націоналізація;
- урядове втручання у ведення бізнесу або управління активами у відкритій формі (офіційне регулювання, ліцензування, контроль над цінами) і в прихованій (бюрократичні тяганини, вимагання хабарів, різниця в платежах за послуги інфраструктури, конвертація валюти за дискримінаційним валютним курсом тощо);
- зміни в оподаткуванні як корпоративних прибутків або доходів, так і доходів фізичних осіб. Зміни податкових законів можуть мати бі-

льший вплив на вартість фірми, ніж націоналізація та експропріація. І оскільки ймовірність податкових змін набагато вища, саме вони становлять основне джерело політичного ризику.

Політичний ризик є найважливішою складовою ризику країни. Узагальнену оцінку ризику країни дає журнал «Euromoney», який щорічно публікує «рейтинг ризикованості країн». Загальний рейтинг (100%) включає три групи індикаторів:

1) **аналітичні (50%)**: економічне зростання (25%) і політичний ризик (25%);

2) **кредитні (30%)**: індикатори боргу — обслуговування боргу / експорт, поточні рахунки / ВВП, зовнішній борг / ВВП (10%); дефолти та реструктуризація боргу (10%); кредитний рейтинг (10%);

3) **ринкові (20%)**: доступ до банківського фінансування (5%); доступ до короткострокового фінансування (5%); доступ до ринку облігацій та синдікованих позик (5%); форфейтинговий дисконт (5%).

Оскільки політичний ризик відноситься до подій, котрі можуть відбутись в майбутньому, точних методів його виміру не існує. Використовуються суб'єктивні і кількісні методи.

Суб'єктивні: 1) відвідування керівництвом компанії країни, що розглядається (метод «великого турне») і 2) звернення до консультативних фірм (метод «Дельфі»).

Кількісні методи: 1) статистичний, який ґрунтується на історичних кореляціях між деякими вимірюваними змінними і наступними збитками через політичний ризик і 2) висновки на основі соціально — політико — поведінківської теорії, яка враховує чинники, котрі призводять до дій, що мають своїми результатами втрати через політичний ризик.

Усунути або повністю контролювати політичний ризик неможливо, але компанії можуть вжити певних заходів, котрі зменшать вплив несприятливих політичних дій на фірму. Насамперед компанія повинна добитись розуміння приймаючою стороною (урядом, громадянами) взаємної вигоди від інвестицій. Формальною процедурою такого розуміння є концесійна угода, в якій застерігаються права і зобов'язання іноземної компанії. Однак треба мати на увазі, що виконання умов такої угоди для країни перебування не обов'язкове. Стратегією управління політичним ризиком може бути отримання страхового полісу в якому-небудь урядовому агентстві щодо страхування політичних ризиків. Наприклад, американська урядова Корпорація зарубіжних приватних інвестицій (КЗПІ) по страхуванню політичних ризиків американських компаній, яка займається прямими зарубіжними інвестиціями, пропонує чотири види страхування:

1) проти введення обмежень на переведення грошових коштів у доларах від прибутків іноземних відділень та філій;

- 2) від експропріації і націоналізації;
- 3) проти збитків в прибутках, викликаних політичними конфліктами і безпорядками;
- 4) проти втрати майна, завданої в результаті воєнних дій, соціальних заворушень тощо.

Материнська компанія може зменшити вплив політичного ризику, якщо вона буде орієнтуватись в зарубіжній інвестиційній діяльності на ринки місцевих кредиторів або через розміщення своїх акцій серед місцевих інвесторів. Угода про спільну діяльність також знижує політичний ризик. Можлива передача вирішення суперечливих моментів на розгляд Міжнародного центру вирішення інвестиційних суперечок, що забезпечує посередництво у проведенні арбітражу, рішення якого стають обов'язковими для учасників суперечок.

У будь-якому випадку, коли компанії ведуть справи з суверенними урядами, їх керівними принципами повинно бути досягнення взаємного інтересу.

Бібліографія



Учебні та довідкові видання

1. Бланк И.А. Управление финансовыми рисками. — К.: Ника — Центр, 2005
2. Боринець С. Я. Міжнародні фінанси. — К.: Знання-Прес, 2002.
3. Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами. — М.: Финансы и статистика, 1999.
4. Вітлінський В.В., Маханець Л.Л. Ризикологія в зовнішньоекономічній діяльності: Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2008
5. Гіл Ч. Міжнародний бізнес. — К.: «Основи», 2001.
6. Гриффин Р., Пастей М. Международный бизнес. — СПб.: Питер, 2006.
7. Денберг Р.Л. Международное налогообложение. — М.: ЮНИТИ, 1997.
8. Иванов А.А., Олейников С.Я. Риск-менеджмент. М.: Издат. центр ЕА-ОИ, 2008
9. Красавина Л.Н. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. — М.: Финансы и статистика, 2005.
10. Луцишин З. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. — К.: Видавничий центр «Друк», 2002.
11. Майєр Дж. М., Олесевич Д. Міжнародне середовище бізнесу: Конкуренція та регулювання у глобальній економіці. - К.: Либідь, 2002.
12. Матросов С.В. Европейский фондовый рынок. — М.: Экзамен, 2002.
13. Международная экономика. В 2-х томах. - Т.2 Международная макроэкономика. Учебное пособие/ Под редакцией Козака Ю.Г. — К.: ЦНЛ, 2013.
14. Международные экономические отношения: теория и политика. Учебное пособие /под ред. Козака Ю.Г. — К.: ЦУЛ, 2013.
15. Мертенс И. Курс лекций по современной финансовой теории. — К.: Киевское инвестиционное агентство, 1997.
16. Міжнародна макроекономіка: Навчальний посібник/За ред. Козака Ю.Г. — Київ: ЦУЛ, 2012.
17. Міжнародна торгівля. Навч. посібник / За ред. Козака Ю.Г., Логвінової Н.С. — К.: ЦНЛ, 2011.
18. Міжнародне оподаткування. Навч. посібник. / За ред. Козака Ю.Г. — К.: ЦНЛ, 2005.
19. Міжнародні комерційні угоди та розрахунки: нормативно-правове регулювання. Навч. посібник / За ред. Козака Ю.Г., Логвінової Н.С. — К.: ЦУЛ, 2010
20. Міжнародні фінанси: Навчальний посібник/За ред. Козака Ю.Г. Логвінової Н.С. — Київ: ЦУЛ, 2011.
21. Міжнародні фінанси: Підручник /За ред. О.І. Рогача. — К.: Либідь, 2003.
22. Мозговой О.М. Фондовый рынок, — К.: КНЕУ, 1999.
23. Рогов М.А. Риск-менеджмент — М.: Финансы и статистика, 2001
24. Росс С. и др. Основы корпоративных финансов. — М.: Л.Б.З. — 2000.
25. Учебник по платежному балансу. — Вашингтон: Международный валютный фонд, 1996.

26. Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник / под. ред. Е.С. Стояновой. — М.: «Перспектива» 1999.
27. Хэррис Д.М. Международные финансы. — М.: Филинь, 1996.
28. Шемет Т.С. Міжнародні фінанси. — К.: КНТЕУ, 2000.
29. Шемет Т.С. Теорія і практика валютного курсу: Навч. посібник. — К.: Либідь, 2006.
30. Энг М.В. и др. Мировые финансы. — М.: ООО «ДеКА», 1998.

Електронні ресурси

31. Агаев И.А., Ю.А. Куперин Ю.А. Развитие методов VaR для оценки рисков на финансовых рынках. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://region.mcnp.ru/modules.php?name=News&file=article&sid=110>
32. Международный Валютный Фонд. Информационная справка. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/rus/glancer.pdf>
33. Ноздрев С.В. Современное состояние и тенденции развития международного рынка ценных бумаг. Москва ИМЭМО РАН 2012 [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.imemo.ru/ru/publ/2012/12048.pdf>
34. Обзор рынка IPO в Европе 2011. [Electronic resource]. Mode of access: https://www.pwc.ru/en_RU/ru/capital-markets/assets/ipo-watch-europe-2011-rus.pdf
35. Стоянов С. Содействие международному развитию (СМР) в новых экономических условиях <http://www.ecpol.ru/index.php/syuzhety/531-sodejstvie-mezhdunarodnomu-razvitiyu-smr-v-novykh-ekonomicheskikh-usloviyakh>
36. Balance of Payments and International Investment Position Manual. 6th Edition. International Monetary Fund, 2009. [Electronic resource]. Mode of access: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>
37. China, Japan and South Korea in free trade talks. Financial Times [Electronic resource]. Mode of access: <http://www.ft.com/cms/s/0/d6ffcf3c-9cc0-11e1-aa39-00144feabdc0.html>
38. CIO Year Ahead. [Electronic resource]. Mode of access: http://www.ubs.com/global/en/wealth_management/wealth_management_research/CIO_Year_Ahead_2013_ru.pdf
39. Data refer mostly to the year 2011. World Development Indicators database, World Bank. [Electronic resource]. Mode of access: <http://databank.worldbank.org/ddp/home.do>
40. Debt — external. The World Factbook. United States Central Intelligence Agency. Accessed on the 29th of June 2011. [Electronic resource]. Mode of access: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/fields/2079.html>
41. GDP (official exchange rate), The World Factbook, United States Central Intelligence Agency. Accessed on June 29, 2011. Note: Used for the rest of the countries <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/fields/2195.html>
42. Index Mundi. World External debt. [Electronic resource]. Mode of access: http://www.indexmundi.com/world/debt_external.html
43. Net official development assistance from DAC and other OECD members in 2011 [Electronic resource]. Mode of access: <http://www.oecd.org/dac/stats/50060310.pdf>

44. NYSE Euronext Announces Fourth Quarter and Full-Year 2012 Financial Results. [Electronic resource]. Mode of access: <http://www.nyse.com/press/1359977563851.html>

45. Second Quarter Public Debt Management Report, October 1-December 31, 2011. Liberian Ministry of Finance, Debt Management Unit. Retrieved June 21, 2012. [Electronic resource]. Mode of access: http://mof.gov.lr/doc/Second%20Quarter%20Public%20Debt%20Management%20Report_FY2011-2012.pdf

46. Total Midyear Population. U.S. Census Bureau, International Data Base. accessed on June 29, 2011. The World Factbook — European Union, Central Intelligence Agency, accessed on June 29, 2011. [Electronic resource]. Mode of access: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/ee.html>

47. Value-at-risk[Electronic resource]. Mode of access: <http://www.old.rcb.ru/Archive/articles.asp?id=1482>.

48. World Economic Outlook Database, April 2011, International Monetary Fund. Accessed on June 29, 2011. [Electronic resource]. Mode of access: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/weodata/index.aspx>

