

# МЕЖДУНАРОДНАЯ ЭКОНОМИКА

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ В 2-Х ТОМАХ

**ТОМ 2**

**МЕЖДУНАРОДНАЯ МАКРОЭКОНОМИКА**

*4-е издание,  
переработанное и дополненное*

*Под редакцией  
доктора экономических наук, профессора,  
академика АЭН Украины Ю. Г. Козака*

*Рекомендовано  
Министерством образования и науки Украины  
как учебное пособие для студентов высших учебных заведений*

Киев  
«Центр учебной литературы»  
2013

УДК 339.9:330.101.541(075.8)

ББК 65.58я73

М 58

*Гриф присвоен*

*Министерством образования и науки, молодёжи и спорта Украины  
(Письмо № 1/11-4198 от 26.05.2011 г.)*

**Рецензенты:**

**Амоша А. И.** – академик НАН Украины, доктор экономических наук, профессор, директор Института экономики промышленности НАН Украины;

**Лукьяненко Д. Г.** – доктор экономических наук, профессор, декан факультета международной экономики и менеджмента Киевского национального экономического университета;

**Макогон Ю. В.** – доктор экономических наук, профессор, академик АЭН Украины, Донецкий национальный университет.

**Авторы:**

Ю. Г. Козак, Н. С. Логвинова, Р. Томанек (Польша),

Я. Шолтысек (Польша), К. Лисецка (Польша),

А. Фронцкевич-Вронка (Польша), М. Шымура-Гыц (Польша),

А. Козак (Польша), В. В. Ковалевский, О. В. Захарченко, А. И. Рыбак,

О. А. Криницкая, В. В. Попович

**М 58** **Международная экономика. В 2-х томах.-Т.2 Международная макроэкономика.** [тескт] Учебное пособие. 4-е изд. перераб. и доп. – К.: Центр учебной литературы, 2013. – 308 с.

**ISBN 978-611-01-0411-1**

В четвертом, переработанном и дополненном издании учебного пособия основные проблемы функционирования и развития международной экономики рассматриваются в системе современной экономической теории (микроэкономика, макроэкономика, международная экономика). С помощью инструментов макроэкономического анализа освещаются система валютных курсов, платежного баланса, функционирования международных финансовых рынков в условиях глобализации. Логическим завершением содержания курса является рассмотрение проблем регулирования международной макроэкономики.

Для студентов экономических вузов и факультетов.

УДК 339.9:330.101.541(075.8)

ББК 65.58я73

**ISBN 978-611-01-0411-1**

© Козак Ю. Г., Логвинова Н. С.  
Томанек Р. и др., 2013.

© Центр учебной литературы, 2013.

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>ПРЕДИСЛОВИЕ.....</b>	<b>6</b>
<b>РАЗДЕЛ I. МИРОВАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА: ПРИНЦИПЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ.....</b>	<b>8</b>
<i><b>Глава 1. Валюта и валютные курсы.....</b></i>	<i><b>8</b></i>
1.1. Сущность валюты и валютного курса.....	8
1.2. Расчетные виды валютных курсов.....	11
1.3. Кросс-курс и трехсторонний арбитраж.....	13
1.4. Виды валютных курсов в зависимости от степени гибкости....	14
1.5. Спрос и предложение на иностранную валюту.....	16
1.6. Зависимость цен от изменения валютного курса.....	19
1.7. Факторы, влияющие на валютный курс.....	20
1.8. Прогнозирование валютного курса.....	23
<i><b>Глава 2. Валютные отношения и платежный баланс.....</b></i>	<i><b>29</b></i>
2.1. Сущность валютных отношений и валютной политики.....	29
2.2. Международные расчеты.....	36
2.3. Платежный баланс и его структура.....	39
2.4. Балансирование статей платежного баланса.....	54
2.5. Конвертируемость национальной валюты.....	61
<i><b>Глава 3. Эволюция мировой валютной системы.....</b></i>	<i><b>65</b></i>
3.1. Золотой и золотодевизный стандарт.....	65
3.2. Бреттон-Вудская валютная система.....	67
3.3. Ямайская валютная система.....	68
<b>РАЗДЕЛ II. МИРОВАЯ ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА.....</b>	<b>72</b>
<i><b>Глава 4. Характеристика мировой финансовой системы.....</b></i>	<i><b>72</b></i>
4.1. Международные финансовые потоки.....	72
4.2. Мировой финансовый рынок.....	74
4.3. Развитие мировой финансовой системы в современных условиях.....	78
<i><b>Глава 5. Мировые финансовые центры.....</b></i>	<i><b>83</b></i>
5.1. Главные мировые финансовые центры.....	83
5.2. Оффшорные зоны в системе мировых финансовых цен- тров.....	86
<b>РАЗДЕЛ III. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ.....</b>	<b>89</b>
<i><b>Глава 6. Международный валютный рынок.....</b></i>	<i><b>89</b></i>
6.1. Сущность международного валютного рынка.....	89
6.2. Сделки на международном валютном рынке.....	91

6.3. Правительственное вмешательство в деятельность валютных рынков.....	103
6.4. Рынок евровалют.....	105
<b>Глава 7. Международный кредитный рынок.....</b>	<b>109</b>
7.1. Сущность международного кредитного рынка.....	109
7.2. Валютно-финансовые условия международного кредита....	114
7.3. Рынок еврокредитов.....	116
7.4. Международная официальная помощь развивающимся странам.....	118
<b>Глава 8. Международный рынок ценных бумаг.....</b>	<b>123</b>
8.1. Сущность фондового рынка и рынка ценных бумаг.....	123
8.2. Этапы и тенденции развития мирового фондового рынка...	131
8.3. Классификация ценных бумаг.....	134
8.4. Международный рынок титулов собственности.....	136
8.5. Международный рынок облигаций.....	148
8.6. Международный рынок финансовых деривативов.....	155
8.7. Первичный и вторичный рынок ценных бумаг.....	160
<b>РАЗДЕЛ IV. НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ В СИСТЕМЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ.....</b>	<b>173</b>
<b>Глава 9. Особенности международного налогообложения.....</b>	<b>173</b>
9.1. Общие черты и специфика международного налогообложения.....	173
9.2. Международное двойное налогообложение.....	185
<b>Глава 10. Оффшорные центры в системе международного налогообложения.....</b>	<b>195</b>
10.1. Бегство от налогов и уклонение от них.....	195
10.2. Основные методы, ограничивающие операции через оффшорные центры.....	200
<b>Глава 11. Отмывание «грязных» денег.....</b>	<b>209</b>
11.1. Понятие «грязные деньги». Отмывание «грязных» денег как процесс.....	209
11.2. Распознавание операций, связанных с отмыванием «грязных» денег.....	227
11.3. Основные пути и методы противодействия отмыванию «грязных» денег.....	231
<b>РАЗДЕЛ V. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ.....</b>	<b>240</b>
<b>Глава 12. Сущность международного финансового менеджмента..</b>	<b>240</b>
12.1. Понятие и основные функции международного финансового менеджмента.....	240

12.2. Специфика внешней среды принятия финансовых решений.....	243
<b>Глава 13. Общие направления международного финансового менеджмента.....</b>	<b>250</b>
13.1. Капитальное бюджетирование.....	250
13.2. Управление портфелем зарубежных ценных бумаг.....	252
13.3. Действующая капитальная политика.....	256
13.4. Транснациональное финансирование.....	261
13.5. Финансирование международной торговли.....	264
13.6. Дивидендная политика корпорации.....	268
13.7. Управление рисками.....	271
<b>РАЗДЕЛ VI. РЕГУЛИРОВАНИЕ МЕЖДУНАРОДНОЙ МАКРОЭКОНОМИКИ.....</b>	<b>288</b>
<b>Глава 14. Регулирование валютно-кредитной политики стран....</b>	<b>288</b>
14.1. Международный валютный фонд.....	288
14.2. Международный банк реконструкции и развития.....	294
14.3. Банк международных расчетов.....	296
<b>Глава 15. Регулирование внешней задолженности стран.....</b>	<b>298</b>
15.1. Деятельность Парижского клуба.....	298
15.2. Деятельность Лондонского клуба.....	301
<b>БИБЛИОГРАФИЯ.....</b>	<b>303</b>

## ПРЕДИСЛОВИЕ

Дисциплина «Международная экономика» является составной частью подготовки экономистов широкого профиля и одной из профилирующих в подготовке экономистов-международников. Она принадлежит к числу фундаментальных экономических дисциплин, опирается на теорию рыночной экономики и развивает ее, является связующим звеном между такими университетскими курсами, как микроэкономика и макроэкономика и конкретно экономическими дисциплинами: маркетинг, менеджмент, финансы, бухгалтерский учет и аудит, деньги и кредит, банковское дело и др.

В системе экономической теории «Международная экономика» сначала занимала периферийное место, существовала на принципах отдельных разделов микро- и макроэкономика, которая содержала анализ внешней торговли, межгосударственного движения факторов производства, валютно-финансовой системы, которая обуславливает это движение.

Формирование «Международной экономики» как самостоятельной дисциплины было исторически предопределено становлением, развитием и функционированием мирохозяйственных связей как особой, целостной, органической системы. Формирование этой системы обусловлено эволюцией международного разделения труда, процессами интернационализации хозяйственной жизни стран мирового содружества, интеграции групп стран в региональные хозяйственные комплексы (союзы) с межгосударственным и надгосударственным регулированием социально-экономических процессов, транснационализацией производства, функционированием международной валютно-финансовой сферы как самостоятельного явления, непосредственно не связанного с внешней торговлей и международным движением факторов производства [22; 23; 52].

Международная экономика (функционально) состоит из:

- международной микроэкономики (international microeconomics);
- международной макроэкономики (international macroeconomics).

Такая последовательность не случайна. Исторически сложилось так, что относительно самостоятельные части международной экономики формировались именно в такой последовательности. Международная торговля товарами и факторами производства была исторически первой и до определенного времени главной формой международных экономических отношений. Лишь в конце XX века она потеряла ведущую роль, которую начали занимать разнообразные формы международных финансовых операций. Изучением закономерностей международного движения товаров и факторов их производства как раз и занимается международная микроэкономика. Отдельные страны в международной микроэкономике рассматриваются как первичные единицы, подобно домохозяйству или фирмам в традицион-

ной микроэкономике, Рассмотрение в международной микроэкономике интеграционных процессов предопределено только тем, что они в своей развитой форме предусматривают усиление либерализма в международном движении как товаров, так и факторов производства.

Международная макроэкономика существенно расширяет предмет анализа теории международной экономики, осуществляет его на уровне взаимодействия открытых национальных экономик и мирового хозяйства в целом. Это расширение основывается на существовании международной валютно-финансовой системы не только как механизма, который обслуживает движение товаров и факторов их производства, но и как самостоятельной системы международной экономики. Поэтому ведущее место в международной макроэкономике прежде всего занимают:

- исследование феномена современной международной валютно-финансовой системы;
- изучение проблем валютного курса и механизма его образования, состояния платежного баланса, который определяет место национальных экономик в мирохозяйственных связях;
- анализ международных финансовых рынков, торговли конкретными финансовыми инструментами — валютой, кредитом, ценными бумагами.
- функционирование открытой национальной экономики и мирового хозяйства в целом привлекает также к предмету международной макроэкономики решение вопросов ее регулирования, которое осуществляется через деятельность международных экономических и финансовых организаций.

Именно поэтому задача учебного пособия заключается в рассмотрении с помощью макроэкономического анализа сущностных проблем функционирования и развития международной валютно-финансовой системы, прежде всего валютных курсов, платежного баланса, международных финансовых рынков в условиях глобализации; в анализе современных проблем регулирования международной макроэкономики.

Учебное пособие по курсу «Международная макроэкономика» подготовлено совместно с ведущими специалистами Экономического Университета в г. Катовице: д.е.н., проф. Р. Томанек, д.е.н., проф. Я. Шолтысек, д.е.н., проф. К. Лисецка, д.е.н., проф. А. Фронцкевич-Вронка, д.е.н., проф. М. Шымура-Гыц.

Авторы выражают искреннюю благодарность академику НАН Украины А. И. Амоше (Украина), академику НАН Украины Ю. Н. Пахомову, профессорам А. Прадетто (ФРГ), П. Грегори (США), С. Фортестью (Австралия), исследования и советы которых способствовали подготовке настоящего учебного пособия.

# *РАЗДЕЛ I.*

## **МИРОВАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА: ПРИНЦИПЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ**

### *ГЛАВА I.*

#### **ВАЛЮТА И ВАЛЮТНЫЕ КУРСЫ**

##### **1.1. Сущность валюты и валютного курса**

Понятие «валюта» в широком смысле – это любой товар, который способен выполнять функцию средства обмена в международных расчетах. В более узком понимании – это имеющаяся часть денежной массы, которая переходит из рук в руки в форме денежных банкнот и монет.

Валюта обеспечивает связь и взаимодействие национального и мирового хозяйства.

В зависимости от принадлежности (статуса) валюты разделяются на национальную, иностранную, международную (региональную).

**Национальная валюта** – это установленное законом платежное средство данной страны: денежные знаки в виде банкнот, монет и в других формах, которые обращаются и являются законным платежным средством на территории страны, а также платежные документы и другие ценные бумаги (акции, облигации, купоны к ним, бонны, векселя (тратты), долговые расписки, аккредитивы, чеки, банковские приказы, депозитные сертификаты, сберегательные книжки, другие финансовые и банковские документы), выраженные в валюте этой страны.

Национальная валюта является основой национальной валютной системы.

**Иностранная валюта** – денежные знаки иностранных государств, кредитные и платежные средства, выраженные в иностранных денежных единицах и используемые в международных расчетах.

**Международная (региональная) валюта** – международная или региональная денежная расчетная единица, платежное и резервное средство. Например, СДР (SDR – Special Drawing Right или СПЗ – специальные права заимствования), которые являются международным платежным средством, которое использует МВФ для безналичных международных расчетов путем записей на специальных счетах, и расчетной единицей МВФ; евро – региональная международная расчетная единица стран ЕС.

По отношению к валютным запасам страны различают **резервную валюту**.

Под резервной валютой понимают иностранную валюту, в которой центральные банки других государств накапливают и хранят резервы для международных расчетов по внешнеторговым операциям и иностранным инвестициям. Резервная валюта является базой определения валютного па-



ритета и валютного курса для других стран, она используется для проведения валютной интервенции с целью регулирования курса валют стран-участниц мировой валютной системы. Так, в качестве резервной валюты используют доллар США, японскую иену, евро. Для того, чтобы валюта получила статус резервной, страна должна занимать господствующее положение в мировом производстве, в экспорте товаров и капиталов, иметь развитую сеть кредитно-банковских учреждений у себя и за рубежом, либеральное валютное регулирование, свободную конвертируемость валюты и внедрение ее в международный оборот через банки и международные валютно-финансовые организации.

Страна-эмитент резервной валюты приобретает ряд преимуществ: возможность покрывать дефицит платежного баланса национальной валютой, оказывать содействие укреплению позиции национальных производителей в конкурентной борьбе на мировом рынке.

По отношению к курсам других валют различают **сильную** (твердую) и **слабую** (мягкую) валюту. Твердая валюта характеризуется стабильным валютным курсом. Понятие твердой валюты нередко использует как синоним конвертируемой валюты.

По режиму использования различают **свободно конвертируемую валюту** (валюты стран, которые полностью отменили валютные ограничения и обменивают их на все другие валюты), **частично конвертируемую** (валюты стран, сохранившие валютные ограничения для определенного круга валютных операций) и **неконвертируемую валюту** (валюты стран, полностью сохранившие валютные ограничения по всем операциям как для нерезидентов, так и резидентов).

По материально-вещественной форме валюта бывает **наличной и безналичной**.

По принципу построения – **«корзинного» типа и обычной**. **Валютная корзина** – это метод соизмеримости средневзвешенного курса одной валюты по отношению к определенному набору других валют. Важным моментом расчета валютной корзины является определение её состава, размера валютных компонентов, то есть количество единиц валюты в наборе.

Главной характерной чертой международных финансовых операций является то, что они имеют дело с многочисленными валютами. Каждая страна имеет свою денежную единицу, валюту, которая лежит в основе денежной системы страны (доллар, иена, рубль, гривна и др.). Валюта в разных странах может иметь одно название, но разную ценность. Например, денежная единица и в Канаде и в США – доллар, но американский доллар и канадский доллар имеют разную ценность.

Благодаря тому, что каждая страна использует в своем обращении валюту, которая отличается от валюты других стран, все международные операции – торговые, кредитные и др. – предусматривают обмен двух валют. При осуществлении международной операции поток товаров, услуг,

капитала в одном направлении предусматривает движение валютных средств в обратном. Например, если вы покупаете у автомобильного дилера американскую машину, вы платите ему за машину в гривнах. Но автомобильный дилер должен заплатить американцам в долларах. Дилер создает спрос на доллары и предложение гривен на рынке обмена иностранной валюты. А поскольку, обычно, страна торгует не с одной, а с несколькими странами, то в обмен между собой вступает ряд национальных валют.

Валюты, как правило, обмениваются не просто одна на другую, а в определенном соотношении, которое определяется их относительной стоимостью, называемой обменным курсом валют.

«Обменный валютный курс» – это:

- 1) количество единиц одной валюты, необходимое для приобретения единицы другой валюты;
- 2) рыночные цены одной валюты, выраженные в другой валюте;
- 3) совокупность цен валют, взаимосвязанных трехсторонним арбитражем.

Как уже отмечалось, содержанием валютной операции является обмен валюты одной страны на валюту другой. Каждая национальная валюта имеет определенную цену, которая выражается в денежных единицах другой страны. Например, 1 долл. стоит 132,08 иены. Эта цена валюты называется валютным курсом. Цены валют ежедневно публикуются. Цены на свободно конвертируемую валюту определяются на международном валютном рынке исходя из спроса и предложения на нее, а в странах с частично конвертируемой валютой цена национальной валюты устанавливается центральным банком. Таким образом, валютный, или обменный, курс имеет количественную определенность, представляющую собой соотношение количества обмениваемых валют. Так, если вы обмениваете 100 грн на 20 американских долларов, то 100 грн делятся на 20 долл., что равняется 5,0 грн за 1 долл. Обменный курс – это результат деления количества валюты, которую вы обмениваете, на количество валюты, которое вы получаете в обмен. Если мы знаем обменный курс гривны (0,20 долл. за 1 грн), то можем подсчитать, сколько долларов можно получить за 200 грн. Для этого нужно 200 грн умножить на обменный курс гривны, то есть на 0,20. За 200 грн можно получить 40 долл.

Определение курса валют называется *котировкой*. Существует два метода котировки иностранной валюты к национальной: прямой и косвенный. При *прямой котировке* курс единицы иностранной валюты выражается в национальной валюте (1 долл. = 5,0 грн). При *косвенной котировке* курс единицы национальной валюты выражается в иностранной валюте (1 грн = 0,20 долл.).

При котировке валют устанавливается базовая валюта и валюта котировки. *Базовая валюта* – это валюта, относительно которой котируются другие валюты, т.е. валюта, с которой сравнивают определенную денежную единицу. *Валюта котировки* – это валюта, которая котируется к базовой

вой, т.е. валюта, курс которой определяется. Курсы валют устанавливаются к базовой валюте, т.е. какое количество валюты котировки соответствует единице базовой валюты. Как правило, все валюты (за исключением английского фунта стерлинга и корзины валют) сравниваются с долларом США. Использование доллара как базовой валюты отражает роль американской валюты как общепризнанной расчетной единицы.

При анализе динамики валютных курсов учитывают метод котировки. Поскольку валютный курс – это цена денег, то его изменения означают подорожание или обесценение денег. Национальная валюта дорожает, если валютный курс, определенный методом прямой котировки, снижается (был 5,4010 грн/1 долл., стал 5,1210 грн/1 долл.), и обесценивается при возрастании валютного курса.

## 1.2. Расчетные виды валютных курсов

Для оценки темпов экономического развития используют несколько расчетных видов валютных курсов.

**Номинальный валютный курс.** Это – курс между двумя валютами, то есть относительная цена двух валют (предложение их обмена одной на другую). Например, номинальный валютный курс доллара к фунту стерлинга равняется 2,00 долл./ 1 фунт.

Определение номинального валютного курса совпадает с общим определением самого валютного курса и устанавливается на валютном рынке. Он используется в валютных контрактах и является простейшим и базовым определением валютного курса. Однако для долгосрочного прогнозирования он не удобен, поскольку стоимость иностранных и национальных валют изменяется одновременно с изменением общего уровня цен в стране.

**Реальный валютный курс.** Это – номинальный валютный курс, скорректированный на относительный уровень цен в своей стране и в той стране, к валюте которой котируется национальная валюта. Реальный валютный курс является сравнением покупательной способности двух валют.

Для его расчета используется формула:

$$S_r = S_n \frac{P^1}{P}, \quad (1.1)$$

где  $S_r$  – реальный валютный курс;

$S_n$  – номинальный валютный курс;

$P^1$  – индекс цен зарубежной страны;

$P$  – индекс цен своей страны.

Реальный валютный курс представляет собой соотношение потребительской корзины за рубежом, переведенной из иностранной валюты в национальную с помощью номинального валютного курса (номинальный

валютный курс, умноженный на индекс цен зарубежной страны) и цены потребительской корзины одних и тех же товаров в своей стране.

Индекс реального валютного курса показывает его изменение с поправкой на темп инфляции в обеих странах. Если темп инфляции в своей стране превышает зарубежный, то реальный валютный курс будет выше номинального.

Например, номинальный валютный курс гривны по отношению к доллару упал с 5,4 грн до 5,6 грн за 1 долл. Цены в США за этот самый период возросли на 0,4%, в Украине – на 8%. Вследствие этого реальный валютный курс составил:

$$5,6 \times \frac{100,4}{108} = 5,21 \text{ грн./дол.}, \text{ то есть вырос.}$$

**Номинальный эффективный валютный курс.** Он рассчитывается как соотношение между национальной валютой и валютами других стран, взвешенными в соответствии с удельным весом этих стран в валютных операциях данной страны. Он выражается формулой:

$$S_n^e = \sum_i (P_n^s \times W_i), \quad (1.2)$$

где  $S_n^e$  – номинальный эффективный валютный курс;

$\sum_i$  – знак суммы показателей по  $i$  странам;

$i$  – страна – торговый партнер

$P_n^s = \frac{S_{n_1}}{S_{n_0}}$  – индекс номинального валютного курса текущего года

( $S_{n_1}$ ) по сравнению с базовым годом ( $S_{n_0}$ ) каждой страны – торгового партнера;

$W_i = \frac{X_i + IM_i}{X_{total} + IM_{total}}$  – удельный вес каждой страны в торговом обо-

роте данной страны со странами, которые являются главными торговыми партнерами.

Номинальный эффективный валютный курс показывает усредненную динамику движения курса национальной валюты по отношению к нескольким валютам, а также отражает изменение уровней цен в любой из стран.

**Реальный эффективный валютный курс.** Это номинальный эффективный валютный курс, скорректированный на изменение уровня цен или других показателей издержек производства, который показывает динамику реального валютного курса данной страны к валютам стран – основных торговых партнеров.

Он выражается формулой:

$$S_r^e = \sum_i (P_r^s \times W_i), \quad (1.3)$$

где  $S_r^e$  – реальный эффективный валютный курс;

$P_r^s = \frac{S_{r_1}}{S_{r_0}}$  – индекс реального валютного курса текущего года по

сравнению с базовым годом каждой страны – торгового партнера.

Индекс  $S_r^e$  считается главным показателем, характеризующим обобщенную динамику курсов основных валют и на его основе прогнозируются тенденции их развития.

Если  $S_r^e$  национальной валюты повышается, то экспорт становится более дорогим, его размеры сокращаются, а импорт ставится более дешевым и размеры его возрастают, то есть конкурентные позиции страны на мировом рынке ухудшаются. Следовательно,  $S_r^e$  является показателем, характеризующим конкурентоспособность страны на мировом рынке.

### 1.3. Кросс-курс и трехсторонний арбитраж

Каждая валюта имеет не один валютный курс, а столько, сколько существует валют. Обменные курсы валют, имея разное числовое выражение, взаимосвязаны и составляют совокупность цен, взаимосвязанных трехсторонним арбитражем. Трехсторонний арбитраж – это операция обмена двух валют через третью с целью получения прибыли, используя разность между обменным курсом и кросс-курсом.

Кросс-курсом называется курс обмена двух валют (А и В) через третью валюту (С). Определение кросс-курса происходит путем конвертации валюты «А» сначала в валюту «С», а потом – валюты «С» в валюту «В»:

$$(A / C) \times (C / B) = A / B \quad (1.4)$$

Действия арбитражеров создают дополнительное предложение одних валют и дополнительный спрос на другие валюты. Конкуренция между арбитражерами приводит к тому, что прибыль от арбитража настолько мала, что практически обменный курс и кросс-курсы равны. Вместе с тем трехсторонний арбитраж создает механизм, который уравнивает спрос и предложение на валюту на всех валютных рынках. Вследствие этого экспорт всегда повышает стоимость валюты страны при измерении ее в валютах других стран, а импорт – снижает стоимость валюты независимо от того, в какую страну идет экспорт и из какой страны поступает импорт.

Кросс-курсы валют являются вторичным показателем и рассчитываются через основные курсы валют относительно доллара. Существует три способа расчета кросс-курсов с учетом того, является ли котировка валют к доллару прямой или косвенной [29, с. 432].

**1 способ:** расчет кросс-курса для валют с прямой котировкой к доллару США (доллар является базой котировки для обеих валют). Для расчета кросс-курса следует разделить курс валюты, которая выступает в кросс-курсе валютой котировки, на курс валюты, которая в кросс-курсе служит базой котировки. Например, нужно найти кросс-курс канадского доллара и японской иены (CAD/JPV). Котировка канадского доллара к доллару США (USD/CAD) равняется 1,5658, а канадского доллара к иене (USD/JPV) –

$$107,34. \text{ Кросс-курс CAD/JPV равен: } \frac{107,34}{1,5658} = 68,52$$

**2 способ:** расчет кросс-курса для валют с прямой и косвенной котировкой к доллару США, где доллар является базой котировки для одной из валют. Для расчета кросс-курса следует перемножить долларовые курсы этих валют.

Например, нужно найти кросс-курс фунта стерлингов к украинской гривне (GBP/UAN). Курс GBP/USD=1,5890 (косвенная котировка), курс USD/UAN=5,4250 (прямая котировка).

$$\text{Кросс-курс GBP/UAN} = 1,5890 \times 5,4250 = 8,6203.$$

**3 способ:** расчет кросс-курса для валют с косвенной котировкой к доллару США, где доллар является валютой котировки для обеих валют. Для расчета кросс-курса необходимо разделить курс базовой валюты на курс валюты котировки. Например, нужно определить кросс-курс фунта стерлингов к австралийскому доллару (GBP/AUD). Курс GBP/USD=1,5820, курс AUD/USD=0,7596.

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

Наиболее часто рассчитывают такие кросс-курсы: фунт стерлингов к японской иене, евро к японской иене, евро к швейцарскому франку.

#### **1.4. Виды валютных курсов в зависимости от степени гибкости**

В международной практике используют такие основные режимы валютных курсов: фиксированные, плавающие (гибкие), компромиссные.

**Режим фиксированных валютных курсов** – это система, при которой валютный курс фиксируется, а его изменения под влиянием колебания спроса и предложения устраняются проведением государством стабилизационных мероприятий. Классической формой фиксированных курсов является валютная система «золотого стандарта», когда каждая страна устанавливает золотое содержание своей денежной единицы. Валютные курсы при этом представляют фиксированное соотношение золотого содержания валют.

Фиксированный валютный курс может фиксироваться разными способами:

1. Фиксация курса национальной валюты к курсу наиболее значащих валют международных расчетов. Например, к доллару США фиксируют курс многие страны Латинской Америки, Африки.

2. Использование валюты других стран в качестве законного платежного средства. Так, большинство республик бывшего СССР в 1992-1994 гг. использовали русский рубль в качестве законного платежного средства.

3. Фиксация курса национальной валюты к валютам других стран – главных торговых партнеров. Например, Бутан – к индийской рупии, Намибия, Свазиленд – к южноафриканскому ранду.

4. Фиксация курса национальной валюты к коллективным валютным единицам, например, к СДР (Ливия, Мьянма, Сейшельские Острова).

К преимуществам фиксированных валютных курсов следует отнести то, что когда курс стабильный, то он обеспечивает компаниям надежную основу для планирования и ценообразования; ограничивает внутреннюю денежно-кредитную политику; положительно влияет на недостаточно развитые финансовые рынки и финансовые инструменты.

Недостатки фиксированных валютных курсов:

- если ему не доверяют, то он может поддаться спекулятивным действиям, которые в дальнейшем могут обусловить отказ от фиксированного курса;

- не существует надежного способа определить, является ли выбранный курс оптимальным и стабильным;

- фиксированный курс предусматривает готовность центрального банка к проведению валютных интервенций с целью его поддержки.

В целом система фиксированного валютного курса позволяет решать только краткосрочные проблемы, связанные в первую очередь с высоким уровнем инфляции и нестабильностью национальной валюты. В долгосрочном периоде такой валютный режим неприемлемый, потому что расхождения в темпах роста производительности производства не находят адекватного отражения в изменениях относительных цен и распределении ресурсов между разными группами товаров и услуг, в результате чего накапливаются диспропорции в структуре народного хозяйства.

В странах с рыночной экономикой и высоким уровнем дохода, как правило, действуют рыночные (плавающие) валютные курсы.

**Гибкие или свободно плавающие валютные курсы** – режим, при котором курсы обмена валют определяются беспрепятственной игрой спроса и предложения. Рынок валют уравнивается с помощью ценового, т.е. курсового механизма.

Преимуществом рыночных валютных курсов является то, что они вследствие свободного колебания спроса на валюту и её предложения автоматически корректируются таким образом, что в конечном итоге устраняются несбалансированные платежи; у спекулянтов нет возможности получать прибыль за счет центрального банка; у центрального банка нет потребности осуществлять валютные интервенции.

К недостаткам можно отнести то, что рынки не всегда работают с идеальной эффективностью, и поэтому существует риск, что валютный курс будет находиться на протяжении продолжительного времени на необоснованном экономическими прогнозами уровне; неопределенность будущего валютного курса может создать трудность для компании в сфере планирования и ценообразования; свобода проведения независимой внутренней денежно-кредитной политики может быть нарушена (например, если правительство не имеет средств противодействовать снижению валютного курса, оно может проводить инфляционную, бюджетную и денежно-кредитную политику).

**Компромиссные валютные курсы** – это режим, при котором объединяются элементы фиксирования и свободного плавания валютных курсов, а регулирование валютного рынка лишь частично осуществляется движением самих валютных курсов. Это может быть:

- поддержка фиксированного курса путем незначительных изменений в экономике, а в случае их недостаточности – путем девальвации валюты и установлением нового официального фиксированного курса;

- регулируемое плавание валют, когда официальные органы изменяют валютный курс постепенно, пока не будет достигнут новый паритет. Это может быть: а) «скользящая привязка» – ежедневная девальвация национальной валюты на заранее запланированную и объявленную величину; б) «ползущая привязка» – снижение валютного курса с заранее объявленной периодичностью на определенную величину; в) «грязное плавание» – ежедневная девальвация на заранее не объявленную величину. Вместе с этим правительство принимает меры по приспособлению экономики к новой ситуации.

Если предложение не отвечает спросу при заданном официальном курсе, то валютой торгуют нелегально по обменному курсу черного рынка. Оффшорный обменный курс относится к неофициальной цене регулируемых валют, операции по которым осуществляются в оффшорных зонах.

## 1.5. Спрос и предложение на иностранную валюту

Спрос на иностранную валюту возникает вследствие необходимости покупки товаров и услуг за рубежом. Спрос на валюту любой страны на валютном рынке свидетельствует о том, что существует спрос иностранцев на товары и услуги этой страны. Величина спроса на валюты зависит от цены на предлагаемый товар. Со снижением цены на товар все больше покупателей захотят и смогут его купить.

Покупателям, которые захотят приобрести иностранный товар, будет нужна валюта страны-продавца товара в обмен на национальную валюту по цене, сложившейся на рынке, то есть по обменному курсу. Спрос на валюту продавца товара будет зависеть от цены валюты (валютного курса).



Предложение валюты со стороны страны-продавца возникает, в свою очередь, вследствие необходимости покупки товаров (то есть спроса на товар) у страны-покупателя ее товаров.

Другими словами, взаимный спрос на две (и более) валюты и их предложение возникает вследствие торговых операций между двумя (и более) странами.

Рассмотрим кривые спроса и предложения иностранных товаров и иностранной валюты, иллюстрирующие высказанные выше положения [58, с.22-25].

Предположим, что между двумя странами (США и Японией) осуществляется одна торговая операция: обмен американской пшеницы на японские «Тойоты» (рис. 1.1, 1.2).

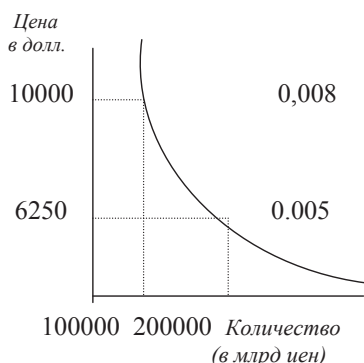


Рис.1.1. Кривая америк. спроса на «Тойоты»

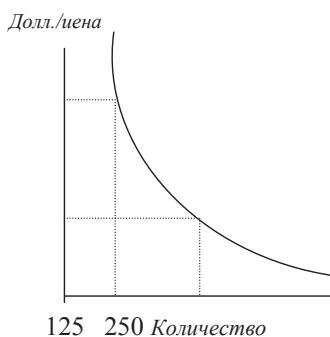


Рис 1.2. Кривая спроса на иены

Кривая спроса на «Тойоты» показывает, что по цене в 10000 долл. за одну автомашину спрос будет на 100000 машин, по цене в 6250 долл. спрос возрастет до 200000 единиц.

Кривая американского спроса на иену показывает зависимость спроса на японскую валюту для покупки «Тойот» от курса иены.

Предположим, что Япония готова производить и экспортировать «Тойоты» за 1250000 иен. По курсу обмена 0,008 долларов за 1 иену автомобиль может быть продан в США за 10000 долл. ( $1250000 \times 0,008 = 10000$ ). По такой цене будет продано 100000 «Тойот». Для их покупки американцам потребуется 125 млрд иен ( $1250000 \times 100000 = 125$  млрд).

Если курс иены снизится до 0,005 долл. за 1 иену, то японцы, как и раньше, получают 1250000 иен за каждый проданный автомобиль, даже если они будут продавать их за 6250 долл. ( $1250000 \times 0,005 = 6250$ ).

Но при этом спрос на машины повысится до 200000 единиц, что, в свою очередь, приведет к увеличению спроса на иену на валютном рынке до 250 млрд иен ( $1250000 \times 200000 = 250$  млрд).

Итак, снижение курса валюты какой-либо страны приводит к удешевлению для иностранцев товаров и услуг этой страны и повышению спроса на них. Увеличившийся спрос на товары влечет за собою увеличение спроса на валюту этой страны.

Посмотрим теперь на валютный обмен с точки зрения факторов, вызывающих предложение японской иены. Для этого рассмотрим кривую японского спроса на американскую пшеницу и кривую предложения иены на валютном рынке (рис.1.3, 1.4).

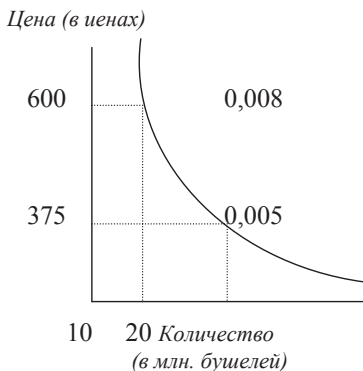


Рис.1.3. Кривая японского спроса на пшеницу

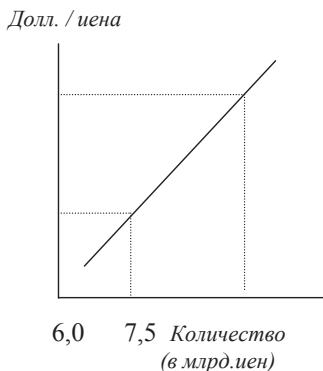


Рис.1.4. Кривая предложения иены на рынке валютных обменов

Кривая японского спроса на пшеницу показывает, что по цене 375 иен за бушель японцы купят 20 млн бушелей. Если цена повысится до 600 иен, то спрос на пшеницу снизится до 10 млн бушелей.

Кривая предложения иен показывает зависимость предложения иен от цены иены в долларах.

Если цена одной иены составляет 0,005 доллара, то количество иен, предлагаемых на валютном рынке, составит 6 млрд иен ( $600 \times 10000000 = 6$  млрд). Если же цена иены повысится до 0,008 доллара, то предложение иен возрастет до 7,5 млрд долл. ( $375 \times 20000000 = 7,5$  млрд).

В рыночной экономике цена валюты колеблется под влиянием спроса и предложения. Если обменный курс слишком высок, предложение валюты превысит спрос на нее и цена валюты снизится. Если же цена слишком мала, спрос на валюту превысит предложение и курс повысится. Вследствие таких колебаний складывается цена равновесия валюты или рыночная цена. Рыночная цена – это обменный курс, при котором предложение валюты на валютном рынке равняется спросу на нее (рис. 1.5).

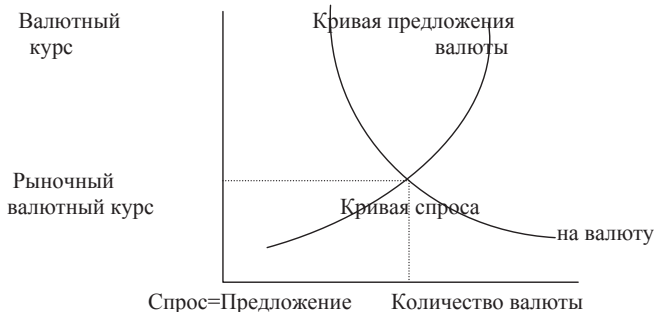


Рис. 1.5. Определение рыночной цены валюты

Мы можем сделать вывод, что валютный рынок действует так же, как и другие рынки. Возрастание спроса приводит к росту цены (или валютного курса). Рост предложения вызывает падение обменного курса. На свободном рынке курс обмена валют всегда будет двигаться к равновесию, выявляя любые недостатки или излишки.

### 1.6. Зависимость цен от изменения валютного курса

Понимание сути валютных курсов и видов их котировки позволяет сравнивать экспортную цену товара с ценой внутреннего рынка и тем самым выяснить, насколько выгодной является продажа того или другого товара, или услуги на определенном иностранном рынке.

Предположим, что украинская фирма производит товар X, который на национальном рынке стоит 21,6 грн, и хочет узнать об экспортных возможностях этого товара на немецком и английском рынках. Для этого финансовый менеджер узнает в банке об обменных курсах украинской, немецкой и английской валюты в долларах. Обменные курсы таковы: 1,6 долл. за 1 фунт стерлингов – в виде косвенной котировки, и 5,5 грн за 1 долл., 0,9658 евро за 1 долл. – в виде прямой котировки. При таких обменных курсах фирма получит от продажи товара доход в 3,93 долл. ( $21,6:5,5 = 3,93$  долл.). Чтобы получить доход от продажи товара на сумму 3,93 долл., он должен быть продан на немецком рынке за 3,8 евро ( $3,93 \times 0,9658 = 3,8$ ), а на английском – за 2,46 фунта ( $3,93 \times 1/1,6 = 2,46$ ).

После того, как определены цены, обеспечивающие доход от продажи товара на иностранных рынках не ниже дохода на национальном рынке, фирма должна выяснить реальные экспортные возможности товара на этих рынках.

Изменение валютных курсов, то есть обесценение или подорожание валют, приводит к изменению цен на экспортируемые и импортируемые товары.

Так, в нашем примере, повышение курса гривны по отношению к доллару с 5,5 грн до 5,2 грн за 1 долл. приводит к удорожанию товара украинской фирмы на немецком рынке до 4,0 евро ( $21,6:5,2 = 4,15$  долл. – это доход от продажи на национальном рынке; цена товара на немецком рынке, которая обеспечивает доход от продажи в размере 4,15 долл., будет равняться  $4,15 \times 0,9658 = 4,0$  евро).

Общий вывод таков. Снижение цены национальной валюты снижает цены национальных товаров, которые выражены в иностранной валюте (товары для иностранцев удешевляются). Это содействует росту экспорта, который становится более конкурентоспособным. Одновременно цены на иностранные товары, которые выражены в национальной валюте, повышаются и импорт их сокращается. Повышение курса национальной валюты делает более дорогими национальные товары, цены на которые выражаются в иностранной валюте (товары для иностранцев дорожают). Их экспорт снижается и становится менее конкурентоспособным. Одновременно цены на иностранные товары, которые выражаются в национальной валюте, снижаются и импорт их возрастает.

### **1.7. Факторы, влияющие на валютный курс**

Валютный курс, как и любая цена, в условиях свободной конкуренции зависит от соотношения спроса и предложения. Кривые спроса и предложения валют иллюстрируют процесс установления равновесного валютного курса и его колебания под воздействием изменения спроса и предложения валюты [22, с. 346, 348]. Но остаются вопросы:

- 1) чем определяется валютный курс при равенстве спроса и предложения;
- 2) какие факторы определяют спрос и предложение и вызывают их изменения.

Отвечая на эти вопросы, мы должны исходить из того, что валютная система является одной из сфер товарно-денежных отношений, и в ней действуют законы интернациональной стоимости и мировой цены, закон конкуренции и др., что функцию мировых денег, по определению, может выполнять только золото. Напомним, что различают субстанциональную и меновую стоимость денег. Бумажно-кредитные деньги субстанциональной стоимости не имеют, их меновая стоимость – это покупательная способность относительно товаров и услуг. Золото в качестве мировых денег имеет интернациональную стоимость. Изначально паритет валют определялся их золотым содержанием (“золотой стандарт”). Бумажно-кредитные деньги свободно конвертировались в золото. После отказа от “золотого стандарта” связь валют с золотом как адекватным материалом мировых денег, в конечном счете, сохраняется. Поэтому долгосрочными фундаментальными факторами, определяющими движение валютных курсов, явля-

ются процессы, происходящие в сфере национального производства и обращения. Это, прежде всего, сравнительная (по отношению к мировому уровню) производительность труда, и, соответственно, издержки производства, долгосрочные темпы роста ВВП, место и роль страны в мировой торговле и вывозе капитала. Относительно более быстрый рост производительности труда в отдельной стране (относительное повышение производительности труда) в долгосрочном плане приводит к повышению относительной покупательной способности национальных денег по отношению к товарам и соответственно к увеличению валютного курса этой страны. Это обстоятельство дает возможность прогнозировать долгосрочное развитие валютных курсов.

Чем выше издержки производства и цены в стране (ниже производительность труда) по сравнению с мировыми, тем больше возрастает импорт по сравнению с экспортом, что ведет к обесцениванию национальной валюты, и наоборот. Этот фактор получил название «паритет покупательной способности» (ППС) валют. На мировых рынках валюты сопоставляются по интернациональным стоимостям определенного количества товаров и услуг, представляемых той или иной денежной единицей. В ходе международных и мирохозяйственных отношений устанавливается такое соотношение двух валют, при котором определенная сумма денег может быть обменена на одинаковую по составу и объему «рыночную корзину» товаров и услуг в обеих странах. Это и будет паритет покупательной способности валют, то есть такой уровень обменного курса двух валют, который уравнивает покупательную способность каждой из них при прочих равных условиях.

Рост национального дохода страны, ведущий к увеличению спроса на импортные товары, порождает спрос на валюту страны-импортера и тенденцию к обесцениванию национальной валюты. А рост экспорта, связанный с ростом национального дохода в другой стране, порождает тенденцию к повышению курса национальной валюты страны-экспортера.

В сфере обращения к факторам, определяющим долговременные тенденции движения валютного курса, относится инфляция, ее темпы по сравнению с темпами обесценивания ведущих валют. Более высокие темпы национальной инфляции, при прочих равных условиях, ведут к снижению валютного курса данной страны по отношению к странам, имеющим относительно невысокие темпы обесценивания денег. В случае инфляции изменение валютного курса чисто номинальное, в отличие от реального изменения курса в случае относительного изменения производительности труда. Если в первом случае воздействовать на валютный курс в сторону его повышения можно с помощью монетарной политики (сокращение эмиссии денег, повышение ставки ссудного процента и т.п.), то во втором – средствами, направленными на повышение производительности труда до уровня, обеспечивающего конкурентоспособность на мировом рынке.

Одним из факторов, определяющих движение валютных курсов, является относительный уровень реальных процентных ставок, то есть но-

минальных процентных ставок с поправкой на величину инфляции. Относительный уровень реальных процентных ставок регулирует потоки капиталов между странами. Увеличение процентных ставок делает страну привлекательной для вложения финансовых средств, вследствие чего увеличивается предложение иностранной валюты и спрос на национальную валюту. Низкие процентные ставки ограничивают или вызывают отток капитала, вследствие чего увеличивается спрос на иностранную валюту. Соответственно ведёт себя и валютный курс. В первом случае он имеет тенденцию к повышению, во втором – к снижению. Таким образом, более сильная инфляция и более низкие реальные процентные ставки приводят к обесцениванию валюты.

Влияет на валютный курс и состояние платежного баланса страны. Как правило, пассивный баланс ухудшает положение на мировом рынке той или иной валюты, поскольку при этом спрос на иностранную валюту превышает ее предложение, активный баланс – улучшает, поскольку предложение иностранной валюты превышает спрос на нее.

Краткосрочные колебания валютных курсов зависят от психологического фактора – рыночного «ожидания» участников валютного рынка (предположения банкиров, дилеров о перспективах динамики курса той или иной валюты, валютные интервенции и т.п.), порождающего разного рода спекуляции на валютных рынках, в том числе спекулятивное движение капиталов. Ожидание дальнейшего снижения (повышения) валютного курса рождает стремление освободиться (или скупить) от данной валюты, что приводит к еще большему снижению (повышению) валютного курса.

Валютная интервенция, то есть вмешательство центральных банков и казначейств в валютные операции, проводится как с целью повышения, так и с целью снижения курса валюты своей страны или иностранной валюты. Если ставится цель повышения курса национальной валюты банки и казначейства прибегают к массовой продаже иностранной валюты и покупке национальной валюты. Если же страна заинтересована в снижении курса своей валюты, то происходит обратное – массовая покупка иностранной и продажа национальной валюты. Валютная интервенция может лишь временно повлиять на движение валютных курсов. Степень ее эффективности зависит от объема средств специально созданных валютных фондов.

Снижение курса национальной валюты способствует бросовому экспорту товаров. Однако валютный демпинг приносит дополнительную прибыль лишь тогда, когда внешнее обесценивание валюты, т.е. снижение ее валютного курса, опережает внутреннее обесценивание, т.е. падение покупательной силы денег в данной стране. Лишь в этом случае, продавая товар за прежнюю (или более низкую) цену в иностранной валюте, экспортер обменивает эту валюту на большее количество своей национальной валюты вследствие падения курса последней. Это позволяет ему купить на внутреннем рынке больше оборудования, сырья, рабочей силы для расширения производства.

## 1.8. Прогнозирование валютного курса

Одним из направлений валютной политики является прогнозирование валютного курса, осуществляемое банками, фирмами, ТНК. Целью прогнозирования является улучшение страхования валютных рисков и повышение эффективности решений в области международного финансового менеджмента. Прогнозирование дает возможность сделать правильный выбор валюты цены и валюты платежа во внешнеторговых контрактах; валюты международного кредита и платежа; валюты, в которой ведется счет корпораций в банке; денежной единицы, в которой деноминируются заграничные капиталовложения компании или заграничные активы банка.

Прогнозные оценки используют валютные дилеры, брокеры, то есть профессиональные валютные спекулянты, играющие на разнице курсов валют.

Сдвиг валютных курсов вызывается разнообразными факторами. Учитывая эти факторы, можно получить представление о направлении изменений валютных курсов.

Прогнозирование не является точной наукой, прогнозы нельзя считать достаточно надежными. Однако общее понимание того, какие экономические силы влияют на формирование валютных курсов, позволяет инвесторам своевременно реагировать на ожидаемые изменения будущей их динамики. При этом нужно учитывать и те факторы, которыми руководствуются правительства, вмешиваясь в ситуацию на валютных рынках. Результат официальных интервенций на валютном рынке зависит от реакции спекулянтов. Если последние убеждены, что центральный банк имеет возможность стабилизировать тот или иной валютный курс, то они будут способствовать поддержанию курса этой валюты. Если спекулянты считают, что попытки поддержать курс слабой валюты не достигнут цели, то спекуляция против этой валюты усилится.

Известно, что на динамику валютного курса влияют: паритет покупательной способности валют; отличия в темпах инфляции; относительный уровень реальных процентных ставок; спрэд между официальным и рыночным курсом; состояние платежного баланса страны; состояние экономики и валютная политика; политическая обстановка.

Относительное состояние денежных масс разных стран влияет на валютные курсы. На международном рынке, как и на национальном, стоимость валюты тем меньшая, чем больше ее находится в обращении.

Спрос на наличные деньги зависит от годового объема сделок, возникающих при обмене денег на товары и услуги, который (объем) тесно связан с уровнем произведенного продукта – ВВП. Спрос на валюту той или иной страны представляет собой спрос на право покупки части ВВП этой страны. Этот спрос должен быть пропорционален ВВП определенной страны независимо от того, откуда идет этот спрос.

Уравнение количественной теории спроса на деньги исходит с того, что предложение денег любой страны равняется спросу на деньги, который прямо пропорциональный стоимости ВВП.

Уравнение для двух стран имеет такой вид:

$$M_1 = K_1 \cdot P_1 \cdot Y_1, M_2 = K_2 \cdot P_2 \cdot Y_2 \quad (1.5)$$

где  $M_1$  и  $M_2$  – внутреннее и внешнее предложения денег (например, в долларах или в евро);

$P_1$  и  $P_2$  – уровни цен;

$Y_1$  и  $Y_2$  – реальные (в постоянных ценах) национальные продукты;

$K_1$  и  $K_2$  – поведенческие коэффициенты, определяемые каждым уровнем.

Уравнения количественной теории могут быть использованные для определения соотношения уровня цен между странами:

$$\frac{P_1}{P_2} = \left(\frac{M_1}{M_2}\right) \times \left(\frac{K_2}{K_1}\right) \times \left(\frac{Y_2}{Y_1}\right) \quad (1.6)$$

В долгосрочной перспективе, при условии, что товары и услуги могут быть куплены либо в одной, либо в другой стране, относительное состояние денежных масс разных стран влияет на валютные курсы: стоимость валюты тем меньше, чем больше ее находится в обращении и наоборот.

Предположение, что международная торговля уравнивает тенденции движения цен основных товаров, участвующих в международной торговле, привело к гипотезе паритета покупательной способности, которая связала цены в национальной валюте с валютными курсами. Иначе говоря, паритет покупательной способности валют может быть представлен как равенство покупательной способности разных валют при неизменном уровне цен в каждой из стран. На его основе прежде всего осуществляется прогнозирование тенденций изменения валютного курса.

Существуют теории абсолютного и относительного паритета покупательной способности валют. В *теории абсолютного паритета покупательной способности* утверждается, что обменный курс между валютами двух стран равен отношению уровней цен в этих странах:

$$R_{d/f} = \frac{P_d}{P_f}, \quad (1.7)$$

где  $R_{d/f}$  – валютный курс

$P_d$  – уровень внутренних цен (цена потребительской корзины в своей стране)

$P_f$  – уровень цен за границей (цена потребительской корзины в иностранной стране)

Например, потребительская корзина в Украине стоит 1000 грн и 200 долл. в США. При таком соотношения цен должен установиться валютный курс 5 грн за 1 долл. Если уровень цен в Украине увеличится втрое, то увеличится и цена доллара в гривнах в три раза: 15 грн за 1 долл. (3000 грн /



200 долл.). Таким образом, покупательная способность национальной валюты каждой страны зависит от уровня ее внутренних цен. В результате роста внутренних цен покупательная способность национальной валюты снижается, что приводит к пропорциональному снижению (обесцениванию) ее валютного курса.

*Теория относительного паритета покупательной способности валют* утверждает, что изменение обменного курса между валютами двух стран пропорционально относительному изменению уровней цен в этих странах, то есть учитывается инфляция.

$$R_{d/f}^1 = R_{d/f}^0 \times \frac{P_d^1 / P_d^0}{P_f^1 / P_f^0}, \quad (1.8)$$

где  $R_{d/f}^0$  и  $R_{d/f}^1$  – валютный курс в базовом и текущем году;

$P_d^0$  и  $P_d^1$  – уровень внутренних цен в базовом и текущем году;

$P_f^0$  и  $P_f^1$  – уровень цен за границей в базовом и текущем году.

Предположим, что индекс потребительских цен в Украине повысился с 100 до 110, а индекс потребительских цен в США – с 100 до 103. Обменный курс в базовом году равнялся 5,200 грн за 1 долл.

В этом случае:  $R_{d/f}^1 = 5,200 \times \frac{110}{103} = 5,564$  грн за 1 доллар.

Таким образом, курс доллара возрастет на 7%, что равняется разности темпов инфляции в Украине и США.

Другим способом определения валютного курса на основе теории относительного паритета покупательной способности является сопоставление темпов инфляции внутри страны ( $i_d$ ) и за рубежом ( $i_f$ ) с изменением курса национальной валюты:

$$i_d - i_f = \frac{R^1 - R^0}{R^0} \quad (1.9)$$

Изменения валютных курсов часто следует за увеличением разрыва в процентных ставках в двух или более странах. Если процентная ставка в данной стране увеличилась, а в других странах осталась неизменной, то инвесторы стремятся купить на валютном рынке спот валюту этой страны, поскольку предоставление в дальнейшем этой валюты займы (краткосрочный депозит, облигация) принесет большой доход в виде процента. Рост спроса на данную валюту повышает ее курс на рынке спот. Так действует механизм взаимосвязи между валютными курсами и процентной ставкой, если отвлечься (то есть при прочих равных условиях) от тех факторов, которые влияют на сами процентные ставки. Так, если повышение процентных ставок связано с более жесткой денежно-кредитной политикой, то курс валюты на рынках возрастает. Если же процентные ставки

растут вследствие усиления инфляции или увеличения дефицита государственного бюджета, то ожидать укрепления курса валюты не стоит.

Другими словами, ожидаемые изменения валютного курса под влиянием изменения процентных ставок зависят от тех сил, которые влияют на сами процентные ставки. В первую очередь это касается инфляции.

Подробно связь между процентными ставками и инфляцией доказал американский экономист Ирвинг Фишер.

Согласно его теории, рост уровня инфляции ведет к пропорциональному росту уровня процентных ставок и наоборот. Эту закономерность называют «*эффектом Фишера*».

«Эффект Фишера» устанавливает соотношение между номинальной процентной ставкой ( $p$ ), реальной ставкой процента ( $P$ ) и темпом инфляции ( $i$ ) в стране:

$$(1 + p) = (1 + P) \cdot (1 + i) \quad (1.10)$$

Для двух и более стран применяется *генерализованный эффект Фишера*: разность темпов инфляции в сравниваемых странах равняется разности их номинальных процентных ставок, то есть

$$i_d - i_f = p_d - p_f \quad (1.11)$$

Так, если реальная ставка процента находится на уровне 5%, темпы инфляции в одной стране ( $i_d$ ) составляют 2,9%, а во второй ( $i_f$ ) – 1,5%, то номинальные процентные ставки будут:

$$p_d = (1,05) \times (1,029) - 1 = 8,0\%;$$

$$p_f = (1,05) \times (1,015) - 1 = 6,6\%.$$

$$2,9 - 1,5 = 8,0 - 6,6 = 1,4\%.$$

Переход от процентных ставок к валютным курсам объясняет «*международный эффект Фишера*», который показывает, что ожидаемое процентное изменение обменного курса является функцией разных процентных ставок в двух странах.

Международный эффект Фишера выражает следующее уравнение:

$$\frac{R^1}{R^0} = \frac{1 + p_d}{1 + p_f}, \quad (1.12)$$

где  $P_d$  – процентная ставка по национальной валюте;

$P_f$  – процентная ставка по иностранной валюте;

$\frac{R^1}{R^0}$  – процентное изменение валютного курса спот.

Например, если в США и Японии номинальные процентные ставки составляют соответственно 8 и 4 процента, то можно ожидать, что стоимость иены на следующий год возрастет на 3,85%:

$$\frac{(1 + 0,08)}{(1 + 0,04)} - 1 = 0,0385.$$

Таким образом, из «международного эффекта Фишера» следует, что если в США номинальные процентные ставки выше, чем в Японии, то стоимость доллара в дальнейшем снизится на величину, которая равняется разнице в процентных ставках. Полученная величина в действительности может быть и повышена, и занижена.

Теория Фишера демонстрирует прямую связь между номинальной процентной ставкой, темпом инфляции и валютным курсом [12, с. 27; 64, с. 113]:

$$p_d - p_f = i_d - i_f = \frac{R^1 - R^0}{R^0}. \quad (1.13)$$

Более высокий темп инфляции внутри страны, чем за границей, вынуждает местные банки устанавливать более высокие процентные ставки по сравнению с иностранными, так как в них заложено инфляционное ожидание. Это ведет к обесцениванию национальной валюты.

Между тем, следует понимать, что возрастание процентной ставки может привести как к росту валютного курса, так и к его снижению. Это зависит от причины роста процентной ставки.

Как известно, номинальная процентная ставка равняется сумме реальной процентной ставки и ожидаемого темпа инфляции ( $p = P + i$ ).

Из приведенной формулы следует, что на уровень номинальной процентной ставки может влиять как изменение темпа инфляции, так и изменение реальной процентной ставки. Курс национальной валюты будет возрастать или снижаться в зависимости от того, какая составляющая формулы ( $P$  или  $i$ ) влияет на изменение номинальной процентной ставки. Если на рост номинальной процентной ставки влияет рост реальной процентной ставки, то это приведет к росту курса национальной валюты, а если влияет темп инфляции, то это будет причиной снижения курса национальной валюты.

Разница процентных ставок является важным фактором при определении срочных (форвардных) валютных курсов. Форвардные курсы в основном определяются разницей процентных ставок. Так, если бы обменный курс валют между США и Японией оставался постоянным, а процентные ставки в США были значительно выше, чем в Японии, инвесторы всегда вкладывали бы свои капиталы в США. Форвардный курс в этом случае может полностью нейтрализовать разницу процентных ставок в США и Японии. Другими словами, если процентные ставки в США выше, чем в Японии, форвардный курс доллара США будет ниже, чем японской иены на разницу в процентных ставках. При этом доход в долларах от инвестиций в США сравнивается с доходом в долларах от инвестиций в иенах, скорректированным по форвардной сделке.

Прогнозированию валютного курса способствует анализ платежного баланса. Платежный баланс страны дает характеристику деятельности, связанной с операциями выплат денежных средств и их получением. Операции получения — это такие операции, которые связаны с получением средств резидентами данной страны, а операции выплат — это те операции, которые приводят к выплате денежных средств резидентами.

Получение денежных средств связано с экспортом товаров и услуг, получением дохода от инвестиций за рубежом и притоком капитала (приобретением зарубежными компаниями внутренних активов страны). Эти операции являются источниками иностранной валюты. Выплаты денежных средств связаны с импортом товаров и услуг, оттоком капитала (приобретение резидентами зарубежных активов). Эти операции являются способами использования иностранной валюты.

Прогнозирование изменений обменных курсов на основе платежного баланса базируется на прогнозировании изменений поступления и расходов резервов иностранной валюты, выявлении расхождения между предвиденными доходами и затратами.

Международная торговля влияет на валютные курсы через соотношение импорта и экспорта. Импорт товаров и услуг порождает предложение валюты этой страны, а экспорт из страны приводит к спросу на валюту этой страны на рынке валютных обменов. Увеличение импорта приводит к снижению курса валюты, уменьшение импорта — к его росту.

Прогнозирование изменений обменного курса может основываться на любых факторах, влияющих на повышение или снижение импорта в страну: фазе делового цикла, налогах, тарифах, импортных квотах, регулировании со стороны правительства и т.п. Поскольку экспорт товаров и услуг приводит к спросу на валюту страны-экспортера, увеличение экспорта приводит к увеличению стоимости ее валюты, снижение экспорта вызывает снижение обменного курса. Все факторы, влияющие на объем экспорта, могут быть использованы для прогнозирования изменений валютного курса.

Такие показатели платежного баланса, как торговый баланс, баланс расчетов по текущим операциям влияют на тенденции движения валютного курса. Например, дефицит торгового или текущего баланса является отражением того, что страна тратит денег за границей больше, чем получает, происходит увеличение закупки товаров и услуг в иностранной валюте и все больше участников валютного рынка отдают предпочтение тому, чтобы иметь (или тратить) иностранную валюту, а потребность в национальной валюте падает. Валютный рынок учитывает эту ситуацию и происходит падение курса национальной валюты.

Ключевыми факторами, влияющими на изменения валютных курсов, являются также факторы доверия к надежности валюты, *спред* — величина, на которую рыночный курс превышает курс официальный и ряд технических факторов, таких, как публикация национальных статистических данных, сезонная потребность в валюте, некоторое укрепление валюты после ее продолжительного ослабления, и наоборот.

## *ГЛАВА 2.* **ВАЛЮТНЫЕ ОТНОШЕНИЯ И ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС**

### **2. 1. Сущность валютных отношений и валютной политики**

При международных расчетах по мирохозяйственному товарообороту и кредиту, прямым иностранным инвестициям и другим международным связям возникает необходимость обмена денег одной страны на деньги другой страны. На этой почве возникают *валютные отношения* как совокупность денежных отношений, опосредствующих платежно-расчетные операции между агентами (субъектами) мирового хозяйства. Участниками этих отношений являются банки, кредитно-финансовые учреждения, девизные отделы крупных предприятий, маклеры. Валютные отношения – это неотъемлемый элемент современных рыночных связей, поэтому они регулируются такими факторами как максимизация прибыли и конкуренция (спрос и предложение).

Место валютных отношений в системе мирохозяйственных связей определяется тем, что они опосредствуют отношения международной торговли, международное движение факторов производства, воздействуя, с одной стороны, на эти отношения, с другой, – находясь под их влиянием. Если говорить о конечных причинах процессов, происходящих в валютной сфере (в первую очередь, движение валютных курсов), то они определяются процессами, происходящими в сфере производства, развиваются под влиянием изменения соотношения экономических сил между отдельными странами или группами стран.

Конкретной формой организации валютных отношений на национальном, региональном и международном уровнях является национальная, региональная и мировая валютные системы.

*Национальную валютную систему* формируют следующие основные элементы: национальная денежная (валютная) единица; паритет национальной валюты, как основа валютного курса; режим валютного курса; условия конвертируемости национальной валюты; официальные золотовалютные резервы; наличие или отсутствие валютных ограничений; национальные органы, обслуживающие и регулирующие валютные отношения страны; порядок осуществления международных расчетов страны; система валютного регулирования и валютного контроля и др. Качественные характеристики этих элементов определяются типом экономической системы, степенью развития ее институтов и рыночного механизма в целом. Функционирование национальных валютных систем регулируется национальным законодательством каждой страны.

*Региональные валютные системы* создаются в пределах международных интеграционных объединений и валютных блоков и представляют собой договорно-правовую форму организации валютных отношений между рядом стран. Они функционируют благодаря совокупности правил,

обычаев, инструментов, возможностей для осуществления организации международных расчетов. К основным элементам региональных валютных систем относятся: собственная наднациональная (коллективная) валюта (например, евро); согласованный режим регулирования валютных курсов; международные кредитные расчетные учреждения.

*Мировая валютная система* представляет собой функциональную форму организации международных валютных отношений, т.е. совокупность способов, инструментов и органов (институтов), с помощью которых осуществляются денежные расчеты в рамках мирового хозяйства. Ее основными элементами являются: национальные резервные и наднациональные (коллективные) валютные единицы (СДР, евро); условия взаимной конвертируемости валют; унифицированный режим валютных паритетов; регламентация режимов валютных курсов; межгосударственное регулирование валютных ограничений; унификация международных расчетов; режим мировых валютных рынков и рынков золота; межгосударственные региональные и надгосударственные органы, занимающиеся регулированием валютно-финансовых связей и отношений.

Возникновение валютных отношений как мировой системы обусловлено процессами интернационализации и интеграции. Эта система создавалась и видоизменялась как элемент и инструмент экономической интеграции.

Вместе с тем в валютной сфере наиболее ощутимо воздействие, в том числе и негативное, общих экономических процессов мирового хозяйства, что, естественно, рождает стремление национальных органов регулирования защитить экономику от неблагоприятных воздействий. Поэтому проблема соотношения национального и интернационального в валютной политике страны является одной из ключевых.

*Валютная политика* является важным инструментом расширения мирохозяйственных связей и представляет собой совокупность экономических, правовых и организационных мероприятий и форм, которые используют государственные, центральные банковские и финансовые учреждения, международные валютно-кредитные организации в сфере валютных отношений.

Валютная политика определяется валютным законодательством, которое включает совокупность правовых норм по регулированию порядка осуществления операций с валютными ценностями в стране и за ее пределами, а также валютными соглашениями между государствами по валютным проблемам (двусторонними и многосторонними).

Основным элементом валютной политики является валютное регулирование. *Валютное регулирование* – это регламентация государством режима осуществления валютных операций, международных расчетов, определения общих принципов валютного регулирования, полномочий государственных органов и функций банков и других кредитно-финансовых учреждений в регулировании валютных операций, прав и обязан-

ностей субъектов валютных отношений, порядок осуществления валютного контроля, ответственность за нарушение валютного законодательства.

Валютное регулирование осуществляется на межгосударственном, региональном и национальном уровнях.

Необходимость валютного регулирования на межгосударственном и региональном уровнях обусловлена процессами интеграции и транснационализации, развитием международных экономических отношений, становлением мирохозяйственного разделения труда. Межгосударственное и региональное валютное регулирование ориентировано на координацию валютно-финансовой политики отдельных государств и экономических интеграционных объединений, на разработку ими общих мер по преодолению валютных кризисов, общих подходов к выработке валютной политики. Такое скоординированное валютное регулирование позволяет снизить степень автономности национальной экономической политики и увеличить взаимозависимость валютных сфер деятельности разных национальных экономик.

Валютное регулирование на национальном уровне учитывает требования МВФ и региональных объединений, в которые входят отдельные государства. Его стратегия и тактика фиксируется в нормативно правовых и методических документах.

Системы национального валютного регулирования, как правило, определяют субъектов валютного регулирования, порядок осуществления операций с валютными ценностями, статус валюты и обменный валютный курс, полномочия государственных органов и функции банковской системы в сфере валютного регулирования и валютного контроля.

Валютная политика в зависимости от ее целей и форм подразделяется на текущую и долгосрочную [16, с 180-190].

*Текущая валютная политика* – это совокупность краткосрочных мер, направленных на ежедневное, оперативное регулирование валютного курса, валютных операций, деятельности валютного рынка с помощью дисконтной и девизной политики. Целью текущей валютной политики является обеспечение нормального функционирования международных и национальных механизмов мировой валютной системы, поддержка равновесия платежных балансов.

Валютная дисконтная (учетная) политика представляет собой систему экономических, правовых и организационных мер по использованию учетной ставки процента для регулирования движения инвестиций и балансировки платежных обязательств, ориентированного регулирования валютного курса.

Валютная девизная политика – это система регулирования валютного курса путем купли-продажи государственным органами иностранной валюты. Ее разновидностями являются валютная интервенция, валютные ограничения, диверсификации валютных резервов, регулирование степени конвертируемости валюты, режима валютного курса, девальвация, ревальвация.

*Долгосрочная (структурная) валютная политика* предусматривает долгосрочные мероприятия структурного характера по последовательному изменению валютного механизма. Для ее реализации используются межгосударственные переговоры и соглашения, в первую очередь в пределах МВФ и на региональном уровне, а также валютные реформы, включающие меры, направленные на смену ключевых элементов валютной системы, таких, как порядок международных расчетов, режим валютных курсов и паритетов, использования золота и резервных валют, международных платежных средств, функциональных заданий международных и региональных валютно-кредитных и финансовых организаций.

В сфере современных валютных отношений борются две тенденции. С одной стороны – стремление к более тесному непрерывному согласованию экономической политики, коллективному контролю под эгидой МВФ за макроэкономическими показателями развития национальных экономик для достижения стабильности и «предсказуемости» валютных курсов. Такое стремление существует объективно как реакция на растущую взаимозависимость экономики стран мира, порожденную процессами интернационализации и интеграции производства и капитала. С другой стороны — стремление защититься от внешнего вмешательства (главным образом МВФ и США) во внутриэкономическое развитие, сохранить самостоятельный курс в области национальной экономической политики, не допустить ущемления суверенитета.

В разных странах и регионах эти тенденции проявляются с различной силой. Этим и определяется, в значительной мере, как возможность, так и эффективность применения того или иного валютного режима. Нельзя указать валютную политику, наилучшую одновременно для всех стран. Поэтому встает вопрос о выборе конкретной политики в той или иной ситуации в зависимости от задач (проблем), которые стоят перед страной или группой стран. Эта особенность современных валютных отношений и зафиксирована в принципах Ямайской валютной системы, допускающей многовариантность валютных режимов, разрешающей как фиксированные, так и плавающие валютные курсы или их смешанный вариант.

Проблему выбора валютной политики мы будем рассматривать под углом зрения сравнительных преимуществ и недостатков той или иной валютной политики в разных ситуациях. Сначала сравним системы фиксированных и плавающих курсов, затем — регулируемого и свободного плавания.

По некоторым параметрам, при определенных условиях фиксированные валютные курсы (ФВК) предпочтительнее плавающих (гибких) валютных курсов (ПВК). ФВК уменьшают риск и неопределенность международных торговых и финансовых сделок, но они не устраняют влияния изменений спроса и предложения на валютный курс. Поэтому для поддержания фиксированного паритета государство должно иметь возможность влиять на соотношение спроса и предложения валюты. Если страна имеет в наличии достаточные резервы (золото, иностранная валюта), если дисбаланс платежного



баланса носит временный характер, а фиксированные валютные паритеты далеко не оторвались от курса равновесия, то ФВК обеспечивают стабильность валютного рынка. Если же нет достаточных резервов для «финансирования» дефицита платежного баланса, то необходим контроль над торговыми и финансовыми потоками, то есть сдерживание импорта и поощрение экспорта, взимание специальных налогов с процентов и дивидендов, получаемых зарубежными инвесторами, обязательная продажа экспортерами иностранной валюты государству и последующее ее распределение между импортерами. Но такая практика имеет, как правило, негативные последствия: происходит сокращение объема и деформация (нарушение экономической целесообразности, основанной на принципе сравнительных преимуществ) международной торговли, дискриминация отдельных импортеров, появляется «черный рынок» иностранной валюты и т.п. Можно добиться стабильности валютного рынка путем проведения ограничительной налоговой и денежной политики, которая относительно снижает уровень национального дохода и повышает процентные ставки. Однако эти меры, приводя к стабилизации валютного курса, вместе с тем ведут к падению объемов производства, безработице и инфляции. Следовательно, жизнеспособность ФВК зависит от наличия вышеназванных условий. Если их нет, то предпочтительнее плавающие валютные курсы.

Плавающие валютные курсы хотя и имеют определенные преимущества, но порождают большую, чем ФВК, неопределенность и риск как торговой, так и инвестиционной деятельности. При падении интернациональной стоимости валюты страны условия торговли будут ухудшаться, поскольку нужно будет экспортировать больший объем товаров и услуг для оплаты определенного объема импорта. При значительных колебаниях валютного курса появляется дополнительный риск в осуществлении зарубежных инвестиций.

Изменение интернациональной стоимости валюты приводит также к нестабильности экономики страны. Дело в том, что существует взаимосвязь между изменениями интернациональной стоимости валюты (снижение или повышение), инфляцией и безработицей. Если интернациональная стоимость валюты в условиях полной занятости снижается, то возникают инфляционные тенденции. Это происходит по двум причинам: 1) повышается спрос на товары данной страны, то есть увеличивается доля чистого экспорта в совокупных расходах, что вызывает порожденную спросом инфляцию, и 2) цены на весь импорт поднимутся. Если произойдет подорожание валюты, то сократится экспорт и увеличится импорт, что может вызывать безработицу.

Теперь сравним фиксированные и плавающие валютные курсы с точки зрения угрозы дестабилизирующих валютных операций.

Дестабилизирующая спекуляция на валютном рынке возможна при любых валютных режимах. При ФВК она менее вероятна, чем при ПВК в том случае, если правительство серьезно намерено и имеет возможность поддерживать валютный курс на фиксированном уровне. В то же время система фиксированных, но периодически изменяемых валютных курсов (Брет-

тон-Вудская система) создает возможность спекулянтам вести «одностороннюю игру» на валютном рынке, атаковать те валюты, которых ожидается девальвация или ревальвация. При ожидании девальвации спекулянты продают валюту на краткосрочном форвардном рынке и, если их ожидания оправдываются, они получают значительную прибыль, выкупая валюту после девальвации по пониженному курсу. Когда валюта покупается при высокой цене и продается по низкой (в ожидании дальнейшего повышения или снижения), то такие операции приводят к дестабилизации валютного рынка.

При системе плавающих курсов происходит преимущественно «двусторонняя игра»: валютный курс может пойти и вверх и вниз от ожидаемого уровня, поскольку текущий курс спот представляет курс равновесия, а не искусственно установленный официальный паритет, который не отражает реальное соотношение рыночных сил. В условиях чистого плавания спекуляция, как правило, дает стабилизирующий эффект, так как, — по утверждению М. Фридмана, — «Валютные сделки, стабилизирующие рынок, позволяют делать деньги, а дестабилизирующие — их терять. В конце концов дестабилизирующие обстановку участники за свое поведение вытесняются с рынка» [18, с. 351]. Когда валюта продается в основном в период повышения ее цены выше главной трендовой линии и, наоборот, покупается, когда цена опускается ниже этой линии, тогда спекулятивные операции оказывают стабилизирующее влияние на валютные курсы, то есть способствуют движению валютных курсов к их равновесному тренду (рис. 2.1). Но это относится, главным образом, к чистому плаванию валютных курсов. Иное положение, как мы дальше увидим, складывается при системе управляемого плавания. Стабилизирующее и дестабилизирующее воздействие спекулятивных операций иллюстрируют рис. 2.1 и 2.2 [18, с. 351].

На рис. 2.1 дилеры, способствующие восстановлению равновесия, получают прибыль, потому что они покупают валюту по низкой цене и продают при высокой в течение всего цикла движения валютного курса. На рис. 2.2 дилеры дестабилизируют положение и теряют деньги, поскольку покупают по более высокому курсу, чем продают.

Это конечно не означает, что на валютном рынке не проводятся дестабилизирующие операции и что они не могут принести прибыль. На валютных рынках они случались, случаются и могут случиться в будущем. Но опыт показывает, что среди валютчиков, дестабилизирующих обстановку, «коэффициент смертности» выше, чем среди тех, кто стремится вести операции в соответствии с линией равновесия.

Если сравнить систему чистого плавания и управляемого плавания, то исторический опыт применения систем показывает, что опасность спекуляций выше при системе управляемого плавания, чем при системе чистого плавания валютных курсов. П.Х. Линдерт утверждает, что «наиболее интенсивные спекулятивные волны, имеющие отрицательный эффект, возникают при режиме, который управляется государственными органами. Фактически виновниками дестабилизации рынка выступают именно государственные органы» [18, с. 353].

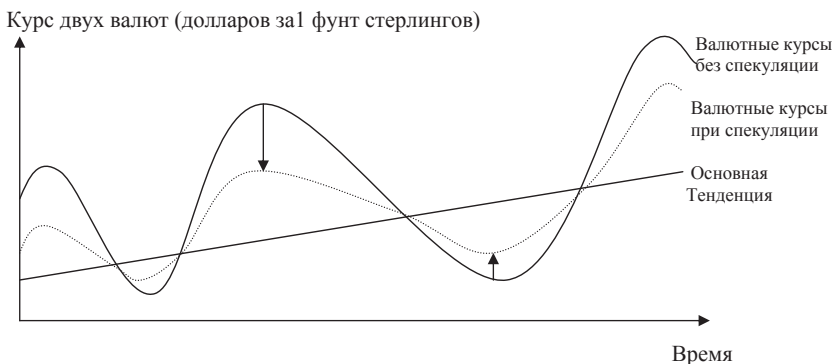


Рис. 2.1. Стабилизирующее влияние

Стремление к валютной стабилизации заставляет государственные валютные органы (центральные банки) проводить значительные валютные операции в одном направлении (так называемое «грязное плавание»). Попытки поддержать курс, который уже не соответствует курсу равновесия, посредством валютных интервенций ведет к валютным потерям государства и перекачке прибыли в руки валютчиков, проводящих дестабилизирующие валютные операции (односторонние спекулятивные операции). Центральный банк, проводящий валютные интервенции в поддержку нерелевных валютных курсов, выступает по существу как спекулянт, дестабилизирующий валютный рынок, так как длительное время проводить такую политику невозможно, она ведет ко все большему и большему валютным потерям, увеличивает расходную часть государственного бюджета. Частные участники рынка пользуются тем, что правительство поддерживает нерелевный курс и получают прибыль, а государство теряет валюту.

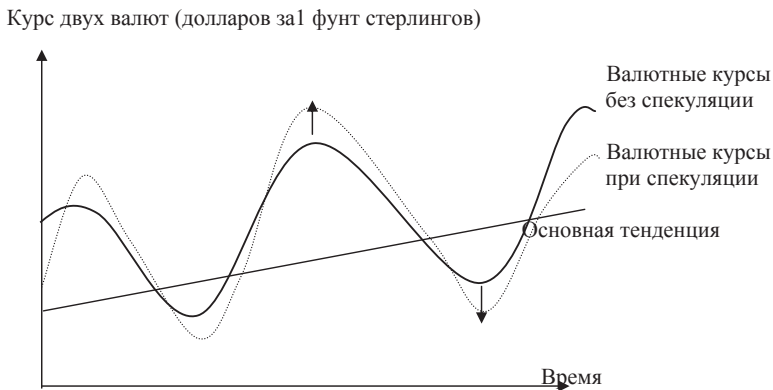


Рис. 2.2. Дестабилизирующее влияние

Можно сделать вывод, что дестабилизирующей спекуляции чаще всего подвержены фиксированные валютные курсы в условиях фундаментальной несбалансированности экономики и курсы, находящиеся в управляемом плавании в условиях сильной инфляции и нестабильности государственной валютной политики.

Дестабилизирующая роль государственных органов особенно деструктивна и приводит к наиболее негативным социальным последствиям в тех случаях, когда обстановка в стране нестабильна, а у правительства нет достаточных резервов для стабилизационной политики, имеется хронический дефицит платежного баланса и бюджета, сильная инфляция. Это доказывает не только исторический опыт, но и опыт установления фиксированного курса карбованца, который обошелся налогоплательщикам в 1 млрд долл., и так называемый «черный вторник» в России.

Важным аспектом проблемы выбора валютной политики является определение взаимосвязи того или иного валютного режима с инфляцией и безработицей, состоянием экономики и проводимой правительством бюджетной, денежно-кредитной и налоговой политики.

При режиме фиксированного валютного курса необходимость поддерживать курс сдерживает инфляцию. Переход к плавающим валютным курсам чаще всего приводит к инфляционной политике, поскольку в этом случае нет сдерживающего начала чрез эмиссии денег.

## 2.2. Международные расчеты

Основной формой валютных отношений являются международные расчеты, которые проводятся по международным экономическим операциям и отражаются в обобщенном виде в платежных балансах всех стран мира. Международные расчеты — это:

а) коммерческие платежи по денежным требованиям и обязательствам, возникающим между предприятиями, банками, учреждениями и отдельными личностями разных стран, связанные с международной торговлей, международным кредитом и прямыми зарубежными инвестициями;

б) некоммерческие платежи, связанные с перевозом пассажиров, страхованием, туризмом, переводом денег за границу и т.п.

На состояние платежных расчетов комплексно влияют многочисленные факторы:

- экономические и политические отношения между странами;
- положение страны на товарных и денежных рынках;
- степень использования и эффективность государственных мероприятий по внешнеэкономическому регулированию;
- международные торговые правила и обычаи;
- регулирование межгосударственных товарных потоков, услуг и капиталов;

- отличия в темпах инфляции в разных странах;
- состояние платежного баланса;
- банковская практика;
- условия внешнеторговых контрактов и кредитных соглашений;
- конвертируемость валют и т.п.

Особенности международных расчетов заключаются в следующем:

1. Импортеры и экспортеры, их банки вступают к определенные обособленные от внешнеэкономического контракта отношения, связанные с пересылкой, обработкой товарораспорядительных и платежных документов, с осуществлением платежа. Объем обязательств и распределение ответственности между ними зависят от конкретной формы расчетов.

2. Международные расчеты регулируются национальными нормативными и законодательными актами, международными банковскими правилами и обычаями.

3. Международные расчеты являются объектом унификации. Это обусловлено процессом интернационализации хозяйственных связей, универсализацией банковских операций. Например, унификация вексельного законодательства, Унифицированные правила для документарных аккредитива и инкассо, Унифицированные правила о договорных гарантиях.

4. Международные расчеты имеют, как правило, документарный характер, то есть осуществляются против финансовых и коммерческих документов.

5. Международные расчеты осуществляются в разных валютах, поэтому, во-первых, на их эффективность влияет динамика валютных курсов, во-вторых, нормальное функционирование международных товарно-денежных отношений возможно лишь при условии свободного обмена национальной валюты на валюту других стран. Другими словами, наиболее эффективное участие той или иной страны в международных торговых расчетах возможно лишь на основе конвертируемой валюты. В современной практике расчеты между банками разных стран по долговым требованиям и обязательствам осуществляются в основном в СКВ. В странах с частично конвертированной валютой государство использует валютные ограничения, что непосредственно влияет на внешнеторговые расчеты.

Международные расчеты бывают двусторонними, когда они осуществляются между двумя странами, или многосторонними, когда суммы, вырученные от реализации товаров в одной стране, используются для платежей третьим странам.

Подавляющая часть международных расчетов осуществляется в порядке безналичных расчетов, через банки разных стран, которые поддерживают взаимные корреспондентские связи, то есть открывают друг другу счета, хранят на них денежные средства в соответствующей валюте и выполняют платежные и другие поручения на принципах взаимности. Делается это так: банк в стране импортера списывает сумму платежа со счета своего клиента и зачисляет ее (или эквивалент в иностранной валюте) на

счет иностранного банка — корреспондента, а банк в стране экспортера списывает эту сумму со счета корреспондента и зачисляет ее на счет своего клиента, экспортировавшего свой товар.

Платежи наличными деньгами по международным расчетам производятся в основном во время путешествий за границу делегаций, туристов или частных лиц, которые обменивают в банках валюту своей страны на соответствующую иностранную валюту.

Международные расчеты по движению капитала связаны с функционированием финансовых рынков, с движением ценных бумаг как в форме прямых, так и портфельных инвестиций.

Ведущую роль в международных расчетах играют крупные банки. Степень их влияния в международных расчетах зависит от:

- масштабов внешнеэкономических связей страны базирования;
- применение национальной валюты страны базирования;
- специализации, финансового состояния, деловой репутации;
- сети банков-корреспондентов.

Для осуществления расчетов банки используют свои заграничные отделения и корреспондентские отношения с иностранными банками. Корреспондентские отношения с иностранными банками сопровождаются открытием счетов “лоро” (счетов иностранных банков в данном банке) и “ностро” (счетов данного банка в иностранных банках). Корреспондентские соглашения определяют порядок расчетов, размер комиссии, методы пополнения израсходованных средств.

Чтобы международные расчеты осуществлялись своевременно и рационально, банки поддерживают необходимые валютные позиции в разных валютах в соответствии со структурой и сроками предстоящих платежей. Для получения более высокой прибыли банки стремятся иметь на счетах “ностро” минимальные остатки, отдавая предпочтение размещению валютных активов на мировом финансовом рынке, в том числе на евторынке.

Основными формами международных расчетов в международной торговле является товарный аккредитив и акцепт документов, переданных банку на инкассо.

**Аккредитив** — это расчетный или денежный документ, представляющий собой поручение одного кредитного учреждения другому осуществить за счет специально забронированных средств оплату товарно-транспортных документов за отгруженный товар или оплатить предъявителю аккредитива определенную сумму денег. Аккредитив заверяет экспортера, что банк оплатит перевезенную продукцию. Он также заверяет импортера, что оплата экспортеру не будет выполнена без проверки того, что вся документация отвечает срокам и условиям аккредитива.

Аккредитивы бывают разных видов, но чаще используют безотзывный, отзывной, переводной.

*Безотзывный аккредитив* открывает банк импортера, а банк экспортера подтверждает его. Банк импортера принимает на себя безотзывное

обязательство оплатить по векселю экспортера, а банк экспортера дает обязательство и берет на себя ответственность за оплату векселя экспортера, если предоставленные документы отвечают всем требованиям. Безотзывный аккредитив не может быть измененный или аннулированный без согласия заинтересованных сторон. Обязательства двух банков дают экспортеру самую надежную защиту от риска. Может быть вариант: неподтвержденный безотзывный аккредитив, когда обязательство оплаты векселя лежит лишь на банке, открывшем аккредитив (банк импортера).

*Отзывной аккредитив* открывает банк импортера, а банк экспортера подтверждает этот аккредитив. Но банк импортера может изменить и даже аннулировать действие аккредитива в любое время без согласия экспортера (бенефициара).

*Переводной аккредитив* применяется по договоренности с покупателем в том случае, когда продавец имеет субпоставщиков, которым он передает часть этого аккредитива. Переводной аккредитив дешевле, чем открытие отдельных аккредитивов субподрядчикам.

За выпуск и оплату аккредитива коммерческие банки получают определенное комиссионное вознаграждение.

В настоящее время при осуществлении операций с аккредитивами используется современные электронные технологии. Так, американский “Сити Банк” учредил специальную дочернюю компанию “Ситикорп Трейд Сервис ЛТД (CTSL), расположенную в Гонконге, которая специализируется на работе с аккредитивами для любого из отделений Сити Банка, расположенных по всему свету. Это повысило эффективность и уменьшило стоимость услуг по финансированию внешней торговли.

**Инкассо** — это банковская операция, посредством которой банк по поручению своего клиента (экспортера) получает на основании расчетных документов платеж от импортера за отгруженные в его адрес товарно-материальные ценности или предоставленные услуги и зачисляет эти средства на счет экспортера в банке.

Эта форма платежа широко распространена, поскольку более дешева по сравнению с аккредитивом.

### 2.3. Платежный баланс и его структура

Платежный баланс является одним из наиболее важных понятий международной экономики. Его изучение позволяет дать обобщенную оценку экономического состояния страны, эффективности её международных хозяйственных связей. Функционально платежный баланс играет роль макроэкономической модели, которая систематически отражает экономические операции, осуществляемые между национальной экономикой и экономиками других стран мира. Такая модель создается с целью разработки и внедрения обоснованной курсовой и внешнеэкономической поли-

тики страны, анализа и прогноза состояния товарного и финансового рынков, двусторонних и многосторонних сопоставлений, научных исследований и т.п. На основе фактических данных о состоянии платежного баланса международными финансовыми учреждениями, в частности МВФ, принимаются решения о предоставлении конкретным странам финансовой помощи для стабилизации платежного баланса и преодоления его дефицита.

**Платежный баланс** – это статистический отчет, в котором в систематизированном виде приведены суммарные данные об экономических операциях резидентов данной страны с резидентами других стран (нерезидентами) за определенный период времени.

Платежный баланс выполняет следующие функции:

- является источником информации, т.к. дает возможность получить представление об уровне международных взаимосвязей страны, структурных изменениях международных трансакций;

- характеристика платежного баланса кроме практической, имеет еще и научную ценность, поскольку позволяет моделировать процессы макроэкономического развития открытой экономики;

- служит ориентиром для органов государственного управления, отвечающих за экономическую политику государства, т.к. денежные и фискальные меры, а также меры, стимулирующие конкуренцию, часто являются следствием состояния платежного баланса, результатом международного влияния, которое фиксируется платежным балансом.

### **Принципы составления пла- тежного баланса**

Платежный баланс базируется на определенных принципах, вытекающих из его назначения – учитывать внешнеэкономические операции. Экономическая операция считается внешнеэкономической, если она осуществляется между экономикой определенной страны и экономикой остальных стран мира. Экономические операции, совершающиеся между резидентами и нерезидентами, охватывают сделки, предметом которых являются товары, услуги, доходы, внешние финансовые активы и обязательства. **Экономические операции**, по определению МВФ, представляют собой экономический поток, отражающий передачу реальных ресурсов (операции с товарами, услугами или доходами), а также создание, ликвидацию внешнего финансового актива или обязательства и/или при переходе права собственности на существующий внешний финансовый актив и обязательство (операции с внешними финансовыми активами и обязательствами).

Внеэкономические операции бывают обменными и односторонними.

Большинство экономических операций, которые регистрируются в платежном балансе, являются *обменными* и предполагают, что один участник сделки передает другому участнику экономическую ценность и взамен получает ее стоимостный эквивалент. Выделяют три типа международных



обменных операций: 1) обмен товаров и услуг на другие товары и услуги (это бартерные операции, т.к. обе стороны данных операций реальны); 2) обмен товаров и услуг на денежных или другие финансовые требования, то есть одна сторона операции реальна, другая – финансовая; 3) обмен финансовых инструментов на другие финансовые инструменты, то есть обе стороны операции финансовые.

Операции, согласно которым один участник соглашения предоставляет экономические ценности другому участнику без получения взамен стоимостного эквивалента, называются *односторонними*. Если экономическая ценность отсутствует у одной из сторон, то в платежном балансе используется специальная запись – «трансферт». Трансферты выступают, как правило, в форме денежных средств или товаров. В зависимости от того, к которому из этих видов принадлежат определенная внешнеэкономическая операция, осуществляется ее учет в платежном балансе страны.

Определение предмета внешнеэкономической операции базируется на таком понятии как *«экономическая территория страны»*, что тождественно понятию «экономика». Экономическая территория, по определению МВФ, – это территория, которая находится под юрисдикцией правительства данной страны, в пределах которой могут свободно перемещаться рабочая сила, товары и капитал. Однако, эта территория не всегда совпадает с географической границей государства, потому что в ее пределы включаются территориальные анклавов вне основной государственной границы: посольства, консульства, военные базы, научные станции, информационные, иммиграционные или благотворительные агентства, которые расположены на территории других государств и находятся в распоряжении правительства страны, владеющей или арендующей эти объекты.

Понятие «экономическая территория» играет существенную роль в определении первого принципа составления платежного баланса – *принципа резидентства*. Концепция резидентства в системе платежного баланса не основывается на критериях национальной принадлежности экономического субъекта либо на юридических критериях определения резидентов того или иного государства. Экономический субъект (хозяйственная единица), центр экономического интереса которого находится на экономической территории конкретной страны, является резидентом этой страны. Экономический субъект имеет центр экономических интересов на территории данной страны, если он ведет хозяйственную деятельность и экономические операции в пределах этой страны и имеет намерения продолжать эту деятельность на протяжении длительного времени. Установление единиц-резидентов является определяющим с точки зрения регистрации и классификации операций в границах конкретной экономики. Позиция работающего как резидента и нерезидента определяет разные записи в платежном балансе.

Согласно классификации МВФ, к резидентам экономики относятся следующие хозяйственные единицы:

- домашние хозяйства и физические лица, которые входят в состав домашних хозяйств;
- юридические лица, т.е. предприятия различных организационно-правовых форм;
- некоммерческие организации;
- органы государственной власти данной страны.

Второй принцип составления платежного баланса – **принцип двойной записи**. Поскольку платежный баланс основывается на принципах бухгалтерского учета, каждая внешнеэкономическая операция, которая регистрируется, должна быть представлена двумя записями, имеющими одинаковую стоимостную величину: статьи кредита и статьи дебета. Статьи кредита – плюсовые статьи (+) – отображают операции «экспортного типа», по которым страна получает, «зарабатывает» иностранную валюту. Статьи дебета – минусовые статьи (–) – отражают операции «импортного типа», по которым иностранная валюта расходуется. Кредит показывает поступление иностранной валюты, то есть ее предложение, дебет – расходование иностранной валюты, то есть спрос на нее. Итак, согласно принципу двойной записи по кредиту регистрируется уменьшение международных активов страны или увеличение ее внешних обязательств, т.е. международных пассивов, а по дебету регистрируется увеличение международных активов страны или сокращение ее внешних обязательств. Каждое изменение в дебете должно сопровождаться соответствующим изменением в кредите, и наоборот. Таким образом, в платежном балансе суммарный дебет и суммарный кредит всегда равны. В систематизированном виде правила отражения операций в платежном балансе по дебету и кредиту приведены в табл. 2.1.

Таблица 2.1

#### Правила записи операций в платежном балансе

Операции	Кредит (+)	Дебет (-)
А. Товары и услуги	Экспорт товаров и услуг	Импорт товаров и услуг
Б. Доходы (оплата труда и доходы от инвестиций)	Поступления от нерезидентов	Оплата нерезидентам
В. Трансферты (текущие и капитальные)	Получение средств	Передача средств
Г. Приобретение/продажа производственных нефинансовых активов	Продажа активов	Приобретение Активов
Д. Операции с финансовыми активами или обязательствами	Увеличение обязательств к нерезидентам или уменьшение требований к нерезидентам	Увеличение требований к нерезидентам или уменьшение обязательств к нерезидентам

Третьим принципом составления платежного баланса является **принцип единой оценки всех операций**, которые регистрируются в платежном балансе. Его суть состоит в том, что при оценке сделок с реальными и финансовыми активами и пассивами используются рыночные цены, которые согласовываются с участниками экономической операции. Рыночная цена, согласно определению МВФ, – это сумма денег, которую покупатель готов добровольно заплатить за товар, услугу и т.п., приобретаемые у продавца, готового добровольно продать ему этот товар, услугу, финансовые активы. Обе стороны этой сделки являются независимыми, и обмен между ними происходит на коммерческих основах. Рыночная цена устанавливается для каждой операции. Рыночная цена отличается от биржевых котировок, цен мирового рынка, текущих цен, т.е. цен, которые не являются ценами фактически уплаченными за товар. Бывают случаи, когда рыночную цену в соответствии с вышеприведенными критериями установить невозможно. Это происходит при бартерном обмене товарами, сделках между подразделениями одной и той же ТНК, при операциях международного лизинга и т.п. В этих случаях оценка сделок производится по ценам аналогичных сделок.

Соблюдение данного принципа обеспечивает сравнимость платежных балансов разных стран, а также статей платежного баланса отдельной страны.

Четвертый принцип составления платежного баланса – **принцип одновременной регистрации** внешнеэкономической операции. Каждая операция должна быть отражена в платежном балансе по кредиту и соответствующему ему дебету одновременно, и оба участника сделки должны регистрировать эту операцию одним и тем же числом, которое соответствует дате ее исполнения. Для реализации такого подхода необходимо определять момент регистрации операции в платежном балансе. Таким моментом может быть время заключения контракта или время перехода юридических прав собственности на активы, которые передаются. Если момент перехода права собственности трудно определить, то им считается момент соответствующей бухгалтерской записи в учете контрагентов.

При составлении платежного баланса важно установить в каких денежных единицах следует вести учет, т.е. определить **расчетную единицу**. Расчетная единица должна быть достаточно стабильной, чтобы изменения ее курса в течение учетного периода не отражались на итоговых показателях, кроме того, она должна быть стабильной на протяжении как можно большего числа учетных периодов для обеспечения сравнимости и анализа их динамики. При подготовке платежного баланса страны должны использовать ту расчетную единицу, которая применяется ими во внутренних расчетах и учете. Однако следует отметить, что в большинстве стран учет и публикация показателей платежного баланса ведется в долларах США.

Информационными источниками платежного баланса являются:

- сведения органов государственной статистики: данные системы национальных счетов, обобщенные статистические данные по внешней торговле товарами и услугами, статистическая отчетность по учету прямых и портфельных инвестиций, ежеквартальные отчеты о внешней торговле товарами по ценам FOB и CIF в географическом разрезе, индексы инфляции потребительских и оптовых цен, структура себестоимости в экспортных отраслях, данные о неформальной торговле;

- сведения государственных органов по экономической политике: прогнозные расчеты динамики основных макроэкономических показателей, информация о развитии экономики в целом и по отдельным отраслям, справочные цены на основные товары и услуги, которые экспортируются и импортируются, данные об условиях торговли, данные о торговом режиме;

- сведения государственной таможенной службы: данные об экспорте и импорте товаров, оценка гуманитарной помощи, данные о неформальной (или стихийной) торговле [16, с.116; 44, с.16].

### **Структура платежного баланса**

Разработка платежного баланса основывается на методологии, которая регламентируется международным стандартом «Рекомендации по составлению платежного баланса», подготовленным МВФ. Он периодически обновляется, пересматривается и публикуется. Последнее, шестое издание Рекомендаций опубликовано в 2007 г. В настоящий время страны СНГ при составлении платежного баланса пользуются пятым изданием Руководства (публикация в 1993 г.). На составление платежного баланса по методологии шестого издания Рекомендаций первой перейдет Россия в 2012 г.

Основные стандартные компоненты платежного баланса приведены в табл. 2.2.

Таблица 2.2

### **Стандартные компоненты платежного баланса (по версии МВФ)**

	<b>Кредит</b>	<b>Дебет</b>
Счет текущих операций		
А. Товары и услуги		
1. Товары		
2. Услуги		
Б. Доходи		
1. Оплата труда		
2. Доходы от инвестиций		
В. Текущие трансферты		
1. Сектор государственного управления		
2. Другие сектора		
Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами		
А. Счет операций с капиталом		

1. Капитальные трансферты		
2. Приобретение/продажа произведенных нефинансовых активов		
Б. Финансовый счет		
1. Прямые инвестиции		
1.1. За границу		
1.2. В экономику страны-составителя		
2. Портфельные инвестиции		
2.1. Активы		
2.2. Обязательства		
3. Другие инвестиции		
3.1. Активы		
3.2. Обязательства		
4. Резервные активы		

Разделение платежного баланса на стандартные компоненты (статьи) основывается на следующих подходах:

- каждый компонент должен иметь характерные особенности, т.е. совокупность факторов, оказывающих влияние на объем одного компонента, должны отличаться от факторов, воздействующие на другие компоненты;

- наличие того или иного компонента должно иметь значение для группы стран, выраженное как в динамике изменения этого компонента, так и в абсолютной его величине. Другими словами, если какой-нибудь показатель платежного баланса значительно колеблется в течение определенного периода времени у группы стран, то он должен быть выделен в виде отдельного компонента;

- сбор информации для учета по статьям не должен представлять особых сложностей для составителей платежного баланса;

- структура платежного баланса должна быть такой, чтобы его показатели сочетались с другими статистическими системами, например, системой национальных счетов;

- количество стандартных компонентов не должно быть чрезмерно многочисленным, а сами статьи должны подлежать консолидации в компоненты более высокого уровня.

Стандартные компоненты платежного баланса разделены на две группы счетов: счет текущих операций, по которому учитываются экономические сделки по международному движению реальных материальных ценностей, и счет операций с капиталом и финансовыми инструментами, по которому учитываются международные операции, связанные с изменением права собственности на иностранные финансовые активы или пассивы страны (прежде всего, это операции, суть которых состоит в предъявлении и погашении финансовых требований одной страны к другим странам и наоборот). В качестве иллюстрации рассмотрим платежный баланс Украины за 2007-2009гг. (табл. 2.3).

Таблица 2.3

## Платежный баланс Украины за 2007-2009 года (млн долл. США)

Статьи платежного баланса	2007	2008	2009
<b>СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ</b>	<b>-5 272</b>	<b>-12 763</b>	<b>-1 732</b>
<b>БАЛАНС ТОВАРОВ И УСЛУГ</b>	<b>-8 152</b>	<b>-14 350</b>	<b>-1 953</b>
<b>ЭКСПОРТ ТОВАРОВ И УСЛУГ</b>	<b>64 001</b>	<b>85 612</b>	<b>54 253</b>
<b>ИМПОРТ ТОВАРОВ И УСЛУГ</b>	<b>-72 153</b>	<b>-99 962</b>	<b>-56 206</b>
<b>БАЛАНС ТОВАРОВ</b>	<b>-10 572</b>	<b>-16 091</b>	<b>-4 307</b>
<b>ЭКСПОРТ ТОВАРОВ</b>	<b>49 840</b>	<b>67 717</b>	<b>40 394</b>
<b>ИМПОРТ ТОВАРОВ в том числе</b>	<b>-60 412</b>	<b>-83 808</b>	<b>-44 701</b>
Товары общего назначения	-11 302	-17 560	-5 619
Товары для переработки	723	1 534	1 077
Ремонт товаров	289	391	385
Товары, приобретенные в портах транспортными организациями	-282	-456	-150
<b>БАЛАНС УСЛУГ</b>	<b>2 420</b>	<b>1 741</b>	<b>2 354</b>
<b>ЭКСПОРТ УСЛУГ</b>	<b>14 161</b>	<b>17 895</b>	<b>13 859</b>
<b>ИМПОРТ УСЛУГ</b>	<b>-11 741</b>	<b>-16 154</b>	<b>-11 505</b>
<b>Транспортные услуги</b>	<b>2 212</b>	<b>986</b>	<b>2 714</b>
Пассажирские	270	392	352
Грузовые	709	-1 153	567
Другие	1 233	1 747	1 795
<b>Морской транспорт</b>	<b>482</b>	<b>287</b>	<b>858</b>
Пассажирский	0	3	-2
Грузовой	-189	-783	-269
Другой	671	1 067	1 129
<b>Воздушный транспорт</b>	<b>297</b>	<b>170</b>	<b>272</b>
Пассажирский	189	291	228
Грузовой	97	-27	52
Другой	11	-94	-8
<b>Железнодорожный транспорт</b>	<b>479</b>	<b>-61</b>	<b>-51</b>
Пассажирский	70	86	114
Грузовой	47	-568	-506
Другой	362	421	341
<b>Автомобильный транспорт</b>	<b>-30</b>	<b>-419</b>	<b>-157</b>
Пассажирский	1	-1	1
Грузовой	-107	-530	-256
Другой	76	112	98
<b>Другой транспорт</b>	<b>984</b>	<b>1 009</b>	<b>1 792</b>
Пассажирский	10	13	11
Грузовой	861	755	1 546
<i>в том числе</i>			
<b>трубопроводный транспорт</b>	<b>732</b>	<b>596</b>	<b>1 499</b>
Другой	113	241	235
<b>Путешествия</b>	<b>1 028</b>	<b>1 745</b>	<b>246</b>
<b>Услуги связи</b>	<b>224</b>	<b>137</b>	<b>281</b>

Строительные услуги	43	149	161
Страховые услуги	-74	-82	-65
Финансовые услуги	-565	-979	-949
Компьютерные и информационные услуги	31	44	124
Роялти и лицензионные услуги	-524	-682	-532
Перепродажа товаров за границу и другие торговые услуги	-46	-96	-5
Операционный лизинг	-42	-56	-75
Юридические, бухгалтерские и консультационные услуги	-112	-118	-189
Реклама и маркетинг	172	347	113
Научные и конструкторские разработки	153	160	222
продукции на местах	294	326	267
Услуги частным лицам в сфере культуры и отдыха	-67	-46	-83
Услуги в архитектурных, инженерных и других технических отраслях	19	29	240
Государственные Услуги в сельском хозяйстве, добыча полезных ископаемых и переработка услуги, не отнесенные к другим категориям	-176	216	100
Другие деловые услуги	-150	-339	-216
<b>ДОХОДЫ</b>	<b>-659</b>	<b>-1 540</b>	<b>-2 440</b>
Оплата труда	2 199	3 611	3 411
Доходы от инвестиций	-2 858	-5 151	-5 851
Доходы от прямых инвестиций	-1 159	-2 485	-2 479
Доходы от портфельных инвестиций	-453	-514	-514
Доходы от других инвестиций	-1 246	-2 152	-2 858
<b>ТЕКУЩИЕ ТРАНСФЕРТЫ</b>	<b>3 539</b>	<b>3 127</b>	<b>2 661</b>
Сектор государственного управления	556	271	353
Другие сектора	2 983	2 856	2 308
Денежные переводы работающих за границей	2 285	2 127	1 639
Другие	698	729	669
<b><u>СЧЕТ ОПЕРАЦИЙ С КАПИТАЛОМ И ФИНАНСОВЫХ ОПЕРАЦИЙ</u></b>	<b>5 709</b>	<b>12 232</b>	<b>1 389</b>
<b>СЧЕТ ОПЕРАЦИЙ С КАПИТАЛОМ</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>595</b>
Капитальные трансферты	3	-1	137
Приобретение/реализация нефинансовых активов	0	6	458
<b>ФИНАНСОВЫЙ СЧЕТ</b>	<b>5 706</b>	<b>12 227</b>	<b>794</b>
<b>ПРЯМЫЕ ИНВЕСТИЦИИ</b>	<b>9 218</b>	<b>9 903</b>	<b>4 654</b>
За границей	-673	-1 010	-162
В Украину	9 891	10 913	4 816
<b>ПОРТФЕЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ</b>	<b>5 753</b>	<b>-1 280</b>	<b>-1 559</b>
<i>Активы</i>	-29	12	-8
<i>Пассивы</i>	5 782	-1 292	-1 551

<b>ДРУГИЕ ИНВЕСТИЦИИ</b>	<b>-285</b>	<b>4 684</b>	<b>-7 955</b>
<b><u>Активы</u></b>	<b>-22 838</b>	<b>-22 884</b>	<b>-10 822</b>
<i>Торговые кредиты</i>	-1 446	-5 732	473
<i>Займы</i>	-612	-439	-347
<i>Валюта и депозиты</i>	-15 385	-14 273	-10 054
<i>Другие активы</i>	-5 395	-2 440	-894
<b><u>Пассивы</u></b>	<b>22 553</b>	<b>27 568</b>	<b>2 867</b>
<i>Торговые кредиты</i>	3 288	5 863	1 491
<i>Займы</i>	17 501	18 220	-1 455
<i>Валюта и депозиты</i>	1 683	3 011	-1 232
<i>Другие обязательства</i>	81	474	4 063
<b>РЕЗЕРВНЫЕ АКТИВЫ</b>	<b>-8 980</b>	<b>-1 080</b>	<b>5 654</b>
Монетарное золото	-20	-15	-15
Специальные права заимствования	-2	-6	-11
Резервная позиция в МВФ	0	0	0
Иностранная валюта	-8 958	-1 059	5 680
Валюта и депозиты	-2 564	1 419	2 865
Органы денежно-кредитного регулирования	0	0	0
Банки	-2 564	1 419	2 865
Ценные бумаги	-6 394	-2 478	2 815
Акции	0	0	0
Облигации и другие долговые ценные бумаги	-6 394	-2 478	2 815
<b>Ошибки и упущения</b>	<b>-437</b>	<b>531</b>	<b>343</b>
<b>БАЛАНС</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Источник: [www.bank.gov.ua]

### Статьи счета текущих операций

Счет текущих операций отражает экономические связи данной страны с внешним миром за определенный промежуток времени, а также является балансом внутренних инвестиций и сбережений. Он включает все операции с реальными ценностями, которые происходят между резидентами и нерезидентами, а также операции, связанные с безвозмездным предоставлением или получением ценностей, которые предназначены для текущего использования. В структуре текущего счета выделяются четыре основных компонента: товары, услуги, доходы и текущие трансферты. Экспортные операции записываются на стороне кредита, импортные – на стороне дебета. Текущий платежный баланс включает операции, которые завершаются на протяжении данного периода. Они, отражаясь в платежном балансе, в последующие периоды не имеют на него никакого влияния.

Рассмотрим более детально основные виды текущих операций.

1. **Товары.** Под товарами подразумевается группа статей платежного баланса, которая подытоживает по рыночным ценам экспорт и импорт обычных товаров, товаров для дальнейшей обработки (товары, которые пересекают границу с целью дальнейшей обработки, после чего они возвращаются в страну – собственника товара), ремонт товаров (стоимость



ремонта передвижного оборудования), приобретение товаров в портах транспортными организациями (топливо, продовольствие, материальные запасы, вспомогательные материалы).

**2. Услуги.** Это группа статей платежного баланса, отражающая различные виды услуг, которые предоставляются резидентами нерезидентам и наоборот. К услугам относятся:

➤ транспортные услуги (грузовые и пассажирские перевозки всеми видами транспорта, сопутствующие услуги, вспомогательные услуги, в том числе аренда транспортных средств вместе с экипажем, а также складирование, погрузка, разгрузка, техническое обслуживание транспортных средств, лоцманские услуги, комиссионные выплаты, агентские услуги, связанные с пассажирскими и грузовыми перевозками);

➤ поездки (стоимость всех видов товаров и услуг, приобретенных приезжими: платежи за туристические путевки, за проживание в отеле, приобретение товаров личного пользования, частные переводы из-за границы в пользу нерезидентов, наличная валюта, проданная на командировку и др.);

➤ услуги связи (телекоммуникационные, телефонные, радиовещание, электронная почта, спутниковая, телексная, телевизионная связь, почтовые услуги);

➤ строительные услуги (строительство объектов, монтаж оборудования, ремонт зданий и сооружений);

➤ страховые услуги (различные виды страхования, которые осуществляются резидентами для нерезидентов и наоборот);

➤ финансовые услуги (услуги финансовых посредников, получение или выплата комиссионных за операции с аккредитивами, банковскими акцептами, ценными бумагами, за управление активами, обслуживание корреспондентских счетов, платежи за предоставление кредитных линий, финансовый лизинг и т.п.);

➤ другие услуги (компьютерные, информационные, роялти и лицензионные услуги, услуги частным лицам, услуги в сфере культуры и отдыха, правительственные услуги, то есть внешнеторговые операции посольств, консульств, воинских представительств, а также разнообразные виды деловой, профессиональной, технической и связанной с научно-исследовательской деятельностью услуг).

**3. Доходы.** Это группа статей, включающая платежи между резидентами и нерезидентами, связанные с оплатой труда нерезидентов, и операции, связанных с заказами на инвестиции.

Оплата работы включает заработную плату и прочие выплаты, полученные работниками и служащими за пределами страны, резидентами которой они являются, и выполненной ими для резидентов других стран.

Доходы от инвестиций делятся на:

➤ доходы от прямых инвестиций: от паевого участия в капитале компании (дивиденды, распределенная и нераспределенная прибыль зару-

бежных отделений, реинвестированная прибыль); проценты по долговым обязательствам (проценты, выплачиваемые напрямую инвестору предприятием прямого инвестирования и наоборот);

➤ доходы от портфельных инвестиций: движение средств между резидентами и нерезидентами в результате купли и продажи акций, облигаций, долгосрочных ценных бумаг, государственных векселей и других инструментов финансового рынка;

➤ доходы от других инвестиций: проценты (поступление и выплата) по другим финансовым требованиям и обязательствам (проценты по депозитам, займам от МВФ).

**4. Текущие трансферты.** Эта статья отображает операции межгосударственной передачи материальных ресурсов, когда в обмен страна не получает никакого стоимостного эквивалента. В зависимости от направления трансферты отражаются лишь по кредиту или дебету.

К текущим трансфертам относятся: денежные трансферты правительствам на финансирование затрат, гуманитарная помощь, регулярные взносы международным организациям, оплата правительством или международными организациями затрат на предоставление технической помощи.

#### **Статьи счета операций с капиталом и финансовыми инструментами**

Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами фиксирует движение капитала, с помощью которого финансируется экспорт и импорт товаров и услуг. Он делится на счет операций с капиталом и

финансовый счет.

Счет операций с капиталом включает капитальные трансферты и приобретение / реализацию нефинансовых активов.

Капитальные трансферты – это трансферты, предусматривающие передачу права собственности на основной капитал или аннулирование долга кредитором. Аннулирование долга кредитором представляет собой списание долга полностью или его части банком, а также другой государственной или частной структурой. Среди капитальных трансфертов различают инвестиционные трансферты (средства, которые передаются одной страной другой с целью оплаты покупки основного капитала: домов, сооружений, аэродромов, аэропортов, системы связи, больниц и т.п.); трансферты, связанные с миграцией (стоимостная оценка имущества мигрантов, которое перевозится ими из страны в страну); частные пожертвования на инвестиционные цели (например, перевод наследства, завещанного для финансирования строительства какого-либо объекта).

Статья «Приобретение / реализация произведенных нефинансовых активов» охватывает операции с активами, которые не являются результатом производства (земля, ее недра), а также нематериальные активы (приобретение патентов, торговых знаков, авторских прав и т.п.). Необходимо помнить, что расчеты за использование нематериальных активов отража-

ются на счете текущих операций, а приобретение или продажа – на счете операций с капиталом.

Объемы операций, которые отражаются на счете операций с капиталом, как правило, незначительны.

В финансовом счете отображаются все операции, в результате которых происходит переход прав собственности на внешние финансовые активы и требования страны, то есть возникновение и погашение финансовых обязательств между резидентами и нерезидентами.

Финансовый счет делится на две классификационных группы, которые охватывают операции с финансовыми активами (активы) и операции с финансовыми обязательствами (пассивы). Обе группы в свою очередь делятся на три функциональные категории: прямые, портфельные и прочие инвестиции. В состав активов относится также такая категория, как резервные активы.

Учет прямых инвестиций осуществляется в зависимости от их направленности: отдельно показывают инвестиции резидентов за границу (отток капитала) и инвестиции нерезидентов во внутреннюю экономику (приток капитала).

Прямые инвестиции показаны в разбивке на акционерный капитал (приобретение новых акций дочерних и ассоциированных предприятий), реинвестированные доходы (обратные вложения части нераспределенного в форме дивидендов дохода) и другие инвестиции (как правило, внутрифирменное кредитование материнской компанией своих дочерних и ассоциированных компаний).

Таким образом, капитал в форме прямых инвестиций – это: 1) капитал, вложенный прямым инвестором в иностранное предприятие прямого инвестирования и 2) капитал, полученный прямым инвестором от участия в таком предприятии.

Портфельные инвестиции делятся на две группы: операции с иностранными ценными бумагами (операции с финансовыми активами) и отечественными ценными бумагами (операции с финансовыми обязательствами).

В зависимости от вида финансового инструмента операции с портфельными инвестициями подразделяются на:

1) операции с ценными бумагами, которые подтверждают участие в капитале (операции с акциями, сертификатами участия, АДР);

2) операции с долговыми ценными бумагами: а) с облигациями и другими долгосрочными или бессрочными долговыми обязательствами, б) с инструментами денежного рынка, т.е. казначейскими обязательствами, векселями, банковскими акцептами, краткосрочными депозитными сертификатами; в) с финансовыми деривативами ( опционами, форвардами, свопами, фьючерсами).

В категорию «Другие инвестиции» входят торговые (коммерческие) кредиты; ссуды, т.е. прямое предоставление кредитором должнику опреде-

ленной денежной суммы, включая кредиты и займы МВФ и других международных финансовых организаций, платежи по соглашениям об обратной покупке и финансовому лизингу (в зависимости от срока погашения ссуды делятся на долгосрочные и краткосрочные); наличная валюта и депозиты.

При рассмотрении счета движения капитала следует обратить внимание на то, что обычно предоставление кредитов за границу называют «экспортом капитала», а иностранные займы – «импортом капитала». Однако кредитование иностранцев является импортной операцией, поскольку инвестиции в другие страны (отток капитала) означают расход иностранной валюты, уменьшение резервов, и поэтому отражаются на стороне дебета. Получение кредита (приток капитала) является экспортной операцией, т.к. иностранные инвестиции увеличивают запасы (резервы) иностранной валюты, и поэтому отражаются на стороне кредита. Поэтому, если экспорт товаров увеличивает, а импорт уменьшает запасы (резервы) иностранной валюты, то отток (вывоз) капиталов, то есть инвестиции в другие страны, означает расход, уменьшение резервов иностранной валюты, а приток (ввоз) капиталов, т.е. инвестиции из других стран, увеличивают запасы иностранной валюты.

Платежный баланс показывает только потоки реальных и финансовых ресурсов между резидентами и нерезидентами на протяжении определенного периода (квартала, года), то есть отражает изменения, произошедшие только в результате экономических операций. Эти потоки накапливаются и образуют запасы, которые регистрируются в так называемом балансе международной задолженности [12, с.150; 47, с.429]. Баланс международной задолженности – это *международная инвестиционная позиция* страны, которая характеризует общую стоимость и структуру внешних финансовых активов и пассивов страны нарастающим итогом на конец года. Итак, согласно определению МВФ, международная инвестиционная позиция – это статистический отчет, который показывает стоимость и состав финансовых активов резидентов страны, являющиеся требованиями к нерезидентам, и обязательства резидентов страны перед нерезидентами на определенный момент времени [Balance of Payments and International Investment Position Manual. 6<sup>th</sup> Edition. International Monetary Fund, 2009].

Структура показателей международной инвестиционной позиции соответствует структуре финансового счета платежного баланса. Для классификации статей международной инвестиционной позиции могут использоваться:

- функциональное назначение или вид инвестиций: прямые инвестиции, портфельные инвестиции, финансовые деривативы и прочие инвестиции, резервные активы;
- тип финансового инструмента: различные виды акций, долговые инструменты и прочие финансовые активы и обязательства;

- институциональный сектор внутренней экономики;
- срок погашения долгового обязательства: краткосрочные или долгосрочные, первоначальным или другим сроком погашения;
- валюта: национальная, иностранная, СДР;
- структура процентной ставки долговых инструментов: плавающая или фиксированная.

Следует иметь в виду, что институциональный сектор, срок погашения и валюта используются для анализа финансовой устойчивости и уязвимости.

Изменения в инвестиционной позиции по сравнению с предыдущим периодом могут быть вызваны экономическими операциями с активами и обязательствами, переоценкой активов и обязательств в результате изменения обменных курсов, цен и т.п., а также в результате иных действий (например, безвозмездных передач финансовых ресурсов). Расчет международной инвестиционной позиции используется для прогнозирования будущего потока платежей по иностранным инвестициям страны.

Соотношение между международными финансовыми ресурсами, которыми располагает страна, и ее задолженностью перед другими странами (то есть сопоставление активов и пассивов страны) образуют **чистую международную инвестиционную позицию**. Чистая инвестиционная позиция эквивалентна доле национального богатства, предоставленного или взятого в займы у внешнего мира (нерезидентов). Она определяет зависимость экономики страны от внешнего мира и показывает соотношение между иностранными активами, которыми страна располагает, и задолженностью перед другими странами. Превышение обязательств над активами указывает на то, что страна, составляющая международную инвестиционную позицию, является «чистым должником» перед внешним миром. Превышение внешних активов над обязательствами перед внешним миром указывает на «чистого кредитора». На основе чистой инвестиционной позиции определяют уровень чистого инвестиционного дохода страны на ее иностранные активы и пассивы.

Обычно международная инвестиционная позиция для обеспечения международной сопоставимости рассчитывается в долларах США.

Важнейшей частью финансового счета являются резервные активы, которые включают внешние активы страны, находящиеся под контролем органов денежно-кредитного регулирования и в любое время могут быть использованы для прямого финансирования дефицита платежного баланса или для осуществления интервенций на валютном рынке с целью поддержки курса национальной валюты.

Резервные активы включают:

- монетарное золото, которое находится в распоряжении центрального банка или правительства страны и может быть реализовано на мировых рынках золота или международным организациям за иностранную валюту;

➤ специальные права заимствования (СДР) – резервный актив, выпускаемый МВФ и распределяется между странами-членами в соответствии с их квотами. Он используется для приобретения иностранной валюты, предоставления кредитов и осуществления платежей;

➤ резервную позицию в МВФ, т.е. сумму резервной доли страны в капитале МВФ (составляет 25% квоты страны в капитале фонда);

➤ валютные активы, состоящие из иностранной валюты, банковских депозитов, правительственных ценных бумаг, акций предприятий, финансовых деривативов. Валютные активы в структуре резервных активов имеют наибольший удельный вес;

➤ другие требования, которые включают остаток требований в иностранной валюте.

Валютные резервы определяют масштабы платежеспособности данной страны по отношению к другим странам.

Поскольку платежный баланс является финансовым отчетом двойной записи, то дебет всех структурных частей баланса должен точно отвечать кредиту. Однако на практике из-за неправильной записи или отсутствия записи некоторых сделок такое соответствие случается редко. Для достижения равновесия и сохранение системы двойной записи введена статья «ошибки и пропуски». Эта статья является балансирующей и представляет собой разницу между суммой по всем кредитовым записям и суммой по всем дебетовым записям, которые отражают временные и стоимостные расхождения.

## 2.4. Балансирование статей платежного баланса

Принцип составления платежного баланса, когда дебет равняется кредиту, часто не удовлетворяет экономистов, и для разработки конкретных мер требуется сальдо по агрегированным группам операций внутри общего баланса. Поэтому платежный баланс составляется не только в нейтральном виде ( в соответствии со стандартными компонентами), но и в аналитическом виде. Основным показателем, который используется для анализа платежного баланса, является *сальдо платежного баланса*.

По определению, платежный баланс всегда находится в равновесии. Однако при анализе платежного баланса используются такие понятия, как «активный (профицитный)» или «пассивный (дефицитный)» платежный баланс. Международным валютным фондом предложен метод определения дефицитного или активного платежного баланса на основе разделения его статей на автономных (основные или «статьи над чертой») и балансирующих (компенсирующие или «статьи под чертой»). Таким образом, платежный баланс разделяется на баланс автономных (основных) операций и баланс балансирующих операций. К автономным относятся все частные и те государственные трансакции, которые осуществляются без внимания на

состояние платежного баланса, то есть осуществление которых не имеет целью как-либо повлиять на него. Под балансирующими операциями понимаются действия государственных органов, в первую очередь Центрального банка, обусловленные состоянием платежного баланса, то есть направленные на финансирование осуществленных ранее автономных трансакций. Таким образом, в основе такого распределения трансакций лежит критерий их мотивации. Сальдо автономных статей называют «сальдо платежного баланса», а в зависимости от того, положительна эта величина или отрицательна, платежный баланс определяют как активный или пассивный. Чтобы покрыть сальдо платежного баланса используют балансирующие статьи. Итак, понятие сальдо платежного баланса относится не ко всему платежному балансу, а к его составляющим, то есть к балансовому итогу определенного набора трансакций.

Выделяют следующие аналитические группировки статей платежного баланса, результатом которых является соответствующее сальдо:

- торговый баланс;
- баланс торговли услугами;
- баланс текущих операций;
- базисный баланс;
- общий баланс или баланс официальных расчетов.

Торговый баланс представляет собой разность между платежами по экспорту и импорту товаров. Если экспорт превышает импорт, то создается «положительное сальдо» торгового баланса. Если импорт превышает экспорт, то возникает внешнеторговый дефицит или «отрицательное сальдо» торгового баланса. В наиболее общем виде актив и пассив торгового баланса связаны с повышением или снижением спроса на товары данной страны на мировом рынке т.е. с экономической конъюнктурой мирового рынка. Превышение экспорта над импортом показывает, что увеличивается мировой спрос на товары данной страны, а покупатели внутри страны отдают предпочтение национальным товарам, что свидетельствует о хорошем состоянии ее экономики. Наоборот, дефицит (отрицательное сальдо) свидетельствует о недостаточной конкурентоспособности товаров данной страны на мировом рынке и предпочтении внутри страны импорта. Однако на торговый баланс могут воздействовать и другие факторы, например, благоприятный инвестиционный климат, который может вызвать приток инвестиций в страну, а вместе с тем и увеличение закупок оборудования за рубежом, что может привести к дефициту торгового баланса. В этом случае дефицит торгового баланса сопровождается экономическим ростом. Дефицит торгового баланса может, например, покрываться поступлениями от продажи лицензий, от туризма, переводов иностранных рабочих.

Баланс торговли услугами – это движение услуг и некоммерческих платежей, классифицируемых как «невидимый» экспорт и импорт, сопоставление которых и образуют баланс «невидимых» операций.

Баланс по текущим операциям является наиболее информативным. Он отражает все потоки активов, связанные с движением товаров, услуг, доходов от инвестиций, текущих трансфертов, и обеспечивает связь между международными сделками страны и ее национальным доходом. Положительное сальдо по текущим операциям означает, что страна является нетто-инвестором по отношению к другим странам, а отрицательное сальдо свидетельствует о том, что страна становится нетто-должником, т.к. должна расплачиваться за чистый импорт товаров.

Дефицит платежного баланса по текущим операциям покрывается в основном за счет притока капиталов. И наоборот, при активном балансе текущих операций избыточные средства используются для покупки недвижимости или ценных бумаг в других странах.

Баланс текущих операций и баланс операций с капиталом и финансовыми инструментами, за исключением краткосрочного капитала и резервных активов, составляют базисный баланс. Сальдо базисного баланса определяется как сумма сальдо операций этих балансов. Сальдо может быть как отрицательным, так и положительным. Отрицательное сальдо часто приводит к обесцениванию национальной валюты и уменьшению резервных активов. Все сделки баланса текущих операций и баланса операций с долгосрочным капиталом являются автономными (основными) и отражаются в соответствующих автономных статьях. Базисный баланс отражает наиболее существенные характеристики экономической территории: уровень международной конкурентоспособности, инвестиционный климат, предпочтения потребителей, производительность труда, уровень ее оплаты и т.п.

Операции с резервными активами являются балансирующими и образуют баланс официальных расчетов. Общий баланс по текущим операциям и движению капитала балансируется за счет резервных активов (компенсирующих статей) или иностранных займов. Если платежи страны (дебетные операции) не покрываются поступлениями иностранной валюты (кредитные операции), то отрицательное сальдо показывает дефицит платежного баланса страны. Этот дефицит должен быть компенсирован равным кредитовым сальдо в балансе официальных резервов. Сумма покрытия дефицита за счет резервов показывает сокращение валютных запасов страны. Положительное сальдо платежного баланса (общий кредит превышает общий дебет) должно компенсироваться равным дебетовым сальдо баланса официальных резервов.

Платежный баланс находится в состоянии равновесия, когда национальная экономика хорошо приспособлена к мировой экономике. Под равновесием понимается устойчивая связь между такими экономическими показателями как спрос, предложение, цена отдельного товара. Платежный баланс хотя и является бухгалтерским балансом, однако не всегда находится в состоянии равновесия. При нарушении равновесия платежного баланса уровень цен, дохода, валютные курсы и другие макроэкономические



показатели страны изменяются, чтобы восстановить устойчивую связь с остальным миром. Таким образом, концепция равновесия платежного баланса является концепцией выравнивания рынка.

Основой анализа равновесия платежного баланса служат данные баланса текущих операций, базисного баланса и баланса официальных расчетов.

На платежный баланс влияют различные внутренние и внешние факторы, действие которых имеет различную продолжительность во времени. Различают долго-, средне- и краткосрочное равновесие платежного баланса [36, с.118; 46, с.399; 64, с.70 ].

Долгосрочное равновесие обеспечивается отсутствием сальдо по торговле товарами и услугами на протяжении длительного периода времени. Активный баланс текущих операций свидетельствует о том, что страна зарабатывает на внешних рынках больше, чем тратит. А пассивный баланс показывает, что данная страна тратит больше, чем зарабатывает на внешних рынках. Для достижения равновесия, результат по текущим операциям должен быть профинансирован определенным образом движением капитала: для финансирования дефицита используются чистые кредиты от нерезидентов, а излишек направляется на кредитование нерезидентов. Сальдо баланса текущих операций свидетельствует о международной финансовой позиции страны – должника или кредитора. Страна с длительным дефицитом текущего счета является нетто-должником, а страна, имеющая на протяжении длительного периода времени активные текущие балансы, – нетто-кредитором. Таким образом, наличие сальдо является показателем неравновесия баланса по текущим операциям.

Среднесрочное равновесие платежного баланса обеспечивается отсутствием суммарного сальдо по балансу текущих операций и балансу долгосрочного капитала, т.е. отсутствием сальдо по базисному балансу на протяжении трех-пяти лет. Данное равновесие поддерживается через механизм долгосрочного кредитования. Нарушение среднесрочного равновесия определяется состоянием базисного баланса, сальдо которого показывает, в какой степени оно финансируется долгосрочным капиталом. Считается, что базисный баланс невосприимчив к факторам краткосрочного действия, к таким, например, как колебания валютных курсов и процентных ставок, и больше поддается влиянию немонетарных экономических факторов (долгосрочным изменениям в распределении ресурсов по отраслям производства и цен на них, производительности труда, вкусов и предпочтений потребителей и т.п.). Кредитовое или дебетовое сальдо свидетельствуют о нарушении среднесрочного равновесия, что обуславливает необходимость соответствующей корректировки экономических связей данной страны с мировым хозяйством.

Краткосрочное равновесие платежного баланса наблюдается при отсутствии сальдо баланса официальных расчетов. Это имеет место в том случае, когда государственные денежно-кредитные учреждения не используют официальные резервные активы.

Равновесие платежного баланса нарушается из-за несбалансированности международных расчетов по следующим причинам:

- сезонный или случайный дисбаланс. Сезонный дисбаланс возникает в результате сезонных колебаний производства и потребления, которые не совпадают во времени. Сезонные отклонения не носят долгосрочный характер, и дефицит в одном периоде компенсируется излишком в другом. Случайный дисбаланс вызывается непредсказуемыми причинами неэкономического характера. Например, наводнение или землетрясение могут вызвать увеличение импорта, а неблагоприятные погодные условия – сокращение экспорта сельскохозяйственной продукции;

- циклический дисбаланс, в основе которого лежит циклический характер экономической конъюнктуры. В результате этого происходят периодические изменения в соотношении спроса и предложения на мировых рынках;

- структурный дисбаланс, основой которого является разрыв между изменениями в спросе на экспортные и импортные товары, а также недостаточно быстрое приспособление национальной экономики к новым условиям;

- дисбаланс в результате дестабилизирующих валютных спекуляций и оттока капитала. По своей природе это разные явления, но происходят, как правило, одновременно;

- дисбаланс по другим причинам. Например, дисбаланс может возникнуть из-за нереального валютного курса или технологических и других изменений по мере перехода экономики с одной стадии развития на другую.

Главными экономическими факторами, влияющими на платежный баланс страны, являются: темп инфляции, реальный уровень роста ВВП, процентные ставки, валютный курс «спот» [64, с. 71].

Сравнительное повышение уровня цен в стране сказывается на конкурентоспособности ее товаров и услуг. Товары и услуги, которые производятся внутри страны, могут оказаться дорогими для покупателей зарубежья. Вследствие этого происходит сокращение экспорта. Вместе с тем увеличивается импорт из-за повышения уровня цен на отечественные товары. Это означает уменьшение притока и увеличение оттока валюты.

Высокие темпы ВВП также приводят к увеличению импорта товаров и услуг. Это объясняется тем, что высокие темпы роста ВВП обуславливают повышение уровня доходов внутри страны, часть которых будет расходоваться на импорт. При низких темпах роста ВВП наблюдается сокращение импорта товаров и услуг.

Уровни процентных ставок влияют на движение капитала. Повышение процентных ставок вызывает приток капиталов, снижение – отток.

Валютный курс влияет как на относительную стоимость иностранных товаров по сравнению со стоимостью национальных товаров, так и на относительную стоимость экспортируемых национальных товаров по

сравнению со стоимостью товаров других стран. В условиях плавающих валютных курсов высокий текущий курс «спот» иностранной валюты препятствует проведению импортных операций и положительно влияет на проведение экспортных операций. Низкий валютный курс иностранной валюты содействует импорту и препятствует экспорту.

Отрицательные и положительные последствия диспропорций в платежном балансе представлены в табл.2.4.

Таблица 2.4

**Последствия диспропорций платежного баланса**

<b>Сальдо</b>	<b>Отрицательные последствия</b>	<b>Положительные последствия</b>
Отрицательное – страна импорт больше количество товаров, чем экспорт	- общая задолженность; - отсутствие требуемого страховочного запаса иностранной валюты; - общее снижение жизненного уровня	Возможность активно развиваться, имея постоянный дефицит платежного баланса за счет: - привлечения иностранных инвестиций (пример – Швеция, Аргентина, Канада в конце XIX – начале XX вв.); - компенсации торгового дефицита путем привлечения долгосрочного капитала ( развивающиеся страны – проблема ограниченных ресурсов решается увеличением внутренних накоплений; РФ – привлечение массивированных кредитов МВФ) Решение альтернативных задач: - обеспечение экономического роста; - увеличение занятости; - борьба с инфляцией и т.п.
Положительное – поставка за пределы страны большего количества продукции, чем получение	Обесценивание накапливаемых финансовых средств, что вызывает необходимость разработки программы расходования избытка средств: стимулирование приобретения иностранной собственности; развитие заграничного туризма; ревальвация национальной валюты и т.п.	Накопление денежных обязательств в иностранной валюте позволяет экстренно стабилизировать положение страны при: - стихийных бедствиях; - временных неурожаях; - спадах производства и т.п.

Платежный баланс страны не может постоянно находиться в состоянии неравновесия и поэтому является объектом государственного регулирования.

В краткосрочном плане страна может компенсировать дефицит платежного баланса за счет официальных резервных активов, а если их недостаточно – за счет привлечения краткосрочного капитала в страну. В случае невозможности преодолеть дефицит платежного баланса за счет использования внешних финансовых источников, правительство может предпринять меры, которые направлены на стимулирование экспорта, уменьшение импорта, привлечение капиталов в страну и ограничение оттока капиталов [ 16, с.148; 46, с.406 ]. К этим мерам относятся:

- проведение дефляционной политики, целью которой является сокращение внутреннего спроса путем ограничения бюджетных расходов, в основном на гражданские нужды, замораживание цен и заработной платы;
- девальвация национальной валюты;
- введение валютного контроля и ограничений на валютные операции;
- финансовая и денежно-кредитная политика (бюджетные экспортные субсидии экспортерам, повышение импортных пошлин, отмена налога с процентов, выплачиваемых иностранным держателям ценных бумаг для притока капитала в страну и т.п.).

Для устранения чрезмерно активного сальдо платежного баланса правительство использует различные финансовые, кредитные, валютные, в том числе ревальвацию валют, меры , способствующие росту импорта и снижению экспорта товаров и услуг, увеличению экспорта и ограничению импорта капиталов.

Правительство не всегда может урегулировать платежный баланс, что приводит к просрочке платежей, прерывает финансирование. Возникает, так называемый, кризис платежного баланса. В этом случае страна может прибегнуть к **исключительному финансированию**, под которым понимаются операции, проводимые страной, испытывающей трудности с финансированием дефицита платежного баланса, по согласованию и поддержке ее зарубежных партнеров в целях снижения отрицательного сальдо до уровня, который может быть профинансирован традиционными средствами [12, с.148]. К основным операциям по исключительному финансированию относятся: аннулирование долга, обмен задолженности на акции, заимствование для урегулирования платежного баланса, переоформление задолженности, просрочка платежей по задолженности.

## 2.5. Конвертируемость национальной валюты

Валютный рынок реагирует на состояние платежного баланса изменением курса валюты. Обычно после официального сообщения о растущем дефиците текущего баланса происходит падение курса национальной ва-

люты, поскольку, с одной стороны, увеличивается предложение национальной валюты за рубежом и уменьшается спрос на нее, с другой стороны — происходит увеличение спроса на иностранную валюту в данной стране.

Дефицит платежного баланса страны и курс национальной валюты отражают состояние экономики, свидетельствуют о необходимости ускорения темпов экономической реформы.

Важным элементом этого реформирования является стабилизация финансовой системы, а также денежного обращения и кредита посредством разрешения проблемы конвертируемости национальной валюты.

Конвертируемость или обратимость национальной денежной единицы — это возможность для участников внешнеэкономических сделок свободно, без ограничений обменивать ее на иностранные валюты для осуществления всех типов международных операций.

Степень конвертируемости валюты обратно пропорциональна объему и жесткости практикуемых в стране валютных ограничений. По этому признаку ( по режиму использования) валюты могут быть полностью конвертируемые, частично конвертируемые и неконвертируемые.

Под валютными ограничениями понимаются любые действия официальных инстанций, непосредственно ведущие к сужению возможностей, увеличению издержек или появлению неоправданных затрат в осуществлении валютного обмена и платежей по международным сделкам. К главным принципам валютных ограничений относятся:

- централизация валютных операций в центральном и уполномоченных банках;
- лицензирование валютных операций;
- полное или частичное блокирование валютных счетов;
- ограниченность обратимости валют.

Степень конвертируемости валюты зависит от сферы валютных ограничений: по текущим операциям платежного баланса или по операциям с капиталом.

Конвертируемость по текущим операциям — это отсутствие ограничений по международным операциям, которые связаны с торговлей товарами, услугами, переводами доходов и трансфертов. По текущим операциям платежного баланса используют такие формы валютных ограничений: блокирование выручки иностранных экспортеров от продажи товаров в данной стране, ограничение их возможностей распоряжаться этими средствами; обязательная продажа валютной выручки экспортеров полностью или частично центральному и уполномоченным банкам; ограниченная продажа иностранной валюты импортерам; ограничение на форвардные покупки иностранной валюты импортерами; запрещение продажи товаров за рубежом на национальную валюту; запрещение оплаты импорта некоторых товаров иностранной валютой; регулирование сроков платежей по экспорту и импорту и т.п.

Конвертируемость по операциям с капиталом – это отсутствие ограничений по международным операциям, которые связаны с движением прямых и портфельных инвестиций, капитальных грантов. При пассивном платежном балансе используются валютные ограничения, которые ограничивают вывоз капитала и стимулируют поступление капиталов с целью поддержки курса валюты. Это – лимитирование вывоза национальной и иностранной валюты, золота, ценных бумаг, предоставление кредитов, контроль за деятельностью кредитного и финансового рынков; ограничение участия национальных банков в предоставлении международных кредитов в иностранной валюте; принудительное изъятие иностранных ценных бумаг, которые принадлежат резидентам и их продажа на валюту; полное или частичное прекращение погашения внешней задолженности или разрешение ее оплаты национальной валютой без права перевода за границу и т.п.

При активном платежном балансе с целью сдерживания притока капиталов в страну и повышения курса национальной валюты используют депонирование на беспроцентном счете в центральном банке новых зарубежных обязательств банков; запрет на инвестиции нерезидентов и продажи национальных ценных бумаг иностранцам; обязательная конверсия займов в иностранной валюте в национальном центральном банке; запрет на выплату процентов по срочным вкладам иностранцев в национальной валюте; введение отрицательной процентной ставки по вкладам нерезидентов в национальной валюте (проценты платит вкладчик банка или банк, который заинтересован в привлечении вкладов в иностранной валюте, сам выплачивает их государственному валютному учреждению); ограничение на ввоз валюты в страну; ограничения на форвардные продажи национальной валюты иностранцам [12, с. 18-22; 16, с. 190-197].

Обратимость валюты не есть чисто техническая категория возможности ее обмена. По сути, это особый характер связи между национальным и мировым хозяйствами, глубокое интегрирование первого во второе. Обратимость национальной денежной единицы обеспечивает стране долгосрочные выгоды от участия в многосторонней мировой системе торговли и инвестиций, а именно:

- свободный выбор производителями и потребителями наиболее выгодных рынков сбыта и закупки внутри страны и за рубежом в каждый данный момент;
- расширение возможностей привлекать иностранные инвестиции и осуществлять инвестиции за границу;
- стимулирование воздействия иностранной конкуренции на эффективность, гибкость и приспособляемость предприятий к меняющимся условиям;
- подтягивание национального производства к международным стандартам по ценам, издержкам и качеству;
- возможность осуществления международных расчетов в национальных деньгах;

▪ на уровне народного хозяйства в целом — специализация с учетом относительных преимуществ, оптимальное и экономное расходование материальных, финансовых и трудовых ресурсов.

Конвертируемость валюты с точки зрения отношения к валюте резидентов и нерезидентов может быть внутренней и внешней. При внутренней конвертируемости резиденты имеют право покупать и осуществлять операции внутри страны с валютой, банковскими депозитами, которые деноминированы в иностранной валюте. Внутренняя конвертируемость охватывает текущие и капитальные операции. Она присуща всем развитым странам. Иностранная валюта может выступать средством платежа, если на это согласны продавец и покупатель. При внешней конвертируемости резиденты имеют право осуществлять операции с иностранной валютой с нерезидентами. Национальная валюта может иметь внешнюю конвертируемость по текущим или капитальным операциям.

Конвертируемость национальной валюты, по определению, требует рыночного типа экономики, поскольку она основывается на свободном волеизъявлении всех владельцев денежных средств. Кроме того, рыночная экономика должна быть достаточно зрелой для противостояния иностранной конкуренции, для полноправного участия в международном разделении труда.

Украинская гривна не является конвертируемой валютой, что связано с кризисным состоянием экономики страны, с затяжным и непоследовательным характером ее реформирования как условия включения в мирохозяйственную систему.

Решение проблемы внешней конвертируемости украинской валюты и экономические реформы в Украине должны поэтому рассматриваться по принципу “встречного движения”: а) создание предпосылок конвертируемости гривны и б) постепенное изменение валютного режима для стимулирования экономических реформ.

Создание предпосылок конвертируемости национальной валюты предполагает:

- 1) изменение отношений собственности;
- 2) становление реальных рыночных отношений;
- 3) возникновение конкурентоспособных производств и отраслей, особенно ориентированных на экспорт, что поможет противостоять иностранной конкуренции на внутреннем рынке и ослабить давление на платежный баланс со стороны более свободного импорта и оттоку прибыли иностранных участников совместных предприятий;

- 4) осуществление мер по уравниванию платежного баланса, диверсификация экспорта, контроль над ростом задолженности, накопление валютных резервов;

- 5) создание достаточных стимулов для привлечения иностранного капитала;

6) обеспечение современной инфраструктуры денежно-кредитных отношений, недопущение произвольного изъятия в бюджет ресурсов банков;

7) стабилизацию внутренней экономики и финансов, проведение эффективной антиинфляционной политики.

В процессе изменения валютного режима для стимулирования экономических реформ выделяют два этапа.

1. Этап внутренней конвертируемости. Введение внутренней конвертируемости требует от Украины больших усилий, например, накопления валютных резервов, сближения структуры цен на внутреннем и мировом рынках и т.п.

2. Этап внешней (полной) конвертируемости. Переход к внешней конвертации национальной валюты непосредственно зависит от того, насколько “твердыми” станут деньги во внутреннем денежном обращении. Это будет стимулировать активность иностранного капитала, формировать стойкий международный спрос на украинскую валюту.



### *ГЛАВА 3.*

## **ЭВОЛЮЦИЯ МИРОВОЙ ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЫ**

Эволюция мировой валютной системы определяется развитием и потребностями как национальной, так и мировой экономики, изменениями, происходящими в мировом хозяйстве, периодическим возникновением валютных кризисов. Валютный кризис представляет собой взрыв валютных противоречий, нарушение функционирования мировой валютной системы, что проявляется в несоответствии структурных принципов организации мирового валютного механизма новым условиям производства, мировой торговли. Валютные кризисы сопровождаются нарушением стабильности валютных курсов, перераспределением золотовалютных резервов, валютными ограничениями, ухудшением международной валютной ликвидности.

Развитие мировой валютной системы прошло ряд этапов, каждый из которых занимал относительно длительный исторический период времени. Разница между той или иной мировой валютной системой заключалась, в первую очередь, в том, какой актив считался резервным, с помощью которого достигалось равновесие платежного баланса (в разные периоды это были золото, доллар, который был конвертируемым в золото по фиксированному курсу, иная валюта, выполняющая роль международного платежного средства) [12, с. 27-36; 16, с. 42-101; 40, с. 171-218; 44, с. 220-271].

### **3.1. Золотой и золотодевизный стандарт**

Первой мировой валютной системой стала Парижская валютная система. Она была юридически оформлена международным соглашением на конференции в Париже в 1867 г. Основой валютной системы выступал золотомонетный (золотой) стандарт, золото признавалось единственной формой мировых денег. В соответствии с золотым содержанием валют устанавливались и их золотые паритеты (соотношение денежных единиц разных стран по их золотому содержанию). То есть при системе “золотого стандарта” все национальные валюты имели фиксированное золотое содержание. Например, 1 английский фунт стерлингов с 1821г. имел золотое содержание, равное 7,322385 г золота, 1 немецкая марка – 0,385422 г золота (с 1873р.). Валютный курс определялся отношением золотого содержания валют. В данном случае – 1:20,3.

Золотомонетный стандарт был системой твердых валютных курсов, так как базировался на непосредственной связи с золотом. При этой системе:

- валюты свободно конвертировались в золото;
- слитки золота могли свободно обмениваться на монеты;
- золото свободно экспортировалось, импортировалось и продавалось на международных рынках, то есть рынки золота и валютные рынки были взаимосвязанными;

- все страны поддерживали жесткое соотношение между своими запасами золота и количеством денег в обращении.

Действовал режим свободно плавающих валютных курсов в пределах золотых точек (золотые точки эквивалентны паритету национальной валюты с добавлением или вычитанием транспортных и страховых расходов, вызванных материальным трансфертом золота). Органы валютного контроля проводили политику регулирования, которая позволяла обеспечить стабильность валюты и равновесие платежного баланса.

Международные расчеты золотомонетного стандарта осуществлялись в основном путем использования переводных векселей, которые выписывались в национальной валюте, преимущественно в английской. Золото использовалось лишь для оплаты пассивного сальдо платежного баланса страны. Уже в конце XIX ст. часть золота в денежной массе существенно уменьшилась и постепенно разменные кредитные деньги вытеснили золото из обращения. В начале Первой мировой войны золотомонетный стандарт распался, поскольку перестал отвечать возросшим масштабам хозяйственных связей и условиям регулирования рыночной экономики.

В 1922 г. межгосударственным соглашением Генуэзской международной экономической конференции юридически была оформлена вторая мировая валютная система – Генуэзская. В ее основу был положен золотодевизный (золотовалютный) стандарт, который базировался на золоте и ведущих валютах, конвертируемых в золото. К характерным чертам Генуэзской валютной системы относятся следующие:

- основой системы выступали золото и девизы (иностранная валюта). На золотодевизном стандарте базировались денежные системы 30 стран. В качестве международных платежно-резервных средств стали использоваться национальные кредитные деньги. Статус резервной валюты в межвоенный период не был официально закреплен ни за одной валютой;
- золотые паритеты были сохранены. Конверсия валют в золото осуществлялась через иностранные валюты;
- валютные курсы свободно колебались;
- валютное регулирование осуществлялось в форме международных конференций и совещаний.

Относительная валютная стабилизация в мире наблюдалась с 1922 г. по 1928 г., но она была подорвана мировым экономическим кризисом 1929–1933 гг. В результате кризиса испытал крах золотодевизный стандарт. Курс ряда валют снизился на 50 – 84%, выросло накопление частными лицами золота, прекратились внешние платежи, образовалось много “горячих” денег, которые стихийно перемещались из одной страны в другую в целях получения сверхприбыли. Это привело к валютной войне, в которой использовалась валютная интервенция, валютный демпинг, валютные ограничения, валютные блоки.

В 1937 г. мировую валютную систему потряс новый экономический кризис, состоялась массовая девальвация валют. Накануне Второй мировой войны не осталось ни одной стабильной валюты.

### 3.2. Бреттон-Вудская валютная система

Разработка новой, более эффективной международной валютной системы началась в апреле в 1943 г. На международной конференции в Бреттон-Вуде в 1944г. ведущие страны Запада согласовали основные принципы Бреттон-Вудской валютной системы. Учреждается международная организация — Международный валютный фонд (МВФ), “обязанностью” которой является обеспечение нормального функционирования системы и соблюдение принципов, закрепленных общим межгосударственным соглашением.

Основные принципы организации валютных отношений при Бреттон-Вудской системе заключались в следующем :

1) Бреттон-Вудская система базировалась на золотовалютном стандарте, основой которого было золото и две валюты – доллар США и фунт стерлингов, которые в международных расчетах рассматривались как эквиваленты золота и могли функционировать в качестве валютных резервов;

2) установление фиксированных паритетов, согласованных в рамках МВФ, на основе которых сравнивались и обменивались валюты.

Чтобы обеспечить соответствие действительного курса своей валюты объявленному паритету, каждая страна могла:

- или гарантировать конвертируемость своей валюты в золото по официальному паритету (этот вариант выбрали США, установив в 1945 г. такой паритет: 35 долл. за 1 унцию золота);

- или поддерживать на рынках курс своей валюты по отношению к остальным в пределах колебаний максимум в 1% ее паритета (выбрали остальные страны).

Курсы валют отклонялись от своих паритетов незначительно, поскольку они находились под государственным и межгосударственным воздействием. МВФ контролировал механизм международных расчетов, прибегая к валютным интервенциям, в основном в долларах США. При фундаментальных нарушениях равновесия, по согласию с МВФ, проводились девальвации и ревальвации валют развитых стран;

3) конвертируемость валют, свобода и многосторонность платежей по текущим операциям.

Бреттон-Вудская система действовала в течение почти 30 лет. Это были годы восстановления экономики стран Западной Европы и Японии, “экономического чуда”, относительно умеренных темпов инфляции в промышленно развитых странах.

Однако по мере роста мировой экономики, усиления конкурентной борьбы, нарастания инфляции, резкого увеличения объема финансовых операций, не связанных с конкретными внешнеторговыми сделками, а также в связи с кризисом ключевой валюты системы — доллара США, Бреттон-Вудская валютная система все меньше удовлетворяла потребности международной торговли и движения капитала.

Дело в том, что в рамках Бреттон-Вудской системы сложилось неравенство валют. Доллар США занял привилегированное положение. Это позволило США покрывать дефицит платежного баланса в значительной мере за счет краткосрочных обязательств американских банков перед зарубежными государственными организациями и частными лицами. США стали должниками. Инвестиционный баланс (баланс движения капитала) также складывался не в пользу США. Происходил отток капитала, и, как следствие, образовалось отрицательное сальдо платежного баланса. Хронический дефицит платежного баланса привел к тому, что количество долларов за рубежом значительно превысило золотой резерв США. Возникло недоверие к доллару и стремление обменять доллары на золото. США начали терять свое господствующее положение в мировом производстве и международной торговле. Возросла роль ЕЭС, Японии и других стран, платежные балансы которых сводились с позитивным сальдо. В этой ситуации преодоление дефицита платежного баланса США означало бы сокращение международной ликвидности, что затруднило бы международные расчеты. США встали перед выбором: понести большие издержки или изменить все валютные правила. США сделали выбор в пользу изменения правил, разорвав в 1968 г. связь доллара с золотом, а затем введя в 1971 г. плавающий курс доллара. Кроме того, принципы Бреттон-Вудской системы подрывали развитие еврорынка и рынка евродолларов, на которых свободно циркулировало огромное количество долларов, практически выпадавших из режима ограничений, установленных национальными валютными ведомствами и МВФ. Все это создавало благоприятную обстановку для валютных спекуляций. В таких условиях система фиксированных валютных курсов уже не могла эффективно функционировать. Начался переход к новой валютной системе, получившей название “Ямайской” по названию страны, где были выработаны основные принципы этой системы.

### **3.3. Ямайская валютная система**

Переход от золотовалютного стандарта к новой системе валютных отношений занял несколько лет. После первого существенного шага — прекращения обмена долларов на золото — последовали следующие шаги. В марте 1973 г. были введены плавающие валютные курсы. С 1974 г. все ведущие валюты (доллар, фунт стерлингов, немецкая марка, иена, французский франк) уже свободно плавали по отношению друг к другу. В том же году “Специальные права заимствования” — “корзина СДР” стала новым эталоном ценности валют. В 1976 г. МВФ принял решение отказаться от фиксации официальной цены золота, прекратив операции с ним в рамках МВФ, предоставив право национальным валютным органам распоряжаться собственным золотом по своему усмотрению. И наконец, в 1978 г. в

уставе МВФ был закреплен отказ от фиксированных паритетов и официально введена в действие Ямайская валютная система.

Основное отличие Ямайской валютной системы от Бреттон-Вудской заключается в следующем:

1. Изменился носитель мировых денег. Если Бреттон-Вудская система использовала в качестве конечного средства расчета золото и резервные валюты, то новая валютная система опирается на СДР — коллективную валюту МВФ — и ЭКЮ — коллективную валюту ЕС. Эти валюты стали элементом в структуре международной ликвидности.

2. Новая валютная система разрешает как фиксированные, так и плавающие валютные курсы или их смешанный вариант.

3. Наличие замкнутых валютных блоков, которые, с одной стороны, являются участниками мировой валютной системы, а с другой — внутри них существуют особые отношения между странами-участницами. Наиболее характерным примером являлась Европейская валютная система (ЕВС) — порождение ЕЭС.

4. В Ямайской валютной системе права МВФ по надзору за валютными курсами расширены. МВФ разработал основные принципы, которых должны придерживаться страны-члены МВФ при проведении курсовой политики, с тем, чтобы мировая валютная система в целом функционировала эффективно. Суть этих принципов сводится к следующему:

- валютный курс должен быть экономически обоснован. Страны должны избегать манипулирования валютным курсом с целью недопущения необходимого регулирования платежного баланса или получения несправедливых конкурентных преимуществ;

- осуществлять интервенцию с целью сглаживания значительных хаотичных краткосрочных курсовых колебаний;

- при проведении интервенции учитывать интересы других стран.

Были разработаны также основные критерии определения, выполняет ли страна эти принципы.

На страны-членов МВФ возлагались определенные обязательства: при выборе нового валютного режима информировать МВФ; сотрудничество стран-членов с МВФ и между собой в решении валютных проблем; национальная экономическая политика стран-членов должна способствовать стабилизации валютных курсов.

Ямайской системой предусматривалась отмена золота как официального международного расчетного средства и меры стоимости. Была отменена официальная цена золота и началась его демонетизация, то есть лишение золота функции денег. Золото могло быть национальным резервным средством, но все расчеты между МВФ и национальными валютными учреждениями осуществлялись лишь в СДР.

Теоретически основой Ямайской системы был провозглашен принцип регулирования валютных курсов рыночными силами (спрос и предложение). Однако в режиме свободного плавания (то есть под воздействием

только рыночных сил) валютные курсы уже не могли функционировать, поскольку интеграционные процессы привели тесному переплетению национальных воспроизводственных процессов, ко все большему подчинению национальных экономик закономерностям мирового хозяйства, к зависимости от процессов, происходящих в мировой экономике, в том числе и в валютной сфере. В таких условиях стало невозможным создание оптимальной основы для развития международной торговли без координации валютной политики. С помощью “чистого” плавания не удалось достичь и равновесия платежных балансов. Не привели плавающие валютные курсы и к автономности внутренней экономической политики. Напротив, свободно плавающие валютные курсы усилили взаимосвязь между валютными курсами и внутриэкономическими процессами. Поэтому в реальной практике Ямайская валютная система функционирует как система управляемых плавающих курсов (с тенденцией к усилению в валютной политике отдельных стран элементов “управления”).

Несмотря на то, что Ямайская валютная система имеет ряд негативных моментов, ее функционирование оказывает существенное воздействие на ускорение темпов развития промышленно развитых стран и многих развивающихся стран в направлении дальнейшей социально-экономической интеграции.

Результатом региональной валютной интеграции стало образование Европейской валютной системы (ЕВС), которая формально начала действовать в 1978 г. Ее главной целью была стабилизация валютных курсов, уменьшение экономической зависимости стран-участниц ЕС от дестабилизирующего внешнего влияния. ЕВС представляла собой зону скоординированного плавания курсов национальных валют по отношению к доллару США. ЕВС, как форма организации отношений стран ЕС в валютной сфере, форма регулирования валютных отношений на наднациональном уровне, базировалась на таких элементах:

- рыночный курс валюты должен был находиться в пределах  $\pm 2,25\%$  от двустороннего центрального курса или в исключительных случаях – в пределах  $\pm 6\%$ . Эти пределы колебаний в 1993 г. были расширены под влиянием значительных валютных колебаний :  $\pm 15\%$  (“европейская валютная змея”);

- создана европейская валютная единица экю – расчетная единица, курс которой определялся как средневзвешенный курс валют стран ЕС;

- создан Европейский фонд валютного сотрудничества (ЕФВС) для предоставления временной финансовой поддержки странам-членам для финансирования дефицита платежного баланса и осуществления расчетов по валютным интервенциям стран-членов для поддержки валютных курсов. Ресурсы фонда формировались за счет взносов стран-членов.

В 1998 г. Европейская валютная система перестала функционировать. К главным причинам распада относятся следующие: отличия в темпах инфляции стран-членов; недоверие к отдельным центральным банкам;

объединение Германии, что повлияло на общую валютную ситуацию в ЕС, а также несовместимость абсолютной мобильности капитала, фиксированных валютных курсов и денежно-политической независимости в одной валютной системе.

В 1999 г. был создан Европейский экономический и валютный союз, что стало новой стадией развития валютно-финансовой интеграции стран ЕС. В его рамках предусматривался переход к единой валютной и денежной политике, создание Европейского валютного института, Европейского центрального банка и введения единой валюты – евро.

Основным следствием участия в валютном союзе является потеря странами протекционистских возможностей, связанных с проведением самостоятельной политики относительно обменного курса национальной валюты для поддержки внешнеэкономической деятельности. Поэтому при переходе к валютному союзу главным вопросом стало определение предпосылок, необходимых для достижения страной-членом валютного объединения экономических целей (полной занятости, экономического роста, стабильности цен, равновесия платежного баланса) без необходимости изменения валютного курса. Основной предпосылкой участия в валютном союзе является сближение, выравнивание национальных экономик, сглаживания их отличий по определенным критериям, к которым относятся:

- уровень инфляции, который не должен превышать средний уровень инфляции трех европейских стран с наиболее низкой инфляцией более чем на 1,5 процентных пункта;
- уровень процентных ставок, который не должны превышать средние ставки трех стран ЕС с наименьшими показателями более чем на 2 процентных пункта;
- обменный курс валют, который должен быть постоянным в диапазоне колебаний в существующем в ЕС механизме стабилизации обменных валютных курсов на протяжении, по меньшей мере, двух лет;
- размер годового дефицита бюджета, который не должен превышать 3%;
- уровень аккумулированного государственного долга, который должен составлять не более 60% от ВВП.

Современную мировую валютную систему в целом характеризуют такие черты: существенное колебание валютных курсов, в частности, относительно доллара США (периоды недооценки доллара сменяются периодами завышения его стоимости); значительная гибкость валютных курсов, которые, как правило, нескоординированы; несмотря на существование свободного плавания, мировая экономика не может освободиться от международной взаимозависимости, которая накладывает определенные ограничения на осуществление национальной экономической политики; неустойчивость мировой валютной системы к валютным кризисам и чувствительность к внешним шокам.

## **РАЗДЕЛ II.**

# **МИРОВАЯ ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА**

### **ГЛАВА 4.**

## **ХАРАКТЕРИСТИКА МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ**

### **4.1. Международные финансовые потоки**

В мировом хозяйстве постоянно происходит перелив денежного капитала из одной страны в другую, что создает мировые финансовые потоки.

Международные финансовые потоки представляют собой совокупность финансовых операций, объектом которых является денежный капитал.

Эти потоки обслуживают международную торговлю товарами, услугами и перераспределение капиталов между странами.

Типы международных финансовых потоков можно классифицировать по таким признакам: вид экономической деятельности согласно структуре платежного баланса, экономические взаимоотношения между нерезидентами, сроки выполнения финансовых операций, форма собственности по источникам финансовых потоков (рис. 4.1) [29, с. 482; 36, с. 88].

Основными каналами движения финансовых потоков является:

- валютно-кредитное и расчетное обслуживание купли-продажи товаров и услуг;
- иностранные инвестиции в основной и оборотный капитал (ПИИ);
- операции с ценными бумагами и разными финансовыми инструментами;
- валютные операции;
- помощь развивающимся странам и взносы государства в международные организации.

Объем и направления финансовых потоков зависят от разных факторов. К ним относятся:

- 1) состояние мировой экономики. Так, экономические спады в промышленно развитых странах, как правило, вызывают спады в темпах роста объемов мировой торговли и наоборот;
- 2) снижение торговых барьеров;
- 3) разные темпы экономического развития стран (синхронность или асинхронность в экономиках ведущих стран);
- 4) структурная перестройка экономики той или иной страны;
- 5) дифференцированный разрыв темпов инфляции и уровня процентных ставок;



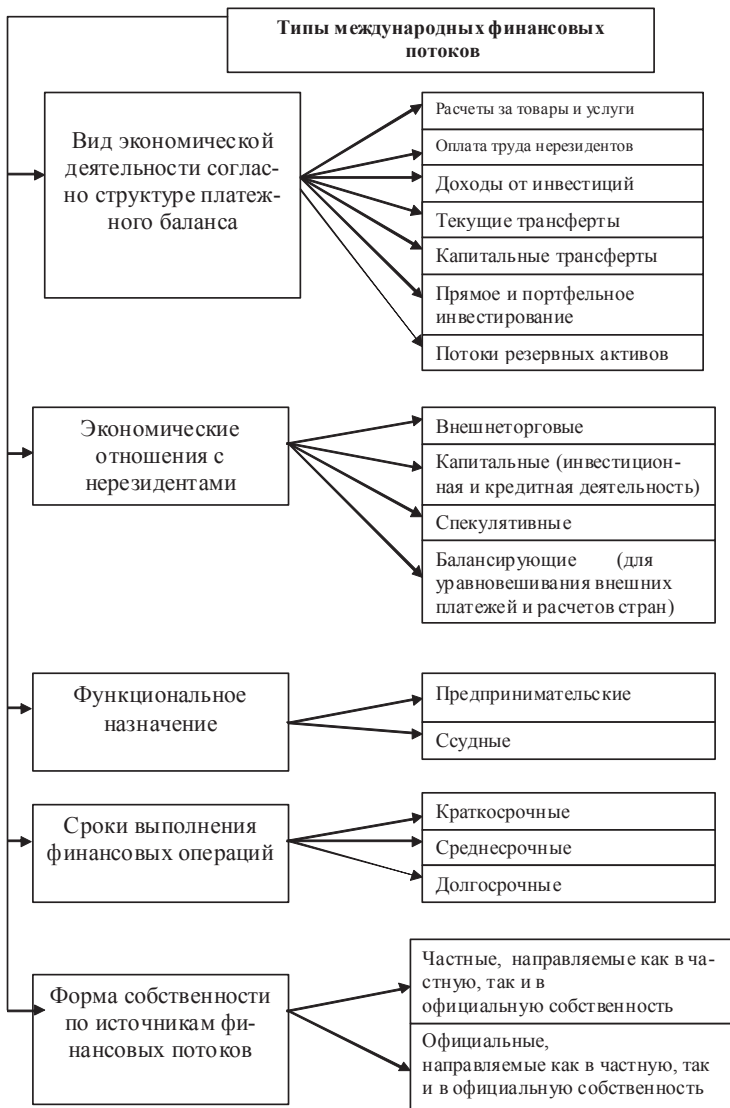


Рис. 4.1. Типы международных финансовых потоков

6) опережающий рост международного движения капитала по сравнению с международной торговлей. Это отражается на размерах международных финансовых рынков;

7) переход промышленно развитых стран от трудоемкого к наукоемкому производству;

8) рост диверсификации деятельности ТНК, в том числе международного инвестирования в совместные предприятия. Совместные предприятия снижают необходимость отправки продукции из одной страны в другую. Это снижает объемы международной торговли, но увеличивает международные инвестиции. Кроме того, ТНК осуществляют масштабное перенесение за рубеж низкотехнологических производств;

9) рост дефицитов платежных балансов в результате несбалансированности международных расчетов.

Международные финансовые потоки направляются в те сферы и регионы мира, где на них ощущается наибольший спрос и есть возможность получить наибольшую прибыль.

Движение финансовых потоков (в денежной форме, в виде разного рода финансово-кредитных инструментов) осуществляется через банки, специализированные финансово-кредитные учреждения, фондовые биржи, которые формируют мировой финансовый рынок.

Финансовые потоки достигают огромных размеров. По некоторым оценкам, ежедневные операции на мировых финансовых рынках в 50 раз превышают операции мировой торговли.

#### **4.2. Мировой финансовый рынок**

Мировой финансовый рынок традиционно подразделяется на международный валютный рынок, международный рынок долговых обязательств, международный рынок ценных бумаг, каждый из которых включает еврорынок (рынки евродепозитов, еврокредитов, евроакций, еврооблигаций, евроексселей и др.). В соответствии с другой моделью мировой финансовый рынок в зависимости от сроков реализации имущественных прав делят на денежный рынок и рынок капиталов (фондовый рынок) [12, с.158; 16, с.327; 29, с.485; 36,с.52 ]. Упрощенная структура мирового финансового рынка приведена на рис. 4.2.

Структура мирового финансового рынка очень сложна и между его составляющими не всегда можно провести четкую границу. Так, международный рынок облигаций по одним критериям является элементом международного рынка ценных бумаг, а по другим – международного рынка долговых обязательств; международный рынок титулов собственности одновременно является элементом международного рынка ценных бумаг и международного рынка капиталов.

Мировой финансовый рынок впервые появился в 1950-х годах в форме рынка евровалют. На его последующее развитие повлияли такие события:

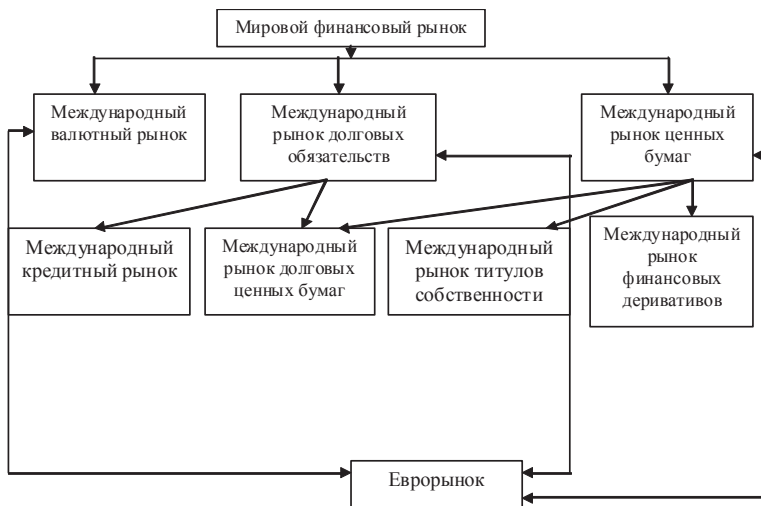


Рис. 4.2. Структура и взаимосвязь составляющих мирового финансового рынка.

- в 1960-х годах: быстрый экономический рост Японии, который предоставил новые возможности для бизнеса на Дальнем Востоке;

- в 1970-х годах: мировой финансовый кризис (1971 и 1973 гг.), который привел к краху Бреттон-Вудской системы и переходу от системы фиксированных к системе плавающих валютных курсов; нефтяные кризисы (1974 и 1979 гг.), которые были вызваны повышением цен на нефть ОПЕК (Организация стран-экспортеров нефти); банковский кризис в США (в 1979 г.), который привел к общему повышению процентных ставок и поставил на грань банкротства многие развивающиеся страны (получателей частных банковских кредитов);

- в 1980-х годах: процесс либерализации национальных рынков капитала индустриальных стран. Это стимулировало быстрый рост международного движения капитала, что способствовало интеграции национальных рынков капитала и рынка евровалют для создания единого глобального финансового рынка. (Япония превращается в ведущую международную финансовую силу и источник мирового капитала. В 1987 г. подписание „Большой семеркой” Луврского соглашения, согласно которому поддерживается доллар США, который падал, тем самым искусственно поддерживая обменный курс своих валют по отношению к доллару в узких пределах колебания. Страны ЕЭС в 1987 г. принимают единый Европейский акт, которым предусматривалось создание в 1992 г. в Европе унифицированного рынка).

Появляются проблемы обслуживания внешнего долга развивающимися странами (начало мирового кризиса задолженности 1982 г.);

- в 1990-х годах: смена политических систем в восточноевропейских коммунистических странах (1989 -1990 гг.) и переход к рыночной экономике; появление после 1992 г. унифицированного европейского рынка; вступление в силу в 1993 г. Северо-Американского соглашения о свободной торговле (НАФТА) и ускорение регионального развития в США; либерализация торговли, создание в 1994 г. Всемирной торговой организации (ВТО); финансовые кризисы ( в Мексике в 1994-1995 гг.) финансовый кризис поставил страну на грань суверенного дефолта и угрожал распространением на другие страны Латинской Америки. В результате финансового кризиса в 1997 – 1998 гг. в Юго-восточной Азии, Бразилии, России и других странах девальвировало большинство национальных валют азиатского региона, а также изменилась конъюнктура валютных и фондовых рынков ); внедрение в 1999 г. странами ЕС общей валюты (евро) и проведения общей денежной политики;

- в 2000 г.: слияние Парижской, Амстердамской и Бельгийской фондовых бирж, создания Euronext – наибольшего по объемам торгового фондового рынка в еврозоне; слияние двух крупнейших европейских бирж – Лондонской и Франкфуртской в „Ай-Икс”. Объединяющие процессы помогли фондовому рынку ЕС преодолеть раздробленность и усилить конкурентные позиции;

- в 2003-2005 гг. динамику мировых финансовых рынков определяют размеры процентных ставок в США и Европе, дифференциация между которыми растет, высокие цены на нефть, снижение курса доллара. Неопределенность размеров процентных ставок и последующей динамики финансовых рынков не дает возможность предусмотреть степень рисков (кредитных, валютных). В этих условиях инвесторы считают лучшим вариантом вкладывать свои средства в развивающиеся рынки.

- в 2006-2010 гг. на развитие мирового финансового рынка негативно повлиял мировой финансовый кризис 2007-2009 гг.

Назначение финансовых рынков заключается в обеспечении эффективного распределения имеющегося объема свободного капитала между конечными потребителями (инвесторами). Финансовые рынки и являются тем механизмом, который для заключения сделок сводит тех, кто предлагает деньги, с теми, кто их ищет. Для увеличения эффективности распределения свободных денежных средств существуют финансовые институты — посредники между кредиторами и конечными заемщиками. Они на профессиональной основе предлагают услуги по соединению спроса и предложения на капитал фирмам, гражданам, правительствам и функционируют в определенном правовом и налоговом пространстве. Следует обратить внимание на то, что под финансовыми институтами, в узком смысле, понимаются финансовые организации, а в широком — нормативный порядок, система проведения валютно-финансовых операций этими организациями.

Современный мировой финансовый рынок характеризуется:

- значительным объемом финансовых ресурсов и операций, осуществляемые круглосуточно, которые в большинстве – унифицированы и к которым привлекаются субъекты с высоким рейтингом;

- отменой ограничений на финансовые потоки через национальные границы, таких, как контроль капиталов и ограничение обращения иностранных валют. Например, страны ОЭСР либерализовали почти все виды движения капитала, включая краткосрочные операции, осуществляемые предприятиями и физическими лицами в соответствии с “Кодексом о либерализации движения капитала”, который действует на территории стран – членов ОЭСР;

- высоким уровнем использования информационных технологий, которые уменьшают стоимость трансакций между странами;

- применением разнообразных финансовых инструментов.

Международные потоки капиталов в 5 раз превышают международные потоки товаров и услуг. Вследствие того, что денежные средства перемещаются быстрее по отношению к изменениям процентных ставок и курсов иностранных валют, международная мобильность капитала интенсифицирует неустойчивость валютных курсов. Валютные курсы стали более изменчивыми к национальной макроэкономической политике. Высокая мобильность капитала привела к усилению взаимозависимости национальных экономик, ослабила автономию национальных политик, несмотря на существование плавающих валютных курсов.

К основным тенденциям, наблюдаемым на мировом финансовом рынке, относятся следующие:

1. Создание валютных блоков вокруг ведущих валют мира.

2. Изменение структуры финансовых инструментов рынка в пользу инструментов реального сектора - корпоративных ценных бумаг и их производных.

Валюта, как инструмент финансового рынка, теряет самостоятельное значение. Так, ежедневный оборот операций на мировом валютном рынке в 2007 г. по сравнению с 1990 г. вырос в 2,3 раза (с 880 млрд до 2000 млрд долл.), на рынке облигаций – в 5 раз (с 190 млрд до 950 млрд долл.) [<http://www.mabico.ru>]. Наблюдается быстрый рост сектора корпоративных ценных бумаг.

3. Фондовые рынки являются главным структурообразующим элементом финансового сектора. Банковский сектор уступает роль механизма перераспределения финансовых средств фондовому рынку. Так, по данным „Файненшл таймс” банковские кредиты составляют только 25 % средств, которые были привлечены бизнесом и правительствами во всем мире.

4. Рост взаимосвязи между финансовым и реальным секторами экономики.

Для новых промышленных компаний эмиссия ценных бумаг является основным средством мобилизации финансовых средств (инвестицион-

ных ресурсов). Благодаря дальнейшему усовершенствованию функционирования финансового рынка его механизмы все больше обеспечивают перераспределение средств в интересах наиболее прибыльных и перспективных компаний. Так, в США 60% всего объема ежегодных инвестиций в экономику вкладывается в компании, связанные с информационными технологиями.

Фондовый рынок превращается в катализатор научно-технического прогресса в реальном секторе и обеспечивает рост производительности труда.

5. Рост масштабов технологического перевооружения финансовых рынков на основе интернет-технологий, стирающих национальные границы и активно способствующих установлению непосредственных связей между инвесторами и эмитентами независимо от их национальной принадлежности.

6. Изменения в идеологии деятельности международных финансовых организаций. Эти организации делают акцент на повышение ответственности развивающихся стран за стабильность национальных рынков и отказываются исполнять роль гаранта стабильности на их финансовых рынках.

7. Резкое увеличение и доминирование на мировых финансовых рынках спекулятивных операций, на долю которых приходится свыше 95% всех финансовых сделок.

### **4.3. Развитие мировой финансовой системы в современных условиях**

Совокупность финансовых рынков и финансовых институтов (учреждений), функционирующих в правовой и налоговой среде международного бизнеса, создают мировую финансовую систему (рис. 4.3).

К участникам мировой финансовой системы, которые опосредствуют основную часть международных финансовых потоков относятся:

- национальные участники – корпорации, банки, специализированные кредитно-финансовые институты, в том числе страховые и пенсионные компании, фондовые и товарные биржи, государство;
- международные участники – международные корпорации, ТНК, международные банки, ТНБ, специализированы кредитно-финансовые институты, большие фондовые и товарные биржи, международные валютно-кредитные и финансовые организации.
- Центральная роль на мировом финансовом рынке принадлежит коммерческим банкам именно благодаря широкой сфере их финансовой деятельности. Обязательства банка в основном состоят из депозитов с разными сроками, активы: займы (корпорациями, государствами), депозиты в других банках и облигации.



Рис. 4.3. Основные компоненты мировой финансовой системы

Корпорации (особенно ТНК) проводят операции по привлечению иностранных источников капитала для финансирования своих инвестиций: продажа акций, займы, продажа долговых обязательств корпорации на международном рынке капитала.

Небанковские финансовые организации проводят операции по диверсификации своих портфелей иностранных активов.

Центральные банки включены в мировой финансовый рынок опосредовано через валютные интервенции. Государственные органы занимают средства за рубежом, выпускают государственные облигации. Правительства развивающихся стран, а также предприятия, находящиеся в собственности государства, берут кредиты в коммерческих банках зарубежных стран.

Современная мировая финансовая система функционирует и развивается в условиях финансовой глобализации. Глобализация – это объективный процесс интеграции значительной части капитала разных стран, усиления их взаимозависимости. Движущими силами финансовой глобализации является углубление международной финансовой интеграции, формирование системы международных финансовых институтов, развитие финансовых инноваций.

Международная финансовая интеграция – это процесс унификации финансовых услуг, банковских операций; либерализации таможенных процедур; унификации системы координирования через международные финансово-кредитные учреждения, электронную систему платежных

средств; движение к мировой валютной системе с едиными мировыми деньгами. В последние годы устранены существенные законодательные ограничения на пути движения капиталов. Финансовые рынки развитых стран объединились в глобальную финансовую систему, что позволяет направлять все более значительные суммы капитала не только в ее экономику, но и экономику развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Наибольших успехов в финансовой интеграции достиг Европейский Союз. Его Концепция единого финансового пространства включает:

- полную либерализацию платежей и миграции капитала;
- открытие для компаний и физических лиц стран ЕС доступа к рынку банковских, страховых и других финансовых услуг стран-партнеров;
- гармонизацию банковского, налогового и другого законодательства по инвестированию;
- усиление контроля за деятельностью национальных кредитно-финансовых институтов и защиту интересов инвесторов;
- обеспечение гласности и прозрачности действующих правовых норм.

Формирование единого финансового рынка ЕС привело к росту интенсивности внутрирегиональной миграции капитала. В результате этого соотношения валовых трансграничных потоков частного капитала (сумма ввоза и вывоза капитала, в том числе прямые, портфельные и другие инвестиции) и ВВП в странах ЕС по оценке Всемирного банка составляет 40%, а по всем развитым странам эта величина достигает 30% [29, с. 491].

Финансовая интеграция с открытостью финансовых рынков выгодна странам:

- странам предлагаются больше источников инвестиционного финансирования для пополнения внутренних сбережений;
- открытые рынки капитала способствуют повышению эффективности внутренних финансовых институтов и ведению обоснованной макроэкономической политики;
- уменьшая финансовые ограничения, открытые рынки капитала дают странам время для проведения урегулирования платежей с целью ликвидации дисбалансов, вызванных внешними потрясениями;
- страны-кредиторы имеют более широкие возможности для диверсификации инвестирования и риска;
- поддерживается система многосторонней торговли, поскольку расширяется диапазон возможностей для диверсификации портфеля ценных бумаг и для эффективного размещения глобальных сбережений и инвестиций.

Устранение барьеров между национальными и международными финансовыми рынками, свободное перемещение международного капита-



ла с внутреннего на мировой финансовый рынок и наоборот, развитие взаимосвязей между этими секторами рынка являются отличительными признаками международной финансовой интеграции. В условиях финансовой интеграции финансовые институты учреждают свои филиалы в главных финансовых центрах для выполнения функций заимствования, кредитования, инвестирования и предоставления других финансовых услуг.

К системе международных финансовых институтов принадлежат организации мирового уровня (Международный валютный фонд, Всемирный банк, Международный банк реконструкции и развития и др.), региональные финансовые институты. Финансовые ресурсы этих институтов составляют значительную часть потоков официальной международной помощи.

Глобализация финансового рынка характеризуется развитием финансовых инноваций, то есть созданием новых финансовых инструментов (евродолларовые депозитные сертификаты, валютные свопы, еврооблигации с нулевым купоном, синдицированные кредиты в евровалюте, евроноты и т.п.) и технологий. Технологические инновации повышают скорость осуществления международных финансовых операций и их объемы. Телекоммуникации помогают банкам привлекать сбережения из всего мира и направлять средства заемщикам на условиях наивысшей прибыли и самых низких издержек. Через систему СВИФТ инвестиционные банки могут заключать сделки как в облигациях, так и в иностранной валюте. Коммерческие банки могут направлять аккредитивы через электронные системы платежей из своих штаб-квартир в заграничные представительства.

Рост потоков мирового капитала усиливает финансовую конкуренцию между странами, что влияет на снижение вмешательства государства в функционирование внутренних финансовых рынков и приводит к либерализации международного движения капиталов. Таким образом, мировая финансовая система становится практически независимой от государственного контроля и регулирования. Менее 30% рынка ценных бумаг стран “семерки” контролируется государством или подчинено государственным интересам. На мировом финансовом рынке из страны в страну перемещается свыше 3 трлн долл. в месяц. Из них 2 трлн долл. – это деньги, не контролируемые государством или другими официальными институтами [29, с.492]. У частного капитала больше ресурсов, чем у центральных банков крупных развитых стран. Поэтому ситуацию на мировом финансовом рынке определяет частный капитал, а не национальные правительства. Частный капитал, по данным Международного финансового института, направляется преимущественно в развивающиеся страны с рыночной экономикой. Так, в 2008 г. приток частного капитала в 29 таких стран достиг 281 млрд долл., что вдвое больше, чем в 2002 г. Особенно значительный приток капитала наблюдался в Китай и Россию. Рост поступлений в Китай связан с ожиданием отказа от фиксированного курса юаня к доллару и переход к плавающему валютному курсу, а в Россию –

заинтересованностью русских банков в иностранных займах с целью укрепления рубля. Позитивной характеристикой притока частного капитала в развивающиеся страны с рыночной экономикой, является то, что половина этих средств представлена прямыми инвестициями, то есть вложениями в производственные объекты, оборудование, развитие предпринимательства, а не портфельными инвестициями в ценные бумаги.

Крупнейшими получателями частных инвестиций в 2008 г. стали АТР (148 млрд долл.), Европа (100 млрд долл.), Латинская Америка (27 млрд долл.), Африка и Ближний Восток (9,8 млрд долл. ).

## *ГЛАВА 5.* **МИРОВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ЦЕНТРЫ**

### **5.1. Главные мировые финансовые центры**

В операциях мирового финансового рынка принимают участие национальные валютные, кредитные и фондовые рынки, которые тесно переплетаются с аналогичными мировыми рынками. При этом на основе крупных национальных рынков, выполняющих международные операции, сложились мировые финансовые центры: Нью-Йорк, Лондон, Цюрих, Люксембург, Франкфурт-на-Майне, Сингапур, Гонконг, Багамские острова, Панама, Бахрейн и др. В этих центрах сосредоточены международные банки, банковские консорциумы, фондовые биржи, осуществляющие международные валютные, кредитные операции, а также операции с ценными бумагами и золотом.

Мировые финансовые центры возникают в тех странах, где:

- устойчивое валютно-экономическое положение;
- существует развитая кредитная система и хорошо организованная биржа;
- умеренное налогообложение;
- льготное валютное законодательство, которое позволяет доступ иностранным заемщикам и ценных бумаг к биржевой котировке;
- удобное географическое положение;
- относительная стабильность политического режима;
- наличествует стандартизация и высокая степень информационных технологий безбумажных операций.

Наиболее влиятельными мировыми финансовыми центрами являются Лондон, Нью-Йорк, Токио [20, с. 96-106; 36, с. 281-287; 64, с. 227-266].

Особенностью Нью-Йорка, как финансового центра, является то, что он является только иностранным рынком капитала и основным первоисточником евродолларов. Главное место среди составляющих этого финансового центра принадлежит рынку банковских кредитов. Международная деятельность крупных американских банков связана не только с кредитными операциями, но и с инвестиционными. Они предлагают своим клиентам разнообразные операции с ценными бумагами, размещают ценные бумаги на первичном рынке, действуют как брокеры на вторичном рынке.

Эффективность нью-йоркского рынка капитала достигается за счет выпуска новых облигаций внутренними финансовыми институтами по более низкой цене в сравнении с другими иностранными рынками.

Валютный рынок развит слабо, но по таким показателям, как “объем оборота”, “количество обращающихся валют” он считается крупнейшим в мире центром по торговле валютой.

Важное место занимает рынок ценных бумаг, который связывает американские финансовые рынки с международными финансовыми рынками. На Нью-Йоркской фондовой бирже обращаются акции 2768 компаний с общей стоимостью 19,8 трлн долл., а ежедневный объем торгов составляет около 47 блн долл. [<http://www.investmoney.ru>]. На этом рынке представлен большой выбор финансовых инструментов: акции, облигации, акции паевых фондов, депозитарные расписки, конвертируемые долговые бумаги, индексные акции, форварды, свопы, варранты и т.п.

Рынок ценных бумаг Нью-Йорка, как и общий фондовый рынок США, привлекателен для инвесторов всего мира отсутствием налогообложения для нерезидентов США. Там, где резидент заплатит 35%, нерезидент не заплатит ничего. Наиболее существенной характеристикой фондового рынка является налаженный механизм регулируемого законодательства. Он наиболее эффективный и самый жесткий в мире. Инвестиционные компании, фонды постоянно контролируются со стороны организаций, выдающих лицензии. Рынок золота значительной роли не играет.

Лондон – это финансовый центр Европы. Он является наибольшим в мире национальным финансовым центром с одинаково хорошо развитыми рынками краткосрочных кредитов и долгосрочных займов, мощной биржей, высокоорганизованным страхованием и фрахтовым делом.

Для Лондона характерным является доминирование собственно международных составляющих над национальными. Основой его финансового могущества есть не национальный, а международный валютный рынок и рынок ссудных капиталов. Одной из особенностей считается способность банков, бирж, вексельных маклеров быстро реагировать на любую новую ситуацию и финансовые инновации. Лондон в качестве мирового финансового центра выделяют четыре рынка: золота, валют, коротко – и среднесрочного кредитования, страхования.

Рынок золота действует с 1919 г., что стало следствием демонетизации золота. Золото получило свойство быть преимущественно обычным товаром с ценой, которая выражается в кредитно-бумажных деньгах.

Лондонский валютный рынок является наибольшим в мире. Через его валютную биржу проходит 30% всех контрактов с валютой, а объем валютных сделок составляет около 1000 млрд долл. в день.

Превращению Лондона в ведущий мировой валютный рынок способствовала максимальная свобода валютных операций. Ограничение такой свободы в других мировых финансовых центрах не позволило валютным рынкам развиваться до конкурентного уровня.

Рынок банковских кредитов занимает ведущее место в мире. В Лондоне расположено большое количество иностранных банков, а английские банки имеют широкую сеть своих заграничных филиалов. Благодаря концентрации крупных банков мира в Лондоне, этот финансовый центр стал главным по кредитным операциям, где заемщики могут получать любые

суммы. Основным заемщиком лондонского международного кредитного рынка является Великобритания. Английские фирмы и компании получают от американских банков в Лондоне в 4 раза больше иностранной валюты, чем от клиринговых английских банков. Ориентация лондонского международного кредитного рынка на потребности Великобритании обуславливает его специализацию в области преимущественно коротко- и среднесрочного кредитования. В сфере международной торговли ценными бумагами Лондон успешно конкурирует с другими рынками. Этому способствовало превращение в 1986 г. Лондонской фондовой биржи в Международную фондовую биржу, оснащенную полностью компьютеризированной электронной системой биржевых котировок. Фондовая биржа Лондона в международной сфере играет роль котировочного центра.

Лондонская фондовая биржа наиболее интернациональная фондовая биржа в мире по количеству торгующих на ней иностранных компаний: больше 445 международных компаний из 63 стран имеют листинг в Лондоне. Биржа включает несколько рынков: рынок правительственных ценных бумаг, рынок акций и облигаций местных фирм и компаний, рынок иностранных ценных бумаг, рынок южноафриканских золотопромышленных компаний и др.

Общий объем торгов при участии международных компаний превышает объемы ведущих мировых бирж, включая Нью-Йоркскую фондовую биржу. Средний объем торгов составляет 199 тыс. сделок ежедневно, а средний дневной оборот достигает 22,5 млрд долл. США [<http://www.nakanune.ru>].

Токио становится международным финансовым центром после 1970 г. Укреплению его позиций способствовало:

- рост выпуска государственных облигаций, что обусловило развитие их вторичного рынка;
- выпуск иностранными заемщиками в Токио облигаций в иенах, а позже – в иностранной валюте;
- либерализация рынков иены и капитала, что дало возможность иностранным банкам и компаниям по торговле ценными бумагами активно работать на рынке ценных бумаг;
- увеличение иностранных капиталовложений в японские облигации и акции;
- рост открытости денежного рынка. Наибольшая активность иностранных участников наблюдается на рынке онкольных займов (это – краткосрочный коммерческий кредит, который оплачивается заемщиком по первому требованию кредитора), депозитных сертификатов и краткосрочных коммерческих векселей.

Токио является крупным международным валютным рынком благодаря большому ежедневному обороту иностранной валюты, особенно в сделках иена/доллар.

Токийская фондовая биржа – одна из наибольших бирж мира, но как торговая площадка постепенно теряет популярность. Общее число зарегистрированных в ней компаний не изменяется уже десятилетие. Иностранные инвесторы считают, что правила листинга на биржи слишком жесткие и соблюдение правил публикации обходятся дорого. В целом биржа выполняет функции котировки ценных бумаг.

В Токийском финансовом центре оперируют уполномоченные японские банки (валютные банки) и иностранные банки, которые занимаются кредитованиям промышленности и торговлей в иенах и иностранной валюте, предоставлением кредитов заграничным японским предприятиям через свои материнские банки, учетом экспортных векселей и т.п.

Финансовые центры работают круглосуточно, руководя движением международных финансовых потоков. Эффективность международных валютно-кредитных и расчетных операций обеспечивает Мировая межбанковская финансовая телекоммуникационная сеть, не признающая национальные границы (СВИФТ).

## **5.2. Оффшорные зоны в системе мировых финансовых центров**

Среди финансовых центров выделяют оффшорные зоны. Оффшорными зонами (юрисдикциями) называют страны или отдельные территории государств, где на государственном уровне для определенного типа компаний, собственниками которых являются иностранцы, установлены значительные льготы в налогообложении, снижены или отменены требования к бухгалтерскому учету и аудиту, частично или полностью сняты таможенные и торговые ограничения. Оффшорные зоны — это вненациональные финансовые центры, осуществляющие значительные объемы кредитования и финансирования в валютах других стран (евровалютах). Для них характерно:

- либеральное валютно-кредитное законодательство, которое защищает интересы инвесторов, не налагая при этом излишних ограничений на финансовые институты (низкие налоги, незначительное государственное вмешательство);
- осуществление валютно-кредитных операций в основном с иностранной для данной страны валютой;
- законодательное допущение продажи валюты по неофициальной цене, когда официальный обменный курс ниже от рыночного, и покупки валюты, когда официальный курс валюты выше рыночного.

Характерной особенностью оффшорного центра является то, что депонированный в нем капитал не лежит без движения, а предназначен для инвестирования в высокодоходные области с маленьким налогообложением за границей.

Оффшорные зоны обязаны себя узаконить - и в общем плане и, в особенности, в отношениях с другими государствами, получив их согласие на низкое налогообложение. Это важная, но не единственная их черта. К основным следует отнести: политическую и экономическую стабильность в стране; гарантию соблюдения финансовой и банковской тайны; отсутствие валютных ограничений; современные средства связи и хорошо оборудованную сеть коммуникаций; удобную правовую систему; выполнение индивидуальных потребностей инвесторов.

К другим особым требованиям клиентов оффшорных центров обычно относят: относительно низкие административные затраты, необходимые для текущей деятельности, хорошее языковое обслуживание со стороны переводчиков, услуги профессиональных советников, благоприятные условия взимания налогов, возможность приобретения гражданства, возможность покупки недвижимости, а также низкий уровень цен на товары, необходимые для жизни персонала и членов их семей.

Существует множество критериев *классификации оффшорных центров*. В основу главных критериев, используемых представителями делового мира при выборе таких центров с целью минимизации налоговых обязательств, относится итоговый объем и характер привилегий, предлагаемых клиентам.

При таком подходе оффшорные центры обычно разделяют на два основных типа [32, с. 168].

*Первый* — это собственно оффшорные территории, официально признанные в мире, и юрисдикции, относящиеся к “налоговым гаваням”. Это преимущественно страны с небольшим населением и малой земельной площадью. По терминологией, принятой в ООН, они называются мини-государствами. Для них характерное отсутствие налога на прибыль для иностранных “льготных” компаний. Однако это преимущество в значительной мере обесценивается в глазах клиентов таким серьезным недостатком, как отсутствие налоговых соглашений с другими государствами и особенно договоров об избежании двойного налогообложения. К этому типу юрисдикций относится большое количество оффшорных центров мира, например, остров Мен, Гибралтар, Панама, Багамские острова, Теркс, Кайкос и другие.

Ко *второму* типу относят юрисдикции с “умеренным” уровнем налогообложения. Такие государства не считаются типичными оффшорными территориями, хотя некоторые из них в отдельных случаях включены в “черные списки” налоговых гаваней. Здесь чаще всего взимается “умеренный” (а временами и достаточно значительный) налог на прибыль. Но такой “недостаток” (с точки зрения желающих минимизировать свои налоговые обязательства) полностью компенсируется тем, что такие юрисдикции связаны многочисленными налоговыми соглашениями с другими государствами. Кроме того, здесь предоставляются значительные льготы

для компаний определенного вида деятельности, в первую очередь, холдинговых, финансовых, лицензионных. Такие компании используются в качестве промежуточные пункты для межгосударственного перевода доходов и капиталов. При этом как конечный пункт такого перевода выступают оффшорные компании, зарегистрированные в общеизвестных налоговых гаванях. Зонами “умеренного” налогообложения обычно считают полностью “респектабельные” государства Западной Европы — Швейцарию, Голландию, Австрию, Ирландию, Бельгию.

Существует и ряд “комбинированных” юрисдикций, в которых совмещаются признаки двух упомянутых типов. К ним можно отнести такие “оптимальные” юрисдикции, как Кипр и Ирландию.

Однако не все оффшорные центры первого типа “отлучены” полностью от возможности заключения налоговых соглашений. Некоторые из них имеют договоры о предотвращении двойного налогообложения с отдельными странами (к таким оффшорным юрисдикциям относятся Мадейра, Голландские Антилы, Маврикий, Британские Виргинские острова). Все это создает еще одну удобную “лазейку” для укрывательства от налогов доходов и капитала.

Если же рассматривать оффшорные центры только с точки зрения ситуации фискальной, т.е. со стороны специфики разнообразных выгод и преимуществ для разных категорий налогоплательщиков, то такие центры разделяются на несколько групп.

Это страны и территории :

- которые не облагают своих резидентов никакими налогами (Андорра или Багамские острова);
- которые облагают налогами только прибыль, полученную в данной стране, но освобождают от налогов доходы, которые поступают из-за границы (Коста-Рика, Гонконг);
- в которых получаемая там прибыль не облагается налогом, зато облагается прибыль, полученная из-за границы (Монако);
- где облагается налогом прибыль, полученная за рубежом, однако налоговые ставки очень низкие — ниже 1% (острова Гернси или Джерси Шарк);
- которые облагают налогом накопленные богатства (материальные ценности), а не текущую прибыль (Уругвай);
- в которых допускается применять разные комбинации из льготных налоговых правил, которые создают особенно выгодные условия для физических лиц. Их доходы здесь полностью освобождены от налогов или отдельные виды доходов пользуются налоговыми привилегиями. В Европе такими центрами являются Андорра, Ирландия, Монако, Кампоне де Италия, за пределами Европы — Багамские, Бермудские, Каймановы острова, Французская Полинезия или острова Святого Варфоломея.



# **РАЗДЕЛ III.**

## **МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ**

### **ГЛАВА 6.**

#### **МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК**

##### **6.1. Сущность международного валютного рынка**

Международный валютный рынок является наибольшим финансовым рынком мира и занимает важное место в обеспечении взаимодействия между составляющими мирового финансового рынка.

Валютный рынок – это система экономических и организационных отношений, связанных с операциями купли-продажи иностранной валюты и платежных документов в иностранной валюте, а также с операциями по инвестированию валютного капитала.

Особенность этого рынка заключается в том, что он:

- нематериален;
- не имеет конкретного местонахождения, единого центра;
- механизм его функционирования – обмен валюты одной страны на валюту другой страны;
- существует полная свобода моментального открытия или закрытия любой позиции, возможность торговать 24 часа в сутки в режиме on-line;
- является межбанковским рынком;
- имеет гибкую систему организации торговли и гибкую стратегию оплаты по заключению сделки;
- является одним из наиболее ликвидных рынков благодаря возможности работы на нем с разными валютами;
- благодаря процессу телекоммуникации и информатики является глобальным.

Прямые связи между главными центрами торговли валютами (Лондон, Нью-Йорк, Токио, Франкфурт, Сингапур) посредством телефонов, факсов и компьютеров превращают каждый из этих центров в часть единого мирового рынка, функционирующего круглосуточно. Экономические новости, которые появляются в любое время суток, передаются по всему свету и вызывают немедленную реакцию валютного рынка. Обычно сделки заключаются по устной договоренности. При необходимости документы, подтверждающие сделку, отсылаются позже. Решающим фактором является быстрота получения необходимой информации, т.к. курсы валют изменяются в течение считанных секунд.

Главные участники международного валютного рынка – коммерческие банки, корпорации, занимающиеся международной торговлей, небанковские финансовые учреждения (фирмы по управлению активами, страховые компании), центральные банки.

Центральным звеном международного валютного рынка являются коммерческие банки, поскольку большинство операций с валютами предусматривают обмен банковскими депозитами, денонмированными в разных валютах.

Основным товаром этого рынка является иностранная валюта в разных формах: валютные депозиты, любые финансовые требования, денонмированные в иностранной валюте. Преобладают на валютном рынке операции с валютными депозитами до востребования.

Депозиты до востребования – это средства, которые используются в торговле валютой между банками, работающими на валютном рынке. Банковские дилеры держат бессрочные вклады в иностранной валюте в банках-корреспондентах, расположенных в странах, где данная иностранная валюта является национальной. Банк в какой-либо стране может продавать иностранную валюту, отдавая распоряжение иностранным сотрудникам перевести депозит до востребования покупателю. Аналогичным способом осуществляется покупка валюты. В этом случае продавец переводит ее в банк, находящийся за рубежом, на счет покупателя. Валютная операция происходит следующим образом. Например, американская фирма должна заплатить за поставки товара немецкой фирме 200 тыс. евро. Фирма поручает своему банку продебетировать свой долларовый счет и заплатить эту сумму, переведя ее на счет поставщика в немецкий банк. Американский банк переводит со счета американской фирмы на дебет немецкого банка доллары по текущему валютному курсу в обмен на депозит в евро, которые будут использованы для уплаты немецкому поставщику.

Международный валютный рынок состоит из множества национальных валютных рынков, которые в той или иной степени объединены в мировую систему, имеющую три уровня:

1-и уровень: розничная торговля. Операции на одном национальном рынке, когда банк-дилер непосредственно взаимодействует с клиентами.

2-и уровень: оптовая межбанковская торговля. Операции на одном национальном рынке, когда взаимодействуют два банки-дилера через посредничество валютного брокера.

3-и уровень: международная торговля. Операции между двумя и больше национальными рынками, когда банки-дилеры разных стран взаимодействуют друг с другом. Такие операции часто включают арбитражные операции на двух или трех рынках [64, с. 84]. Процесс арбитража, когда участники рынка покупают валюту, стоимость которой падает, и продают валюту, стоимость которой превышает обменный курс в других рыночных центрах, порождает тенденцию закона одной цены.

В зависимости от уровня организации валютного рынка различают биржевой и внебиржевой валютные рынки. *Биржевой рынок* представляют валютные биржи, а *внебиржевой (межбанковский)* – банки, финансовые учреждения, предприятия и организации.

Функции биржевого рынка заключаются в определении спроса и предложения валюты, установлении валютных курсов, прогнозировании их динамики, определении справочных курсов валют, а также в формировании определенной стратегии и тактики центрального банка страны по финансово-кредитной политике и системе валютного регулирования. На валютных биржах заключаются как сделки текущего характера, так и срочные сделки. По объему биржевой рынок небольшой, поскольку функционирует в основном как национальный валютный рынок (заключается приблизительно 10% всех сделок с валютой).

Деятельность межбанковского рынка непосредственно связана с осуществлением валютных операций. На него приходится около 90% оборота иностранной валюты.

Большинство валютных операций приходится на межбанковскую торговлю. Валютные курсы, публикуемые в газетах, являются межбанковскими, то есть курсами, которые банки запрашивают друг у друга. Межбанковские “оптовые” курсы ниже “розничных” курсов для клиентов. Разница между ними является доходом банка за предоставленную услугу.

В операциях с иностранными валютами могут принимать участие любые две валюты, однако большинство межбанковских сделок состоит в обмене валюты на доллар США, который считается ключевой валютой. Важную роль на международном валютном рынке играют также евро, японская иена, швейцарский франк, английский фунт стерлингов. Спрос на эти валюты существует ежесекундно, в отличие от других валют.

Международный валютный рынок оперирует чрезвычайно большой денежной массой. Объем его превышает 700 трлн долл. в год, а ежедневный оборот составляет свыше 4 млрд долл., 20% из которых приходится на азиатский рынок, 40% – на европейский и 40% – на американский [44, с. 63].

По характеру операций валютный рынок подразделяется на рынки: спот, форвард, своп, рынок валютных фьючерсов и опционов.

## **6.2. Сделки на международном валютном рынке**

На международном валютном рынке заключаются разные виды сделок по конверсионным операциям.

Конверсионные операции представляют собой сделки, заключаемые на валютном рынке по купле-продаже определенной суммы валюты одной страны на валюту другой страны по согласованному курсу на определенную дату. Целью конверсионных операций является:

- обмен валют при международной торговле, осуществлении туризма, миграции капитала и рабочей силы;
- спекулятивные операции (для получения прибыли от изменения курса валют);

- хеджирование (защита от валютного риска, потенциальных убытков от изменения курсов валют), которое улучшает условия заключения международных торговых и инвестиционных сделок. Таким образом, хеджирование представляет собой стимулирование международных потоков товара и капитала.

К конверсионным операциям относятся:

- операции с немедленной поставкой валюты (текущие конверсионные операции), которые разделяются на операции тод с датой валютирования сегодня (today), том с датой валютирования завтра (tomorrow), спот с датой валютирования через два рабочих банковских дня (spot);

- срочные валютные конверсионные операции, которые делятся на форварды, свопы, фьючерсы, опционы.

### **Валютные операции на условиях спот**

Спотовый рынок – это рынок, на котором осуществляются операции текущего, немедленного (или кассового) обмена валютами между двумя странами. Две стороны договариваются об обмене банковскими депозитами и немедленно осуществляют сделку. В настоящее время, по желанию клиента, с помощью электронных средств конвертирование валют происходит в день заключения сделки.

Курсы немедленного обмена валют называются текущими (спот) курсами, т.е. по нему обмениваются валюты в течение не более двух рабочих дней с момента его согласования. А сами операции образуют рынок наличной валюты.

Сделка спот традиционно является базовой валютной операцией, а курс спот – базовым курсом, на основе которого рассчитываются другие курсы сделок на валютном рынке, – кросс-курсы, курсы форвардных и фьючерсных сделок.

При обмене иностранных валют используются две цены (курсы) валют: курс покупателя и курс продавца. При покупке валюты в банке или у дилера нужно заплатить за валюту более высокую цену, чем та цена, за которую можно продать то же количество валюты тому же банку или дилеру.

Банковские и дилерские *курсы покупателя* – это те цены, которые банк, дилер готовы заплатить за иностранную валюту. *Курсы продавца* – это цены, по которым банк, дилер готовы продать иностранную валюту. Эти два курса котируются парами. Например, если банк котирует доллар к гривне как 5,437-5,598, то это означает, что он готов купить доллары за 5,437 грн за 1 доллар и продать их за 5,598 грн за 1 доллар. Высшая цена всегда относится к цене продавца, а более низкая – к цене покупателя. Разница между этими курсами называется *абсолютным спредом*. Он служит для покрытия расходов банка и для страхования валютного риска. При нестабильности валютного рынка или в период валютного кризиса спред может увеличиться от 2 до 10 раз по сравнению с “нормальным” спредом – 0,05-0,09% от котированного курса.

Можно рассчитать *относительный спред* как разницу между котировками продавца и покупателя, вычисленную по отношению к цене продавца, то есть в процентах:

$$\frac{\text{Цена продавца} - \text{цена покупателя}}{\text{цена продавца}} \times 100 \%$$

В нашем примере спред составляет:

$$\frac{5,598 - 5,437}{5,598} = 0,0288, \quad \text{то есть } 2,88\%$$

На размер спреда влияют следующие факторы: статус контрагента и характер отношений между контрагентами (размер спреда больший для клиентов банка, чем для других банков на межбанковском рынке; при устойчивых отношениях между банками-контрагентами размер спреда более узкий); рыночная конъюнктура (размер спреда, как правило, больший при быстром изменении валютного курса); котируемая валюта (размер спреда больший при котировках редких валют); сумма сделки (при сделках на большие суммы используется меньший спред).

Валютные операции с немедленной поставкой наиболее распространены и составляют приблизительно 60% объема валютных сделок межбанковского рынка. Данные операции подлежат обязательному выполнению сторонами. Они используются, прежде всего, для немедленного получения валюты для осуществления внешнеторговых расчетов.

С помощью операции спот банки обеспечивают необходимой иностранной валютой своих клиентов, осуществляют перелив капиталов, а также проводят арбитражные и спекулятивные операции.

### **Валютные форвардные операции**

Форвардный рынок – это рынок, на котором осуществляются срочные валютные операции с иностранной валютой. Срочные (форвардные) сделки – это контракты, согласно которым две стороны договариваются о поставке оговоренного количества валюты через определенный срок после заключения сделки по курсу, зафиксированному в момент ее заключения. Форвардные сделки заключаются вне биржи и являются обязательными для исполнения в отличие от фьючерсов и опционов.

Интервал во времени между моментом заключения и исполнения сделки может быть от 1–2 недель, от 1 до 12 месяцев, до 5–7 лет. Курс валют по срочной сделке называется форвардным обменным курсом. Он фиксируется в момент заключения соглашения.

Курс валют по срочным сделкам отличается от курса спот. Разница между курсами спот и форвард определяется как скидка (дисконт – *dis* или депорт – *D*) с курса спот, если курс срочной сделки ниже, или премия (*pr* или репорт – *R*), если он выше курса спот. Премия означает, что валюта котируется дороже по сделке на срок, чем по текущей операции. Дисконт означает, что курс валюты по форвардной сделке ниже, чем по сделке спот.

Ежегодный размер форвардной премии (дисконта) определяется по формуле:

$$FD = \frac{(FR - SR)}{SR} \times \frac{360}{t} \times 100, \quad (6.1)$$

где FR и SR – соответственно форвардный курс и курс спот;

t – срок (в днях) действия форвардного контракта.

Например, возьмем 30-дневной форвардный контракт с курсом 1,919 долл. за 1 фунт стерлингов при курсе спот 1,900 долл. за 1 ф. стерлингов. Превышение форвардного курса над курсом спот (форвардная валютная премия) будет составлять в процентах:

$$\frac{1,919 - 1,900}{1,900} \times 100\% \times \frac{360}{30} = 12\%$$

Аналогично вычисляется превышение курса спот над форвардным курсом, только величина будет отрицательной, означающей скидку.

Срочные сделки осуществляются для достижения таких целей:

- обмен валюты в коммерческих целях, заблаговременная продажа или покупка иностранной валюты, чтобы застраховать валютный риск;
- страхование портфельных или прямых инвестиций от риска, связанного с понижением курса валюты;
- получение спекулятивной прибыли за счет курсовой разницы.

Спекулятивные операции могут осуществляться без наличия валюты.

Форвардный рынок более узкий, чем рынок наличных операций (до 10% торговли валютными ценностями). В основном срочные сделки осуществляются с ведущими валютами, большими корпорациями или банками со стойким кредитным рейтингом.

При заключении форвардных сделок курсовые ожидания (повышение или снижение курса) не всегда оправдываются. Следовательно, срочные контракты не всегда подходят или не всегда доступны всем видам бизнеса. Немало видов бизнеса и большинство физических лиц ищут альтернативы форвардным контрактам.

Одной из таких альтернатив является *сделка своп*, представляющая собой комбинацию текущей (наличной) и срочной операции. Валютная операция своп совмещает покупку-продажу двух валют на условиях немедленной поставки (продаже) валюты по курсу спот с одновременной форвардной сделкой по покупке этой же валюты по курсу с учетом премии или дисконта в зависимости от изменения валютного курса. Операция своп используется для:

- совершения коммерческих сделок: банк одновременно продает иностранную валюту на условиях спот и покупает ее на срок;
- приобретения банком необходимой валюты без валютного риска;
- взаимного банковского кредитования в двух валютах.

Операция своп является по существу хеджированием, то есть страхованием валютного риска путем создания встречных требований и обязательств в иностранной валюте. Рынок валютных свопов составляет приблизительно 20% от всего объема валютной торговли.

## Валютные фьючерсы

Валютные фьючерсы – это контракт, который заверяет обязательство купить или продать валюту по стандартизованным требованиям в будущем по заранее оговоренному курсу. Эти контракты заключаются на биржевом рынке. Таким образом, рынок валютных фьючерсов является рынком производных валютных инструментов (обязательств). Фьючерсные валютные операции – это специальная форма спекулятивных сделок и хеджирования валютных рисков крупными банками. На сделки с валютными фьючерсами приходится около 15% объема валютной торговли.

Валютные фьючерсы по сути являются форвардными контрактами, то есть предусматривают будущий обмен валютами. Однако сроки, а главное, условия обмена отличаются от условий форвардных контрактов, что позволяет более гибко избегать валютных рисков.

Отличие заключается в таком:

- сделки заключаются лишь на отдельные валюты;
- валютные фьючерсы являются ликвидными, их могут купить и продать большинство субъектов бизнеса на биржевом рынке;
- фьючерсные контракты можно перепродать на фьючерсном рынке в любое время до срока их выполнения;
- покупатель валютного фьючерса принимает на себя обязательство купить, а продавец – продать валюту в течение определенного срока по курсу, зафиксированному на момент заключения контракта;
- фьючерсные контракты стандартизованы (например, фьючерсный контракт на английский фунт стерлингов заключается на сумму 62,5 тыс. фунтов, на канадский доллар – 100 тыс. долл., на японскую иену – 712,5 млн иен) и их выполнение гарантировано за счет гарантийного взноса в расчетно-клиринговый дом (расчетно-клиринговую плату). Это – депозит, который вносится клиентами наличностью;
  - поставка товара происходит лишь в конкретные дни;
  - стандартная сумма фьючерсного контракта меньше, чем сумма форвардного контракта. В случае превышения стандартной суммы контракта покупатель заключает сделку на покупку нескольких контрактов;
  - цена фьючерсных контрактов определяется спросом и предложением на них и на валюту, предмет контракта.

Эффективность фьючерсной сделки определяется спрэдом после каждого рабочего сеанса на бирже. Продавец валютного фьючерса выигрывает, если с наступлением срока сделки он продает валюту дороже курса котировки на день ее выполнения, и несет убытки, если курс дня заключения сделки окажется ниже от курса ее выполнения.

$$M = pK (C - C_T), \quad (6.2)$$

где  $M$  – спред (положительный или отрицательный);  
 $p = 1$  при продаже;  $p = -1$  при покупке валюты;

$K$  – количество контрактов;  
 $C$  – курс валюты день заключения сделки;  
 $C_T$  – курс котировки валюты текущего рабочего сеанса (на день выполнения сделки).

По каждой открытой операции, даже если ее участник не совершил операции на текущем рабочем сеансе, насчитывается спред.

$$M = p(C_n - C_T), \quad (6.3)$$

где  $C_n$  – курс котировки предыдущего рабочего сеанса.

### **Валютные опционы**

Рынок валютных опционов, также как и рынок фьючерсов, является рынком производных валютных инструментов. Валютный опцион – это контракт, согласно которому одна сторона предоставляет другой стороне *право* купить или продать стандартную сумму иностранной валюты по зафиксированной в контракте цене в границах определенного периода. Итак, согласно контракту *продавец опциона* за денежную премию обязан купить или продать определенную сумму валюты по установленной цене до окончания срока контракта. *Покупатель опциона* приобретает право купить или продать валюту по установленной цене только в случае, если ему это выгодно, т.е. он не обязан покупать или продавать валюту. Таким образом, если по фьючерсному контракту обмен валюты является обязательным даже в том случае, когда операция оказалась для покупателя невыгодной, опцион предусматривает право выбора: если операция выгодна – совершить обмен, если операция не выгодна – отказаться от него. Покупатель опциона имеет больше прав и меньше обязанностей, а продавец – больше обязанностей и меньше прав.

Валютные опционные контракты похожи на фьючерсные контракты. В них определяются количество валют, срок погашения и цена исполнения. Так же как фьючерсы, опционы, которыми торгуют на бирже, требуют стандартизированной формы контрактов и гарантии их выполнения. Количество валюты, с которым оперирует каждый опцион, равняется половине той, которая установлена для фьючерсных контрактов.

Существуют два основных типа опционов: *опционы колл* (опционы на покупку) и *опционы пут* (опционы на продажу). Опцион колл дает покупателю опциона право купить стандартное количество валюты, а продавец опциона обязан ее продать, т.е. предполагается произвести две операции: первая – приобретение опциона колл, вторая – приобретение валюты у продавца опциона согласно его условиям, однако она не является обязательной и осуществляется по желанию покупателя опциона. Опционы пут дают покупателям право продать стандартное количество валюты. Здесь также возможны две операции: первая – приобретение опциона пут, вторая – продажа валюты продавцу опциона, но эта операция не является обяза-



тельной и реализуется только по желанию покупателя опциона. Таким образом, покупатель опциона приобретает права покупки (колл) и права продажи (пут) валюты.

Различают опционы, которые могут быть выполнены в любой момент до окончания срока (американские опционы), и опционы, которые могут быть выполнены только на дату окончания срока (европейские опционы).

Опционы как вид хеджирования более привлекательны, чем форвардные и фьючерсные контракты, но они имеют высокую цену исполнения – цену, по которой происходит поставка стандартного количества валюты. Покупатель опциона должен платить высокую премию (надбавку) к опционам, которая фиксируется в опционном контракте.

Возьмем, например, опцион на покупку через 3 месяца 31250 фунтов стерлингов по цене 1,90 долл. за 1 фунт. Три месяца – это срок погашения опциона. Его владелец имеет право приобрести в течение (или по завершении) этого срока 31250 фунтов по цене 1,90 долл. за 1 фунт, которая называется ценой исполнения опциона, т.е. цена, по которой происходит поставка валюты.

Внутренняя стоимость опциона определяется как разница между той величиной, которую пришлось бы заплатить за стандартное количество валюты (рыночный обменный курс) без опциона, и той, которую нужно заплатить при использовании опциона (цена исполнения опциона). Если рыночный курс фунта стерлинга в настоящее время равняется 2 долл., то внутренняя стоимость опциона  $(2,00 - 1,90) = 0,10$  долл. за 1 фунт, то есть 3125 долл.  $(31250 \times 0,10)$ . Внутренняя стоимость опциона не может быть отрицательной, поскольку выполнение опциона не обязательно. Если рыночный курс английского фунта опустится ниже 1,90 долл., то внутренняя стоимость опциона станет нулевой. Внутренняя стоимость опциона указывает на возможность получить прибыль при его немедленном выполнении.

Покупателем опциона его продавцу за приобретенное право воспользоваться опционом выплачивается премия. Таким образом, меньше прав продавца компенсируются премией. Премия опциона – это разница между рыночной ценой опциона и его внутренней стоимостью. Так, если опцион продается по 0,15 долл. за 1 фунт, премия будет составлять 0,05 долл. за 1 фунт  $(0,15 - 0,10)$ , то есть 1562,5 долл.  $(0,05 \times 31,250)$ .

Покупатели согласны платить премии, поскольку существует вероятность получения больших прибылей, если валютные курсы повысятся, а возможные потери в случае снижения курса ограничены начальными затратами. Премия опциона зависит от цены исполнения опциона, текущего валютного курса (курсу спот), срока выполнения опциона, степени стабильности валюты опционного контракта, соотношения спроса и предложения на опцион.

Опцион принесет прибыль владельцу в таких случаях:

- для опциона колл, когда цена исполнения опциона ниже цены стандартного количества валюты по опциону на рынке;

- для опциона пут, когда цена исполнения опциона выше цены стандартного количества валюты по опциону на рынке.

Опционы используются для хеджирования валютного риска и проведения спекулятивных операций.

### **Спекулятивные валютные операции**

Спекулятивные операции осуществляются на рынке спот и на срочном рынке. Валютного спекулянта не интересует реальность валютных курсов и последствия, к которым могут привести спекулятивные операции. Для него валюта – такой же биржевой товар, как акции, сырье и т.п. Спекулянта интересует возможность получения максимальной прибыли в результате изменения в краткосрочной перспективе валютного курса. Для него источником получения прибыли является валютный риск.

Спекулянты валют влияют на состояние валютного рынка целенаправленно, покупая или продавая валюту, чтобы добиться снижения валютного курса или его повышения. Играя на повышение или снижение курса валют, они могут получить прибыль или понести убытки. Валютная спекуляция достигает иногда таких масштабов, что ей бессильные противостоять валютные интервенции центральных банков, хотя они могут осуществляться на несколько миллиардов долларов в день.

На рынке спот, если спекулянт играет на повышение курса валюты, он покупает ее и держит на депозите в банке с целью продать при повышении курса валют. Прибыль спекулянта будет равняться разнице между первоначальным низким курсом спот, по которому он покупал валюту, и более высоким нынешним, по которому он продал валюту.

Если спекулянт играет на понижение курса валюты, то он берет ссуду в иностранной валюте на определенный срок, продает ее по высокому курсу (обменивает на национальную валюту), а полученные средства кладет на депозит в банке для получения процентов. По окончании срока ссуды, если курс спот иностранной валюты снизился, спекулянт покупает иностранную валюту по низкому курсу для возвращения ссуды. Прибыль спекулянта в этом случае равняется разнице между курсом спот при продаже и покупке иностранной валюты.

Спекуляция на форвардном валютном рынке более распространена и основывается на предположении о повышении или понижении валютных курсов спот в будущем по сравнению с форвардным курсом.

Если спекулянт считает, что курс спот иностранной валюты через 3 месяца будет более высоким по сравнению с ее теперешним форвардным курсом, он проводит такие операции: покупает иностранную валюту на форвардном рынке с поставкой через 3 месяца; при условии, что его прогноз сбудется, через 3 месяца получает иностранную валюту по низкой

цене форвардного рынка и перепродает ее по высокому курсу рынка спот. Прибыль спекулянта – разница между форвардным курсом и курсом спот, если его ожидания не оправдались, то он несет убытки.

Если спекулянт ожидает, что будущий курс спот иностранной валюты по отношению к теперешнему форвардному курсу снизится, то он проводит такие операции: продает иностранную валюту на форвардном рынке; покупает иностранную валюту на рынке спот по низкому курсу спот и перепродает ее на форвардном рынке по более высокому курсу. Прибыль спекулянта также определяется разницей между курсом спот и форвардным курсом [44, с. 78].

Во избежание риска ошибки относительно будущего курса спот, профессиональный спекулянт валютой составляет тысячи форвардных валютных контрактов, и, если предположения об общем характере изменений валютных курсов будут верны, его операции окажутся прибыльными.

Используются для спекуляции и валютные опционы. Спекулянт-покупатель, как отмечалось выше, может или использовать опцион, или позволить сроку по нему истечь. Он использует опцион, когда это ему выгодно, то есть когда цена исполнения опциона будет выше рыночной.

В спекулятивных операциях принимают участие банки, фирмы, ТНК. Спекулятивные операции, направленные на снижение или повышение курса валют, часто достигают десятков миллиардов долларов в течение нескольких дней.

Валютная спекуляция значительно усилилась в условиях плавающих валютных курсов, поскольку их колебания возросли.

Спекуляция на валютных курсах является одной из легальных форм валютного бизнеса, но она часто негативно влияет на денежно-кредитную сферу и экономику в целом. Спекуляция дестабилизирует экономику, когда спекулянты продают валюту, курс которой низкий, надеясь, что он еще больше упадет, или когда спекулянты покупают иностранную валюту при возрастании обменного курса и в ожидании его роста в будущем.

В то же время спекулятивные операции могут быть стабилизационными, т.е. когда они ослабляют колебания валютных курсов во времени и способствуют стабилизации валютного рынка. Это происходит, когда спекулянты будут: а) покупать иностранную валюту при снижении ее внутренней цены или при ее низком уровне в ожидании роста и б) продавать валюту, когда обменный курс растет или находится на высоком уровне и вскоре ожидается его снижение.

### **Арбитражные операции**

На валютном рынке со спекулятивной целью осуществляются также арбитражные операции. Арбитраж – это операции купли-продажи валюты с целью получения прибыли. От спекулятивных операций они отличаются тем, что всегда являются стабилизационными, поскольку способствуют краткосрочному выравниванию валютных курсов на разных валютных рынках.

Основными разновидностями арбитража на валютном рынке является валютный и процентный арбитраж.

*Валютный арбитраж* (простой) – это покупка валюты на одном рынке по низкой цене с ее одновременной продажей на другом рынке по более высокой цене и получение прибыли на разнице валютных курсов. Валютный арбитраж бывает сложным, в случае использования нескольких валют на разных валютных рынках.

На валютном рынке, где валюта имеет относительно низкий курс, арбитражные операции увеличивают спрос на нее и курс валюты начинает повышаться, а на рынке, где валюта имеет высокий курс, такие операции увеличивают ее предложение и курс снижается.

Арбитражная операция, которую осуществляет арбитражер, дает возможность получить прибыль почти без риска и не нуждается в инвестициях. Так, например, банк А (арбитражер) предоставляет клиенту услуги по покупке-продаже валюты. Клиент считает, что цена английского фунта стерлингов будет расти относительно доллара США. Он подает заявку в банку А на покупку фунтов стерлингов и указывает сумму. Дилер банка связывается с банком-партнером В и получает двустороннюю котировку 1,4250/1,4255. Перед тем, как предоставить эту котировку клиенту, он включает в него свои комиссионные и представляет клиенту новую котировку: 1,4248/1,4257. Потом банк А покупает фунты стерлингов в банке В по курсу 1,4255, продает их клиенту по курсу 1,4257 и получает прибыль на разнице курса (1,4257–1,4255) без риска. Эта операция осуществляется за счет средств клиента банка А, который для проведения этой операции не инвестирует средства [29, с. 292].

Валютный арбитраж бывает временной и пространственный. При пространственном арбитраже арбитражер получает прибыль благодаря разнице в ценах «спот» на рынках, расположенных в “разных пространствах”, т.е. на двух разных территориально отдаленных рынках. При временном валютном арбитраже прибыль получается от разницы валютных курсов во времени (например, валюта покупается по курсу спот, размещается на определенный срок на депозите и по окончании этого срока продается на этом же рынке по другому курсу спот).

*Процентный арбитраж* связан с операциями на рынке капиталов и базируется на использовании банками разницы между процентными ставками на разных рынках. В основе процентного арбитража лежит стремление экономических субъектов (инвесторов) вложить имеющуюся сумму денег в валюту, которая приносит наибольшую прибыль. Процентные ставки в разных странах редко совпадают по размеру. Диапазон их на разных рынках мира достаточно широкий. Инвесторы стремятся переместить средства с рынка с низкой процентной ставкой на рынок с более высокой. Для этого они и осуществляют операцию процентного арбитража. Если инвесторы хотят сохранить капитал и получить прибыль, они будут производить покрытый (обеспеченный) арбитраж, предусматривающий обмен

одной валюты на другую. Происходит процесс заимствования денежных средств в одной стране и конвертация их в валюту другой страны, в которой эти средства отдаются в кредит. Обеспечение означает, что риск обратной конвертации в валюту, в которой был сделан заем, для оплаты займа при наступлении срока платежа, устраняется приобретением этой валюты на форвардном рынке. Одновременная покупка валюты на условиях спот и ее форвардная продажа, то есть операция своп, уменьшает или устраняет операционный риск. Своп имеет цену. Эта цена (издержки) должна быть вычтена из разницы процентных ставок валют, с которыми осуществляется арбитраж, чтобы получить чистую прибыль.

Итак, процентный арбитраж заключается во взятии в займы в одной валюте и предоставлении кредитов в другой. Риски от изменения валютных курсов могут быть снижены путем заключения форвардных контрактов на обмен валюты на срок действия займа или депозита.

Поскольку операция процентного арбитража связана со спросом и предложением как на спотовые, так и на форвардные сделки, эта операция влияет на спотовые и форвардные обменные курсы [58, с. 84-86].

Процентный арбитраж (например, перемещение американского доллара в страну В) включает три операции:

- 1) заем долларов и конвертирование их в валюту страны В;
- 2) предоставление кредиту в стране В;
- 3) заключение форвардного контракта на момент окончания кредита на обратный обмен валюты страны В на доллары.

На момент окончания кредита ( $t + 1$ ) арбитражер будет должен (в долларах):

$$\$(1 + r_{us}), \text{ где } r_{us} - \text{ставка процента в США.}$$

Банк получит в стране В:

$V(1+r_B)$  единиц валюты В. Эта валюта должна быть конвертирована по форвардному курсу  $(\$/B)_{t+1}$  в доллары в количестве  $V(1 + r_B) \times (\$/B)_{t+1}$ .

Поскольку количество иностранной валюты (В) равняется количеству заимствованных долларов (\$), деленному на курс спот  $(\$/B)_t$ , то есть  $V = \$/(\$/B)_t$ , то количество заработанных денег равняется:

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

Арбитражная прибыль банка равняется количеству заработанных долларов минус количество долларов, которое он должен своему кредитору:

$$\text{Прибыль} = \{[\$/(\$/B)_t] \times (1+r_B) \times (\$/B)_{t+1}\} - \$(1+r_{us}) \quad (6.4)$$

Обмен одной валюты на другую влияет на спрос и предложение на спотовом и форвардном рынках. При обмене долларов на валюту В созда-

ется дополнительный спрос на спотовом рынке на валюту В, что приводит к повышению стоимости этой валюты в долларах  $(\$/B)_t$ . На форвардном рынке валюта В обменивается на доллар, что приводит к дополнительному предложению валюты В и снижению ее стоимости в валютном исчислении  $(\$/B)_{t+1}$ . Увеличение обменного курса “спот”  $(\$/B)_t$  и снижение форвардного курса  $(\$/B)_{t+1}$  приводит к снижению прибыли арбитражеров до той величины, при которой потенциальная прибыль станет нулевой.

$$[(\$/B)_t](1+r_B) = (\$/B)_{t+1} = \$(1+r_{us}) \quad (6.5)$$

Уравнение (16.5) описывает равновесие, которое вызвано арбитражными действиями.

Если разделить обе стороны уравнения (16.5) на  $\$(1+r_{us})$ , то получим

$$(\$/B)_{t+1} / (\$/B)_t = (1+r_{us}) / (1+r_B) \quad (6.6)$$

Это уравнение показывает, что отношение форвардного курса к спотовому курсу валюты В равняется отношению доходности в США к доходности в стране В.

Соотношение между курсами спот, форвардными курсами и процентными ставками, выраженное равенством (6.6), называется паритетом процентных ставок.

Паритет процентных ставок выражается такой формулой:

$$(1+f) = (1+r_{us}) / (1+r_B), \quad (6.7)$$

где  $f$  – форвардная надбавка к валюте страны В или скидка с нее.

$$f = \{(\$/B)_{t+1} - (\$/B)_t\} / (\$/B)_t \quad (6.8)$$

Например, если процентная ставка США равняется 8%, а процентная ставка в Германии – 6%, то паритет процентных ставок приводит к тому, что форвардный курс евро будет с 1,89 % надбавкой, то есть

$$(1+r_{us}) / (1+r_g) - 1 = f, \text{ или} \\ (1+0,08) / (1+0,06) - 1 = 0,0189.$$

Отношение форвардного курса к спотовому для евро будет составлять 1,0189.

При установлении ставок форвардных курсов для своих клиентов, банки опираются на паритет процентных ставок. Отклонение от паритета процентных ставок могут быть вызваны препятствиями, чинимыми арбитражу.

### 6.3. Правительственное вмешательство в деятельность валютных рынков

Правительства могут влиять на обменный курс своих валют: а) покупая и продавая на валютном рынке большие партии иностранной валюты; б) проводя экономическую политику, влияющую на смену спроса и предложения национальной валюты; в) заключая международные договоры, имеющие отношение к обменным курсам.

Поддержку обменного курса на определенном уровне может осуществить центральный банк с помощью валютной интервенции. Для этого центральный банк должен вести торговлю валютой по фиксированному курсу с частными агентами международного валютного рынка. Например, чтобы удержать курс доллара к гривне на уровне 7,89 грн за 1 доллар, Национальный банк Украины должен иметь возможность и покупать гривны по этому курсу на свои долларовые резервы в любых объемах, которые диктуются рынком. Если же нужно предотвратить рост стоимости национальной валюты, центральный банк должен продавать достаточное ее количество, чтобы удовлетворить избыточный спрос.

Чтобы иметь возможность проводить валютные интервенции, страна должна иметь достаточные резервы иностранной валюты, золотого запаса, международных денег (специальные права заимствования, евро). Центральные банки, проводя валютные интервенции, стремятся замедлить изменения валютного курса, чтобы предотвратить резкие изменения конкурентоспособности экспортных секторов экономики, предотвратить колебание уровня занятости и инфляционные тенденции.

Влиять на валютный курс правительства могут, используя два типа государственной макроэкономической политики:

- кредитно-денежную, воздействует на обменный курс через механизм изменения денежного предложения;
- налогово-бюджетную, воздействующую на валютный курс посредством изменения государственных расходов и налогов.

Временный прирост предложения денег вызывает обесценение валюты и рост выпуска продукции. Быстрое обесценение валюты приводит к удешевлению национальной продукции по сравнению с импортной. Поэтому возникает прирост совокупного спроса на нее, который должен покрываться приростом выпуска продукции. Постоянный рост предложения денег оказывает на валютный курс и выпуск продукции более сильное влияние.

Недостатком применения кредитно-денежной политики для влияния на валютный курс является то, что большие колебания денежного предложения в стране могут привести к инфляции или дефляции. Это ограничивает возможность использования кредитно-денежной политики для регулирования валютных курсов.

Налогово-бюджетная (или фискальная) политика – это политика изменения уровня налогообложения и правительственных расходов, вызывающая бюджетные дефициты или превышения.

Налогово-бюджетная политика может быть ограничительной и экспансионистской.

Ограничительная фискальная политика проводится путем снижения расходов правительства или путем повышения налогов, или путем использования этих двух методов. Проведение ограничительной налогово-бюджетной политики приводит к увеличению стоимости валюты. Снижение расходов правительства и увеличение налогов сокращает бюджетный дефицит. Происходит также снижение спроса на товары и услуги, что отражается в уменьшении импорта, что, соответственно, вызывает уменьшение предложения валюты и рост ее стоимости.

Экспансионистская налогово-бюджетная политика в форме увеличения государственных расходов или сохранения налогов, или любой комбинации этих двух направлений приводит к увеличению совокупного спроса. Это приводит к росту импорта и, соответственно, к большему предложению валюты, которая вызывает снижение обменного курса.

С целью достижения макроэкономической стабилизации центральный банк при фиксированных валютных курсах не может использовать кредитно-денежную политику. Однако налогово-бюджетная политика при фиксированных курсах более эффективна, чем при плавающих.

Воздействовать на величину валютного курса правительство может также путем официальных заявлений о своих намерениях проводить определенную стратегию в отношении валютного курса. Цель этих заявлений – оказать влияние на ожидания и поведение участников валютного рынка. Эффективность таких заявлений зависит от степени доверия участников валютного рынка заявлениям правительства.

В странах, где курс валюты фиксируется, правительство время от времени принимает решение о немедленном изменении цены национальной валюты, выраженной в единицах иностранной валюты.

Когда центральный банк повышает цену единицы иностранной валюты в национальной валюте, то имеет место девальвация, когда центральный банк уменьшает валютный курс – ревальвация. Девальвация или ревальвация означает готовность центрального банка неограниченно торговать национальной валютой в обмен на иностранную по новому валютному курсу.

Изменение величины обменного курса при плавающем валютном курсе, как результат совместного воздействия рыночных сил и правительства, обозначают терминами “обесценение” и “подорожание” валюты.



## 6.4. Рынок евровалют

Рынок евровалют (еврорынок) является специфическим сектором валютного рынка. Если валютный рынок – это рынок, где осуществляется продажа и покупка валюты в стране ее происхождения, то евровалютный рынок – это международный рынок депозитно-ссудных операций в иностранной валюте за пределами страны происхождения этой валюты.

Евровалютный рынок (в широком значении) включает рынки евродепозитов, еврокредитов, еврооблигаций, евроакций, евроексселей и т.п. На практике часто под рынком евровалют (в узком значении) понимают механизм осуществления только краткосрочных операций на еврорынке. Еврорынок – это универсальный международный рынок, совмещающий элементы валютных, кредитных операций и операций с ценными бумагами.

На еврорынке депозитно-ссудные операции осуществляются в евровалютах, то есть валютах, которые переведены на счета иностранных банков и используются ими для операций во всех странах, в том числе и в стране-эмитенте этой валюты. Например, если банк Франции берет кредит в долларах в США, то это – операция на международном валютном рынке, а если получает такой кредит в банке в Великобритании или в Японии, то сделка заключено на рынке евровалют. Евродоллар или евроиена – это одноименные валюты на счетах банков, которые находятся не в США и Японии, то есть не “на родине” этих валют, а в других странах. Следовательно, доллар в пассиве банка во Франции является евродолларом, иена в пассиве банка Великобритании – евроиена.

Евровалюты, функционируя на мировом финансовом рынке, сохраняют форму национальных денежных единиц, а приставка “евро” свидетельствует лишь о том, что национальная валюта не находится под контролем национальных валютных органов.

Рынок евровалют возник благодаря потребностям фирмы инвесторов, некоторых стран, а не решениям правительств. Он начал функционировать с середины 50-х годов, когда в Западной Европе появился рынок евродоллара. Предпосылками развития этого рынка были:

- возможность филиалов американских банков в Европе и европейских банков платить за долларовые депозиты более высокие проценты, чем в США. Кроме того, долларовые кредиты, которые выдавались в Европе, стоили более дешево;
- избыток средств в долларах у стран-экспортеров нефти с Ближнего Востока и стран, которые отдавали преимущество размещению средств в европейских банках;
- спрос на долларовые кредиты со стороны развивающихся стран;
- снятие валютных ограничений при перемещении капитала западноевропейскими странами.

Это привело к установлению на национальных европейских валютных рынках благоприятных условий для осуществления операций с depo-

зитами нерезидентов. Страны Западной Европы чувствовали острый долларный дефицит и всячески поощряли прилив средств на счета нерезидентов в своих банках, поскольку такие депозиты служат валютным кредитом для стран, принимающих эти депозиты. Счета иностранцев освобождались от налогообложения и обязательного резервирования части средств в местном центральном банке. Чтобы отличить поступающие на счета нерезидентов в европейские банки “бесхозные” валюты от денежных единиц, контролируемых эмитирующими их центральными банками, они получили приставку “евро”, которая впервые стала добавляться к долларам США, а уже потом, по мере их освоения еврорынком, и к другим свободно используемым валютам.

Отход от валютного регулирования и налогового законодательства данной страны побуждал международные банки к всестороннему содействию развитию рынка евровалют.

Участниками рынка евровалют являются центральные банки и правительства стран, которые действуют преимущественно на рынке еврооблигаций; коммерческие банки, являющиеся главными участниками данного рынка и активно действующие как на рынке краткосрочных так и долгосрочных операций; частные учреждения и инвесторы (в основном это ТНК), имеющие в распоряжении значительные суммы средств и играющие значительную роль на мировом финансовом рынке.

Специфика еврорынка заключается в следующем:

1. Наднациональный характер функционирования. Еврорынок не подпадает под действие местного законодательства, находится вне сферы национального и международного контроля. Это способствует неконтролируемому движению огромных масс ссудного капитала, минуя государственные границы и регламентацию (вторжение “горячих” денег, “бегство” капиталов), увеличению спекулятивных операций. Попытки контроля над еврорынком не увенчались успехом.

И если, с одной стороны, еврорынок стимулирует развитие мирохозяйственных связей, интернационализацию внешнеэкономической деятельности стран, которая способствует росту производительных сил, то, с другой стороны, он является фактором нестабильности как мировой экономики в целом, так и национальных экономик.

2. Институциональная особенность – выделение категории евробанков и международных банковских консорциумов, основу которых образуют транснациональные банки (ТНК), осуществляющие операции во многих странах, в разных сферах и в разных валютах. Банки являются евробанками в той части своей деятельности с иностранной валютой, которую они проводят на своей территории. На еврорынке происходит быстрое перемещение денег из одной страны в другую в зависимости от величины процентной ставки и соотношения валютных курсов.

Евробанковская деятельность привлекательна по двум причинам: относительным отсутствием регулирования и огромными размерами рынка

евровалют. На евробанки обычно не распространяются требования по наличию необходимых резервов, требования по структуре капитала и по выплатам надбавок за страхование депозитов, отсутствуют лимиты на размер процентных ставок.

К крупнейшим банкам, работающим на рынке евровалют (общий размер их активов составляет 5941 млрд. дол.), относятся (табл. 6.1):

Таблица 6.1

**Крупнейшие евробанки мира**

<b>Страна</b>	<b>Название банка</b>	<b>Размер активов, млрд. долл.</b>
Германия	Deutsche Bank/ Bankers Trust	843
Швейцария	UBS	789
США	Citigroup	703
Япония	Bank of Tokyo-Mitsubishi	653
США	Bank America	570
Китай	Industrial and Commercial Bank of China	489
Нидерланды	ING Group NV	480
Швейцария	Credit Suisse Group	473
Великобритания	HSBC Holdings	473
Япония	Sumitomo Bank	468

Источник: [<http://www.revolution.allbest.ru>]

Временно организованные консорциумы (синдикаты) банков для финансирования и кредитования крупномасштабных проектов специализируется по региональному или отраслевому признаку.

ТНБ постоянно увеличивают количество своих учреждений в зарубежных странах, в которых они конкурируют с национальными банковскими системами. Международная деятельность ТНБ разнообразна. Она зависит как от стратегии банка, так и от правил, действующих в каждой стране, которые могут ограничивать банковскую деятельность.

3. Ограничение доступа заемщиков. Основными заемщиками является ТНК, правительства, международные валютно-кредитные и финансовые организации.

4. Использование конвертированных валют ведущих стран: евродоллара (60%), евроиены (6%), евро (3%) и др.

5. Использование новейших компьютерных технологий. Операции на еврорынке осуществляются телефоном, телефаксом с обменом валюты в тот же день и телеграфным подтверждением, служащим единственным документом.

6. Специфика процентных ставок:

- относительная самостоятельность по отношению к национальным ставкам;

- возможность устанавливать ставки по евродепозитам более высокие, а по еврокредитам более низкие по сравнению с национальными ставками, поскольку на евродепозиты не распространяется система обязательных резервов, которые коммерческие банки обязаны держать на беспроцентном счете в центральном банке, а также выплата налога на проценты. Поэтому операции в евровалютах более прибыльны, чем в национальных валютах.

#### 7. Эмиссия и операции с:

- еврооблигациями (с 70-х годов), которые размещаются одновременно на рынках разных стран и используются ТНК для финансирования инвестиций, государством – для покрытия дефицита Госбюджета и рефинансирование старых ссуд;

- евроексселями (с 1981 г.);

- евроакциями (с 1983 г.), которые обращаются не на всех национальных рынках капиталов, а лишь там, где это разрешено законодательством, поскольку акция – это не только форма кредитования, но и право на долю собственности.

Главная привлекательность рынка евровалют – отсутствие государственного регулирования, что дает возможность евробанкам предлагать на евровалютные депозиты более высокие процентные ставки, чем на вклады, сделанные в отечественной валюте, а также позволяет банкам брать с заемщиков более высокий процент за пользование евровалютой, чем за ссуду в отечественной валюте. Кроме того, в операциях с иностранной валютой банкам предоставляется намного большая свобода действий. В то же время евровалютный рынок имеет и недостатки. Так, при регулируемой банковской системе вероятность потери вкладов при банкротстве банка является незначительной, а при нерегулируемой системе, какой является еврорынок, такая вероятность растет. На рынке валютного обмена заимствование компанией средств в евровалютах может быть рискованным. От риска можно застраховаться, заключив форвардный контракт, однако абсолютной гарантии он не дает.

В наши дни евровалютный рынок приобрел огромные масштабы (его годовой объем около 700 трлн долл.). Значительная мобильность средств на этом рынке благодаря большим масштабам операций существенно влияет на валютное состояние мировой финансовой среды. Рынок охватывает все крупные международные банки, финансовые центры всего мира и все конвертированные валюты.

На Европу приходится около 50% операций рынка евровалют. Главным финансовым центром евровалютного рынка является Лондон (свыше 20% мирового объема операций в евровалюте). В настоящий момент насчитывается свыше 35 центров евровалютного рынка. К числу наибольших, кроме Лондона, относятся Токио (около 20% объема сделок рынка), Нью-Йорк, Франкфурт-на-Майне (по 10%), Париж (7%), Цюрих – Женева (6%), Люксембург (4%), Амстердам, Брюссель (по 3%).

# ГЛАВА 7. МЕЖДУНАРОДНЫЙ КРЕДИТНЫЙ РЫНОК

## 7.1. Сущность международного кредитного рынка

Одной из составляющих мирового финансового рынка является международный рынок долговых обязательств (рынок ссудных капиталов). Это специфическая сфера рыночных отношений, касающаяся обращения долговых обязательств, гарантирующих кредитору право взимать долг с должника.

Долговые обязательства по методологии Всемирного банка выступают в разных формах (рис. 7.1).

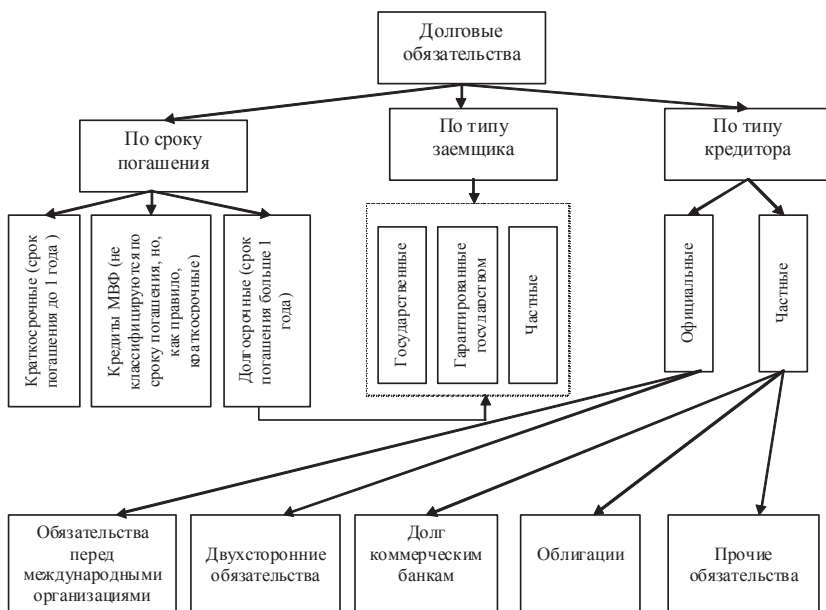


Рис. 7.1. Формы долговых обязательств на международном рынке ссудных капиталов

Международный рынок долговых обязательств условно делят на международный кредитный рынок (рынок банковских кредитных обязательств) и международный рынок долговых ценных бумаг, на котором обращаются финансовые инструменты, удостоверяющие долговые отношения между кредитором и заемщиком (облигации, ноты, коммерческие бумаги и т.п.). Главным признаком такого разделения является возможность или невозможность свободной купли-продажи финансовых обязательств или финансовых инструментов (сделки по обмену сегодняшней

стоимости на будущую оформляются в виде ценных бумаг, которые могут быть предметом свободной купли-продажи, а кредитные сделки, то есть обязательство заемщика перед кредитором, не являются предметом свободной купли-продажи). Каждый из рынков включает евторынок как часть международного рынка ссудных капиталов [12, с. 167; 16, с. 380-387; 20, с. 111; 36, с. 55]. В данной главе будут рассматриваться особенности международного кредитного рынка, а вопросы, касающиеся долговых ценных бумаг – в главе 8.

Субъектами международного кредитного рынка выступают коммерческие банки, корпорации, финансовые посредники, небанковские финансовые организации (страховые компании и пенсионные фонды), центральные банки и другие государственные органы, правительства, региональные международные банки развития, международные финансовые институты. Однако в большинстве случаев кредитование осуществляется международными банками.

Международные банки классифицируются по удельному весу международных операций и прибылей в общем объеме сделок и прибылей на следующие группы:

- национальные банки, имеющие небольшое иностранное отделение, на которое приходится незначительная доля активов и прибылей;
- банки, международные операции которых составляют от 5 до 10 процентов их прибылей;
- транснациональные банки, в которых уровень международной концентрации и централизации капитала позволяет им принимать участие в экономическом распределении мирового рынка долговых обязательств;
- оффшорные банки, зарегистрированные в оффшорных зонах и пользующиеся специальными налоговыми и другими льготами в проведении финансово-кредитных операций. Без них не обходятся операции ни одного из ТНБ.

В сферу международных кредитных операций Банк международных расчетов включает такие специфические виды деятельности банков [64, с. 392]:

- займы и кредиты, которые предоставляют банки друг другу как внутри страны, так и за ее пределами;
- займы и кредиты, предоставляемые небанковскими учреждениями как внутри страны, так и за ее пределами;
- межбанковское повторное депонирование (операции с евровалютами, операции на оффшорных банковских рынках).

Международные операции банков характеризуют такие основные черты:

- операции по кредитованию учитывают валютный, кредитный, региональный риски, избежать которых помогает проведение разных защитных мероприятий.
- большую часть кредитных операций международных банков составляют кредиты зарубежным банкам, которые не являются их отделениями.

- международное кредитование в основном ориентировано на предоставление краткосрочных кредитов иностранным банкам, которые не являются отделениями данного банка;

- географически районы краткосрочного кредитования более разнообразны, чем зоны долгосрочного кредитования.

Международное кредитование осуществляется в разных формах. Их можно классифицировать по нескольким признакам, характеризующим отдельные стороны кредитных отношений [16, с. 252; 29, с.547; 36, с. 165].

*По источникам* различают внутреннее и иностранное кредитование внешней торговли.

*По предмету внешнеэкономической сделки* различают:

- коммерческий (товарный) кредит, который непосредственно связан с внешней торговлей. Он предоставляется на закупку определенных товаров или оплату услуг и носит, как правило, связанный характер, то есть строго целевой, закрепленный в кредитном соглашении;

- финансовый кредит. Он обеспечивает осуществление торговли на любом рынке, который дает широкие возможности для выбора торговых партнеров. Но, чаще всего этот вид кредита используется не для торговых поставок, а на прямые капиталовложения, строительство инвестиционных объектов, пополнения счетов в иностранной валюте, погашение внешней задолженности, поддержку валютного курса и т.п.

*По видам предоставления* кредиты подразделяются на товарные, которые экспортеры предоставляют импортерам, и валютные, выдаваемые банками в денежной форме.

*По срокам* международные кредиты разделяются на краткосрочные – до 1 года (как правило, используется во внешней торговле, для расчетов по неторговым, страховым, спекулятивным сделкам), среднесрочные – от 1 года до 5 лет (иногда до 7-8 лет) и долгосрочные – более 5 лет .

*По валюте займа* кредиты могут предоставляться в валюте страны-заемщика, страны-кредитора, третьей страны или в международных расчетных единицах (СДР, евро).

*По обеспечению* различают обеспеченные и бланковые кредиты. Обеспечением кредитов служат товары, товарораспорядительные и другие коммерческие документы, ценные бумаги, векселя, недвижимость и т.п. Бланковый кредит выдается должнику под его обязательство погасить его в определенный срок, а документом по этому кредиту является соло-вексель с подписью лишь только должника.

*По технике предоставления* кредиты классифицируют на наличные, зачисляемые на счет должника в его распоряжение; акцептные в форме акцепта тратты импортером или банком; депозитные сертификаты, облигационные займы и др.

*По типу кредитора* кредиты делятся на частные, предоставляемые фирмами, банками, брокерами; правительственные; смешанные, в которых принимают участие как частные фирмы, так и государство; межгосудар-

ственные кредиты международных и региональных валютно-кредитных и финансовых организаций.

Важной разновидностью международного коммерческого кредита является *фирменный кредит*. При этой форме фирма-экспортер одной страны предоставляет импортеру другой страны отсрочку платежа при реализации товаров и услуг. Фирменные кредиты могут предоставляться на срок от двух до семи лет, что определяется конъюнктурой мировых рынков, видами товаров и услуг, заинтересованностью поставщика в сохранении внешнеэкономических связей и расширении объемов экспортных поставок и т.п. Фирменный кредит обычно оформляется векселем или предоставляется по открытому счету.

Фирменный кредит, выражая отношения между фирмой-экспортером и фирмой-импортером, как правило, сочетается с банковским кредитом. Поскольку долгосрочный фирменный кредит отвлекает значительные средства экспортера, последний обычно прибегает к банковскому кредиту или рефинансирует свой кредит у банков. Банковское кредитование экспортера и импортера выступает в форме ссуд под залог товаров, товарных документов, векселей и учета трагт, но иногда могут предоставлять его крупным фирмам-экспортерам и без формального обеспечения.

Банки предоставляют кроме финансовых кредитов, которые позволяют на максимально выгодных условиях покупать товары на любом рынке, также и экспортные кредиты. Экспортный кредит – это кредит, который выдается банком страны-экспортера банку страны-импортера для кредитования поставок машин, оборудования и т.п. Выдается он в денежной форме и носит “связанный” характер: заемщик обязан использовать ссуду исключительно для закупки товаров у страны-кредитора.

Промежуточной формой между фирменным и банковским кредитом в некоторых странах является брокерский кредит. Как и коммерческий кредит, он имеет дело с товарными операциями и одновременно с банковским кредитом, поскольку брокеры обычно берут ссуду у банков.

В практике международного банковского кредитования в сфере внешней торговли используются такие альтернативные формы, как международный факторинг, форфейтинг, лизинг.

*Факторинг* – это операция по продаже зарубежных счетов к получению поставщиками экспортной продукции коммерческим банкам или специализированным компаниям с их немедленной оплатой экспортеру. Факторинг может осуществляться с правом регресса и без него. Факторинг с правом регресса означает, что за невыполнение условий сделки финансовая организация, купившая счета, может возместить убытки с компании, которая их продала. Однако обычно факторинг зарубежных счетов к получению осуществляется без права регресса.

Отличительные особенности факторинга: принимаются требования сделок до 1 года, нет ограничений по сумме; используются в основном на



внутреннем рынке; возможен регресс требований на покупателя; используется широкий круг валют; не всегда требуются дополнительные гарантии.

Факторинговые услуги обычно предоставляют факторинговые компании, многие из которых принадлежат банкам. Они скупают счета у экспортеров со скидкой. Они могут немедленно оплатить наличными до 85% номинальной стоимости счетов-фактур. Остальная сумма выплачивается после оплаты счетов импортерами.

*Форфейтинг* – это операция покупки банком-форфейтором на полный срок и по предварительно установленным условиям векселей и других долговых и платежных документов. Согласно договору о форфейтинге импортер обычно предоставляет простой вексель, который гарантируется банком по поручению импортера. Экспортер продает этот простой вексель форфейтинговому банку со скидкой. Банк-форфейтор берет на себя риск неуплаты долговых обязательств без права регресса этих документов на прежнего владельца. Форфейторы могут перепродавать купленные у экспортеров векселя на вторичном рынке, который получил название “а форфе” (от французского “a forfeit”, что значит уступить право).

К отличительным признакам форфейтинга относятся:

- принимаются долгосрочные векселя сроком свыше 1 года;
- минимальная используемая сумма составляет не менее 500 тыс.

долл.;

- средняя сумма контракта – 1-2 млн долл.;
- используется в основном при международных операциях;
- отсутствует регресс требований на экспортера;
- покупка требований только в СКВ;
- обязательным является банковский аваль.

*Лизинг* – это операция кредитования в форме аренды оборудования, судов, автомобилей, самолетов и т.д. сроком от 3 до 15 лет. Аренда выступает как форма получения кредита и в то же время как форма международной торговли, создающая условия для ускоренного развития новейших технологий. Лизинговая компания (лизингодатель) приобретает оборудование и т.п. за свой счет и передает по контракту аренды фирме (лизингополучателю) на определенный срок. По окончании срока аренды фирма-клиент может контракт продлить или выкупить арендованное имущество по остаточной стоимости. Арендная плата устанавливается на уровне, превышающем цену объекта аренды, по которой его можно купить при обычных коммерческих условиях.

В зависимости от наличия или отсутствия факта перехода права собственности на предмет лизинга различают оперативный (операционный) лизинг и финансовый лизинг. Оперативный лизинг предусматривает временное использование имущества без последующего приобретения его в собственность. Финансовый лизинг соединяет аренду с последующим выкупом объекта по остаточной стоимости.

По методу кредитования различаются срочный и возобновляемый лизинг. Срочный лизинг – это одноразовая аренда. Возобновляемый (ролловерный) лизинг – договор аренды, который возобновляется после окончания его первого срока.

По организационным особенностям различают прямой лизинг, когда владелец имущества выступает лизингодателем, и косвенный лизинг, когда сдача в аренду ведется через третье лицо.

## 7.2. Валютно-финансовые условия международного кредита

К условиям получения международного кредита относятся: стоимость и срок кредита, валюта кредита и валюта платежа, вид обеспечения и методы страхования. На эти условия влияет ряд факторов: направление использования кредитных ресурсов, характер субъектов кредитных отношений, уровень интернационализации кредитных рынков и их подчиненность национальному кредитному контролю.

Стоимость кредита, то есть расходы заемщика на кредит, состоят из суммы кредита, ставки процента, комиссионных и других сборов. Она определяется по формуле:

$$S = \frac{Lim \times R \times T_{cp}}{100}, \quad (7.1)$$

где S – общая стоимость кредита;

Lim – сумма кредита;

R – общая ставка по проценту (основная ставка по кредиту, комиссионные, страховые взносы, оплата юридических и любых других услуг);

T<sub>ср</sub> – средний срок кредита.

Главным элементом стоимости кредита является процентная ставка.

Процентные ставки на мировом рынке формируются на базе процентных ставок стран – ведущих кредиторов (США, Япония, Германия и др.).

Диапазон процентных ставок достаточно широкий (в среднем 7-18%). Разница процентных ставок определяется:

- степенью риска за ссуду;
- сроком, на который выдается ссуда;
- размером ссуды (более высокая – на меньшую из двух, при прочих равных условиях);
- величиной налогообложения (например, предпочтительнее 7% ставка ссудного процента на необлагаемую налогом облигацию, чем 9% ставка на облагаемую налогом облигацию);
- условиями конкуренции на рынках ссудных капиталов.

Существенным показателем при предоставлении кредита является сумма (лимит) кредита. Это – часть ссудного капитала, предоставляемая

заемщику. При фирменном кредитовании сумма кредита указывается в кредитном соглашении. Кредит может предоставляться в виде траншей (долей), которые различаются по своим условиям.

На срок международного кредита влияет целевое назначение кредита, соотношения спроса и предложения аналогичных кредитов; размер контракта; национальная законодательная база; межгосударственные соглашения.

Различают полный и средний сроки кредита. Полный срок включает: период использования предоставленного кредита, льготный период (отсрочка погашения использованного кредита), период погашения (когда осуществляется выплата основного долга и процентов). Он исчисляется от момента начала использования кредита до его окончательного погашения.

Средний срок кредита включает: полный льготный период и половину срока использования и погашения кредита. Он используется для сравнения эффективности кредитов с разными условиями и показывает, в расчете на какой период в среднем приходится вся сумма ссуды.

По условиям погашения кредиты бывают:

- с равномерным погашением равными долями в течение согласованного срока;
- с неравномерным погашением;
- с единовременным погашением всей суммы;
- с равными годовыми взносами основной суммы займа и процентов.

При предоставлении кредита оговаривается вид обеспечения кредита. Это может быть открытие целевых накопительных счетов или залог активов или переуступка прав по контрактам.

При международном кредитовании важно определить в какой валюте будет предоставляться кредит и в какой валюте будет погашаться кредитная задолженность. От правильного выбора валюты кредита зависит, будет ли нести кредитор убытки или нет. На выбор валюты кредита влияет уровень процентной ставки, практика международных расчетов, уровень инфляции, динамика курса валюты. Валюта платежа может совпадать с валютой кредита и не совпадать.

Среди элементов стоимости кредита различаются договорные и скрытые.

Договорные – это расходы по кредиту, обусловленные соглашением. Они делятся на основные и дополнительные. К основным элементам относятся: суммы, которые непосредственно выплачиваются заемщиком кредитор; проценты; расходы по оформлению залога комиссии. К дополнительным элементам стоимости кредита относятся суммы, которые выплачиваются заемщиком третьим лицам (за гарантию). Кроме основного процента собирается банковская комиссия: за переговоры, за участие, за управление, за обязательство предоставить в распоряжение заемщика необходимые средства, агентская комиссия.

К скрытым элементам стоимости кредита относятся расходы, связанные с получением кредита, но не зафиксированные в соглашении (за-

вышенные цены товаров по фирменным кредитам, принудительные депозиты в определенных размерах относительно ссуды; завышение банком комиссии за инкассацию документов и т.п.).

Валюта кредита должна быть достаточно устойчивой, поэтому кредитование осуществляется в СКВ. Кредит может предоставляться в национальных валютах, евровалютах, международных расчетных единицах. Кредитная задолженность может погашаться в другой валюте, т.е. допускается не совпадение с валютой кредита.

Основными видами кредитного обеспечения выступают целевые накопительные счета, залог активов, переуступка прав по контрактам.

### **7.3. Рынок еврокредитов**

Рынок еврокредитов является важным источником заемных средств. Банки предоставляют коротко-, средне- и долгосрочные кредиты в евровалютах. Использование евровалют, как валют займа, обусловлено такими преимуществами, как значительные размеры, облегченный доступ, короткие сроки мобилизации, меньшая стоимость, поскольку отсутствуют национальные кредитные ограничения. Функционирование евровалют на международном кредитном рынке способствует образованию кредитного механизма большей эффективности и емкости.

По еврокредитам применяются международные процентные ставки, которые относительно самостоятельны по отношению к национальным ставкам. Процентная ставка евровалют в качестве переменной включает ЛИБОР (LIBOR) – Лондонскую межбанковскую ставку предложения по краткосрочным межбанковским операциям в евровалютах – и надбавку к базисной ставке, то есть премию за банковские услуги. Межбанковская процентная ставка спроса по краткосрочным операциям на еврорынке в Лондоне называется ЛИБИД (LIBID). Поскольку евробанки не подпадают под действие местного законодательства и не облагаются подоходным налогом, они могут снижать проценты по своим кредитам, сохраняя высокие прибыли.

Краткосрочные еврокредиты, как правило, предоставляются по твердой ставке на весь срок в полной сумме. Это – самый простой вид кредитного соглашения. Средне- и долгосрочные еврокредиты, которые обслуживают воспроизводство основного капитала, экспорт машин и оборудования, реализацию промышленных проектов, принимают форму ролloverных и синдицированных кредитов.

Характерной чертой ролloverных еврокредитов является то, что процентная ставка не фиксируется на весь срок кредита, а регулярно пересматривается (каждые 3 или 6 месяцев) в соответствии с изменением базовой ставки (ставки ЛИБОР). К основным формам ролloverного кредита относятся возобновляемые ролloverные кредиты и ролloverный кредит поддержки (на условиях “стенд-бай”).

Ролloverный кредит на условиях “стенд-бай” является подстраховочным кредитом, то есть при заключении кредитного соглашения ссуда фактически не предоставляется. Банк принимает на себя обязательство предоставить на протяжении действия соглашения еврокредит по первому требованию заемщика.

Возобновляемые ролloverные кредиты не имеют установленного размера суммы кредита. Он предусматривает лишь максимальный лимит, в пределах которого заемщик имеет право получить кредит в необходимых размерах в начале каждого промежуточного срока его использования. В кредитном соглашении фиксируется дата изменения процентной ставки и объема кредита, что производится каждые 3 или 6 месяцев в пределах срока предоставления кредита. Обязательными условиями ролloverных кредитных соглашений являются: характеристика партнеров; сумма, цель и валюта кредита; порядок и срок погашения; стоимость кредита и гарантии по нему.

Наиболее распространенным видом международного кредита в настоящее время являются синдицированные еврокредиты, источником которых являются ресурсы евровалютного рынка. Как правило, такие кредиты организуют крупные коммерческие банки, которые возглавляют консорциум (синдикат) и согласовывают с заемщиком условия кредитования.

Общая стоимость синдицированного еврокредита включает:

- процентные платежи (процентная ставка корректируется каждые 3 или 6 месяцев на основе изменений в процентной ставке-ориентире);
- налоговые платежи банкам, входящим в синдикат;
- комиссионное вознаграждение банкам, входящим в синдикат.

Общий размер комиссионных составляет от 0,50 до 1,25% номинальной суммы кредита.

К главным признакам еврокредита относят [35, с. 114; 36, с. 148]:

- сумма кредитов – от 20-30 млн долл. до 1-2 млрд долл. США;
- сроки – от 10 месяцев до 12 лет;
- процентные ставки – регулярно пересматриваются, рассчитываются на основе учетной ставки (ЛИБОР, СИБОР – сингапурская ставка предложений, американская “прайм рейт”) плюс разница (спрэд), то есть используются плавающие процентные ставки, в результате применения которых риск изменения процентных ставок переносится на заемщика;
- комиссионные за управление, участие, обслуживание кредита;
- используемая валюта – доллар США, английский фунт стерлингов, японская иена, евро, швейцарский франк и др.;
- доступ к средствам – быстрый;
- право на преждевременное погашение – при условии выплаты компенсации;
- гарантии и страховки – правительства, компании, центральные и коммерческие банки предоставляют гарантии по кредитам; различные

государственные и частные агентства осуществляют страхование по зарубежным кредитам и инвестициям.

Преимущества синдицированных еврокредитов заключаются в том, что они дают возможность распределить кредитный риск между участниками синдиката; в кредитовании могут принимать участие банки независимо от их размеров; заемщик получает большой кредит благодаря объединению ресурсов определенного количества банков; разница между ставками по кредитам значительно ниже, чем на национальных рынках; кредиты предоставляются в любой свободно конвертированной валюте и это дает заемщику возможность использовать средства по своему усмотрению, не ограничивая свои хозяйственные решения.

Недостатки синдицированных еврокредитов связаны прежде всего с тем, что они в целом предоставляются на более короткие сроки в сравнении с национальным банковским кредитованием.

#### **7.4. Международная официальная помощь развивающимся странам**

Одним из каналов движения мировых финансовых потоков является перераспределение части национального дохода через бюджет в форме помощи развивающимся странам, целью которой является ликвидация отсталости.

Международную официальную помощь развивающиеся страны получают в основном в виде льготных кредитов и безвозвратных субсидий, а также в товарной форме.

Субъектами международной помощи в стране-реципиенте являются правительства; уполномоченные правительством органы исполнительной власти; центральный и экспортно-импортный банки; юридические лица.

Страна-реципиент получает основную сумму кредитов и субсидий от промышленно развитых стран, международных финансовых организаций, многосторонних фондов, интеграционных объединений, которые выступают в роли иностранных доноров.

Международную официальную помощь странам классифицируют на проектную и внепроектную (рис. 7.2; 7.3).

Международная официальная помощь развитию (МОПР) осуществляется на двусторонней (межгосударственной) и многосторонней основе, причем двусторонние потоки вдвое превышают многосторонние.

При осуществлении МОПР на двусторонней основе страны-доноры предоставляют кредиты и безвозвратные субсидии из бюджета и строго контролируют их расходование. Страны-доноры должны выделять на МОПР средства в размере 0,7% ВВП, что зафиксировано в ряде международных документов. Однако ведущие страны-доноры предоставляют средства в размере 0,25% – 0,35% (США, Япония, Германия, Великобритания).

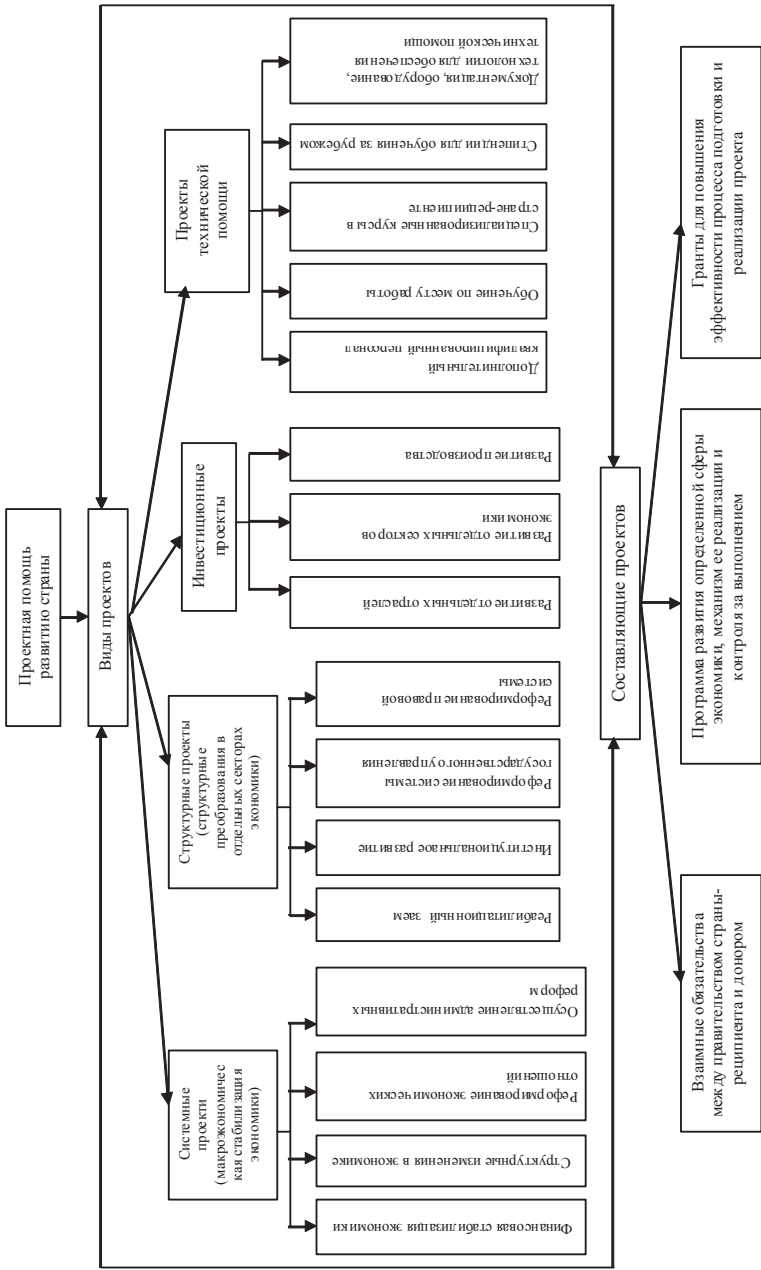


Рис. 7.2. Инструменты международной проектной помощи развитию страны

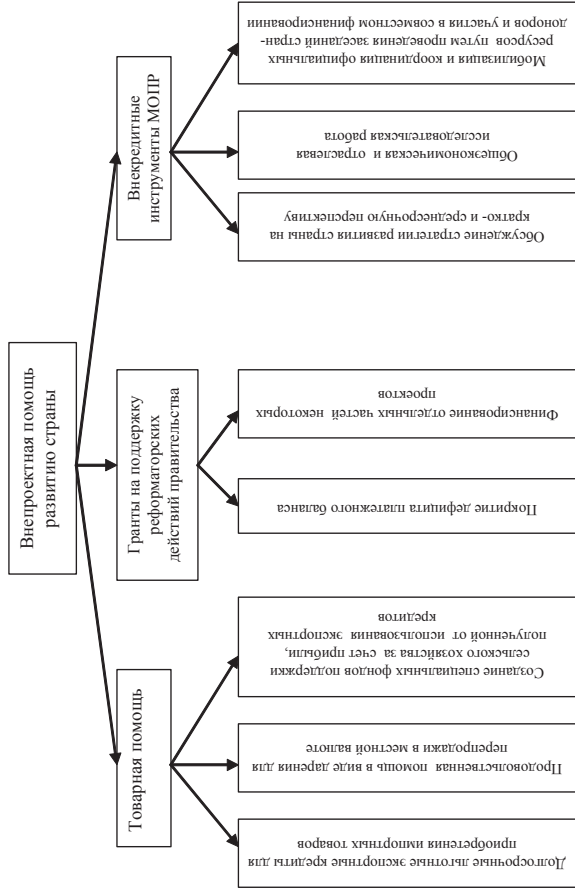


Рис. 7.3. Инструменты международной внепроектной помощи



Основными критериями при распределении МОПР является: уровень экономического развития страны-реципиента; военно-стратегические, политические, социально-экономические обстоятельства.

Большая часть выделяемых ресурсов привязывается к финансированию конкретных объектов. На льготных условиях осуществляется кредитование строительства инфраструктурных объектов (транспорт, связь, энергетика), социальных программ (образование, здравоохранение), сельского хозяйства. Важная роль принадлежит также продовольственной помощи.

При осуществлении МОПР на многосторонней основе средства поступают от международных финансовых организаций: МБРР, региональных банков развития, МВФ, разных фондов в рамках ООН, ЕС.

Международные финансовые организации оказывают помощь развивающимся странам по следующим основным направлениям:

- кредитование конкретных объектов инфраструктуры, программ экономических реформ, направленных на стимулирование рыночных отношений, адаптацию к мировому хозяйству (МБРР, Международная ассоциация развития);

- содействие притоку частных инвестиций. Кредиты предоставляются на межправительственной основе или под гарантию правительства (МБРР, Международная финансовая корпорация);

- кредитование региональных объектов, разработка стратегии развития с учетом региональной специфики (региональные банки: Межамериканский банк развития, Африканский банк развития, Азиатский банк развития, ЕБРР);

- предоставление кредитов (сроком на 3-5 лет) на покрытие дефицита платежных балансов (МВФ).

Международная официальная помощь, предоставляемая странами, входящих в Комитет по предоставлению помощи на цели развития (КПР), составляет почти 107 млрд долл., что эквивалентно 0,33% общего ВВП этих государств (табл. 7.1)

Таблица 7.1

**Объемы МОПР ведущих стран-доноров**

Страны	Объемы МОПР	
	млн. долл.	%
Всего	107000	0,33
Австралия	1680	0,25
Австрия	1573	0,52
Бельгия	1936	0,53
Великобритания	10767	0,47
Германия	10082	0,36
Греция	384	0,17

Дания	2109	0,81
Ирландия	719	0,42
Испания	3018	0,27
Италия	5091	0,29
Канада	3756	0,34
Люксембург	256	0,84
Нидерланды	5115	0,82
Новая Зеландия	274	0,27
Норвегия	2786	0,94
Португалия	377	0,21
США	27622	0,22
Финляндия	902	0,46
Франция	10026	0,47
Швейцария	1767	0,44
Швеция	3362	0,94
Япония	13147	0,28

Источник: [www.worldbank.org]

По базовым программам развития помощь за последний год выросла на 9%. Подавляющая часть прироста МОПР приходится на снижение долга иностранным кредиторам. По этому компоненту иностранная поддержка выросла в 3 раза. Другая составляющая – гуманитарная помощь выросла на 15,8% и достигла 8,7 млрд долл. К основным факторам роста МОПР относится снижение долга для Ирака и Нигерии ( 27,4 млрд долл.), а также помощь странам, пострадавшим от природных катаклизмов (2,2 млрд долл.). Дальше по масштабам полученной помощи идут Индонезия (2,2 млрд долл.), Афганистан (2,2 млрд долл.), Китай (1,7 млрд долл.), Судан (1,5 млрд долл.).

МОДР, предоставляемая странами ЕС в рамках КПП, возросла на 28,5% (до 55,7 млрд долл.). Основная ее часть была направлена на снижение долговых обязательств стран-реципиентов.

## *ГЛАВА 8.* **МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ**

### **8.1. Сущность фондового рынка и рынка ценных бумаг**

Важным сегментом мирового финансового рынка является международный рынок ценных бумаг. Его роль в последние годы значительно выросла. При высоких темпах экономического взлета многих промышленно развитых стран мира традиционные источники финансирования уже не в полной мере удовлетворяют потребности больших корпораций в капитале. Поэтому такие компании не ограничиваются услугами национальных банковских систем и, полагаясь на свой высокий кредитный рейтинг, привлекают дешевые финансовые ресурсы путем эмиссии ценных бумаг. Рост спроса со стороны эмитентов, увеличение предложения в результате интеграции национальных рынков, конкуренция как следствие открытости и глобализации экономики приводит к уменьшению роли банковского сектора как механизму перераспределения финансовых ресурсов на национальном и международном уровнях и к одновременному усилению инвестиционной и ссудной деятельности на международном рынке ценных бумаг.

Выпуск ценных бумаг дает возможность: получить ссуду на длительный срок (до нескольких десятилетий, например, облигации), т.е. вложения в инструменты займа; бессрочного пользования финансовыми ресурсами (акции), т.е. вложения в инструменты собственности (титулы собственности); снизить финансовый риск, т.е. вложения в инструменты торговли финансовым риском (финансовые деривативы).

Рынок долгосрочных ценных бумаг называется фондовым рынком. Вместе с краткосрочными долговыми обязательствами денежного рынка (векселя, сертификаты) фондовый рынок образует рынок ценных бумаг.

Таким образом, международный рынок ценных бумаг объединяет часть международного рынка долговых обязательств (а именно: международный рынок долговых ценных бумаг, который преимущественно является международным рынком облигаций), международный рынок титулов (прав) собственности и международный рынок финансовых деривативов.

К инструментам займа относятся облигации, векселя, сберегательные сертификаты. К инструментам собственности – все виды акций, депозитарные расписки. Существуют также так называемые гибридные инструменты, ценные бумаги, которые имеют признаки как облигаций, так и акций (например, привилегированные акции и конвертируемые облигации) и производные инструменты – варранты, опционы, фьючерсы и т.п.

Рынок инструментов займа, имеет дело с судным капиталом, а рынок инструментов собственности – с частями (паями) собственности в капитале фирмы.

Фондовый рынок имеет дело с инструментами долгосрочного займа, инструментами собственности, производными финансовыми инструментами.

На международных рынках ценных бумаг ведется торговля ценными бумагами, деноминированными в иностранных валютах.

Банк международных расчетов различает такие виды эмиссий ценных бумаг на международном рынке:

- эмиссия ценных бумаг нерезидентами в национальной или иностранной валюте на внутреннем финансовом рынке страны;
- эмиссия ценных бумаг резидентами в иностранной валюте;
- эмиссия ценных бумаг резидентами в национальной валюте, которые предназначены для продажи иностранным инвесторам [36, с. 181].

Международный рынок ценных бумаг имеет два структурных сегмента:

- иностранный рынок ценных бумаг. Это – финансовый рынок государств, на котором заключаются сделки с финансовыми активами нерезидентов – иностранными ценными бумагами;

- еврорынок ценных бумаг. Это – рынок, на котором выпускаются, покупаются и продаются ценные бумаги, выраженные в евровалютах.

Определение евробумаг приведено в Директиве Комиссии ЕС № 89/298/СЕС, согласно которому евробумаги – это находящиеся в обращении ценные бумаги, которые:

- а) проходят андеррайтинг и размещаются при посредничестве синдиката, по меньшей мере два участника которого зарегистрированы в разных странах;

- б) предлагаются в значительных объемах в одной или больше странах, за исключением страны регистрации эмитента;

- в) могут быть изначально приобретены (в том числе и путем подписки) лишь при посредничестве кредитной организации или другой финансовой институции.

Для функционирования рынка ценных бумаг необходимы определенные предпосылки: спрос, предложение, посредники, системы регулирования и саморегулирования. Спрос на ценные бумаги определяется благосостоянием нации. Чем выше уровень жизни, тем больше сбережений у населения и возможностей для покупки ценных бумаг. Предложение определяется спросом. Оно тем выше, чем более развит рыночный механизм поставки источников долгосрочного кредитования и финансирования. Для развития рынка ценных бумаг необходимы специалисты инвестиционного бизнеса и система подготовки таких специалистов. И наконец, нужны посреднические организации – брокерские и инвестиционно-дилерские фирмы, фондовые биржи и органы регулирования инвестиционного бизнеса.

## **Инвестиционный капитал**

Рынок ценных бумаг служит важнейшим источником инвестиционных ресурсов для правительств, корпораций и банков.

Термин “инвестиции” имеет несколько значений. В литературе можно встретить разные его определения. Наиболее общим определением можно считать определение инвестиций как использование денег с целью получения дохода или наращивания капитала. Все виды имущественных и интеллектуальных ценностей, которые помещены в объекты предпринимательской и других видов деятельности с целью получения прибыли или достижения социального эффекта, являются инвестициями.

Уже из этого определения видно, что речь идет не просто о деньгах, а о деньгах, которые являются денежной формой круговорота капитала, то есть инвестиционным капиталом. Инвестиционный капитал может быть собственным (нераспределенная прибыль, амортизационные отчисления) и заемным, источником которого являются временно свободные чужие денежные средства. Но свободные денежные средства не являются инвестициями. Они превращаются в инвестиции в руках тех, кто расходует их на покупку элементов производства, приносящих доход, то есть превращает в реальные активы. Реальные активы – это экономические ресурсы фирмы: основной и оборотный капитал, нематериальные активы (патенты, лицензии, «ноу-хау», товарные знаки), используемые для производственной деятельности с целью получения дохода. Собственные накопления, переходя в реальные активы, прямо превращаются в инвестиции. Чужие свободные денежные средства (сбережение) превращаются в инвестиции через рынок капитала, в первую очередь, через фондовый рынок.

Объектами инвестирования могут быть реальные инвестиционные проекты, объекты недвижимости и разнообразные финансовые инструменты. Финансовые инструменты, как объекты инвестирования, – это разные типы финансовых обязательств: депозитные вклады в банке; ценные бумаги (облигации, акции, опционы и т.п.).

Итак, термин “инвестиции” используют для обозначения:

а) вложения денежных средств, интеллектуальных ценностей в реальные активы, то есть в производство;

б) вложения денежных средств в финансовые инструменты, т.е. покупка ценных бумаг.

Далее под инвестициями будут пониматься вложения в финансовые активы, а не в производство. Иначе говоря, мы будем рассматривать инвестиции как любой финансовый инструмент, в который можно поместить деньги, рассчитывая сохранить или умножить их стоимость и обеспечить положительную величину дохода.

Ценные бумаги или фондовые ценности - это инструменты вложения денег, которые представляют собой чьи-либо долговые обязательства или которые обеспечивают право участия в компании в качестве вла-

дельца. На этом основании они делятся на портфельные инвестиции и прямые инвестиции (ПИИ). Портфельные инвестиции состоят из краткосрочных вложений (кредитные векселя и т.п., сроком до одного года и меньше) и долгосрочных вложений (приобретение акций в зарубежном предприятии, которое не принадлежит и неподконтрольное инвестору). Прямые иностранные инвестиции - это долгосрочные вложения на срок свыше одного года или бессрочные (приобретение облигаций и акций в зарубежном предприятии, которое в значительной мере является собственностью инвестора или под его контролем). Таким образом, инвестиции связаны либо с интересами кредитора (портфельные), либо с участием в капитале в качестве владельца (прямые).

Основными целями инвесторов являются:

- безопасность вложений;
- увеличение текущих доходов;
- накопление средств для больших расходов;
- накопление средств на пенсионный период;
- рост вложений;
- “утаивание” доходов от налогов;
- ликвидность вложений.

Под безопасностью вложений понимают неустойчивость инвестиций от потрясений на рынке инвестиционного капитала и стабильность получения дохода. Безопасность обычно достигается в ущерб доходности и росту вложений. Наиболее безопасными считаются вложения в облигации государственных займов. Наиболее рискованными - вложения в акции молодой наукоемкой компании, которые могут быть наиболее привлекательными по доходности и росту инвестиций. Максимизация дохода на инвестиции обычно связана с низким уровнем безопасности.

Оптимальное объединение безопасности и доходности достигается тщательным отбором и периодической ревизией ценных бумаг.

Наращивать вложения могут лишь держатели обычных акций. По акциям лишь часть прироста капитала зачисляется в доход инвестора и облагается обычным налогом на прибыль.

Интерес к росту капитала породил целый класс ценных бумаг, которые именуются бумагами роста. Основными видами доходов с правом на налоговые льготы являются: проценты по безналоговым муниципальным облигациям и ценным бумагам Казначейства, доходы по акциям с налоговой защитой. Постоянный доход дает аннуитет - рентный контракт, который дает право аннуитанту на получение пожизненной ренты.

Некоторые инвесторы при выборе ценных бумаг отдают предпочтение их ликвидности или рыночности. Под ликвидностью понимается возможность быстрого и безубыточного для инвестора преобразования ценных бумаг в деньги.

Ни одна ценная бумага не имеет таких качеств, которые обеспечивали бы достижение всех перечисленных целей. Механизм рынка ценных

бумаг действует так, что когда ценные бумаги действительно надежные, то доходность будет низкой, поскольку повышение спроса на них подымет цену и снизит доходность. Аналогично складывается соотношение между такими качествами ценных бумаг, как перспектива роста капитала и доходность.

Оптимальность портфеля ценных бумаг достигается диверсификацией вложений, когда капитал распределяется между множеством разных ценных бумаг, а также регулярным пересмотром портфеля. Принято ограничивать инвестиции в один вид ценных бумаг 5-10% от общей стоимости портфеля.

### **Поставщики и потребители инвестиционного капитала**

Фондовый рынок – это механизм для заключения сделок между теми, кто предлагает ценные бумаги, и теми, кто предлагает деньги. В операции купли-продажи на фондовом рынке продавцом считается тот, кто продает ценные бумаги, а покупателем – владелец денег. Ценная бумага противостоит деньгам как особый товар, выпуск которого в обращение называется эмиссией.

Продавцы ценных бумаг (они же являются и потребителями инвестиционного капитала) называются *эмитентами*, а покупатели ценных бумаг (они же являются поставщиками инвестиционного капитала и держателями ценных бумаг) – *инвесторами*. Эмитент – это только первый продавец ценных бумаг, который выпускает их для получения денег, необходимых ему для своей деятельности. Он выпускает ценные бумаги от своего имени и несет ответственность за них. Но эмитент может продать ценные бумаги не конечному держателю ценных бумаг, а посреднику (перекупщику), который сначала выступает как покупатель, а потом – как продавец ценных бумаг. Поэтому понятия “эмитент” и “продавец” совпадают лишь на первичном рынке ценных бумаг. На вторичном рынке, где происходит их перепродажа, эти понятия не совпадают.

Единственным источником инвестиционного капитала являются сбережения. Сбережения возникают, когда доходы предприятий, правительства и отдельных граждан превышают их расходы. Крупнейшими поставщиками инвестиционного капитала являются индивидуальные сберегатели. Личные сбережения (в форме банковских депозитов, сертификатов пенсионных фондов, облигаций государственных займов, корпоративных ценных бумаг, страховых полисов и т.п.) достигают 20-30% всех сбережений.

Нефинансовые корпорации являются главными создателями инвестиционного фонда (приблизительно 60% в развитых странах), но их сбережения в основном, принимая форму нераспределенной прибыли и амортизационных отчислений, остаются внутри корпорации. Финансовые потребности корпораций, как правило, превышают их сбережения. Поэтому на рынке инвестиционного капитала предпринимательский сектор выступает в качестве чистого конечного заемщика – потребителя инвестици-

онного капитала. Государственный сектор также обычно выступает чистым заемщиком.

По конституции многих стран, местные органы власти могут выпускать ценные бумаги, как для собственных, так и для зарубежных инвесторов. Стоимость муниципальных ценных бумаг определяется способностью местных органов выплачивать проценты и соблюдать сроки погашения долга.

Институциональными поставщиками инвестиционного капитала являются коммерческие банки, трастовые компании, страховые и пенсионные фонды. Коммерческие банки проводят финансовые операции в основном на денежном рынке, где они выступают покупателями и продавцами казначейских билетов и других государственных ценных бумаг со сроком погашения не больше трех лет. На рынке инвестиционного капитала их роль не так значительная. Банки могут выпускать свои акции. Трастовые компании выполняют агентскую функцию по управлению и хранению индивидуальных портфелей ценных бумаг, передаче акций. Траст может быть попечителем корпоративных облигаций и т.п. Инвестиционная деятельность страховых компаний и пенсионных фондов лежит в сфере высокодоходных долгосрочных ценных бумаг. Страховой бизнес является крупнейшим держателем институциональных сбережений. Пенсионные фонды также являются крупными покупателями высокодоходных государственных и корпоративных ценных бумаг, поскольку доход на инвестиции пенсионных фондов не облагается налогом.

Иностранный сектор (иностранцы, иностранные корпорации, правительства и отдельные граждане) может быть и чистым заемщиком, и чистым сберегателем по отношению к данной стране. Если иностранный сектор имеет отрицательный баланс движения капитала с данным государством, то он по отношению к ней является чистым кредитором, если баланс положительный – то чистым должником.

Особое место на фондовом рынке занимает центральный банк. Центральный банк выпускает государственные облигации, выплачивает по ним проценты и погашает их.

Поставщики инвестиционного капитала (инвесторы) покупают ценные бумаги, потребители инвестиционного капитала (эмитенты) выпускают (продают) их. Сделки купли-продажи ценных бумаг осуществляются на рынке ценных бумаг через посредников: инвестиционных дилеров и брокеров, инвестиционный фонд, депозитарий (учреждение, которое хранит ценные бумаги и оформляет передачу прав собственности на них), расчетно – клиринговые учреждения, регистраторов. Посредники предоставляют услуги эмитентам, инвесторам в осуществлении фондовых операций. Брокер совершает сделки с ценными бумагами на основе договора с клиентом и за его счет.



За услугу брокер получает комиссионные, поэтому брокерская деятельность относится к разряду комиссионной деятельности.

Дилер осуществляет сделки от своего имени и за свой счет с целью перепродажи ценных бумаг третьим лицам или формирования собственного резерва ценных бумаг. Дилерская деятельность относится к числу коммерческих видов деятельности.

Кроме этих двух видов услуг, на рынке ценных бумаг существует депозитарная деятельность – хранение и передача ценных бумаг и связанный с этим их учет; расчетно-клиринговая – сбор, сверка, корректировка документов и проведение взаимных расчетов; а также работает регистратор – юридическое лицо, которое ведет реестр владельцев ценных бумаг.

Посреднические операции по выпуску и обращению ценных бумаг могут выполнять: банковские учреждения; инвестиционные компании, совмещающие функции финансового посредника и институционального инвестора; предприятия, которые специализируются на работе с ценными бумагами и осуществляющие посредническую деятельность по выпуску и обращению ценных бумаг.

Организационно оформленным и постоянно действующим рынком ценных бумаг является фондовая биржа – добровольное объединение посредников фондового рынка.

### **Риск инвестирования**

Рынок ценных бумаг порождает инвестиционный риск. Инвестиционный риск заключается:

- в риске потери инвестированного капитала;
- в риске потери возможности получения ожидаемого дохода.

**Риск потери капитала** непосредственно зависит от рыночного риска и бизнес-риска. Рыночный риск непосредственно не связан с коммерческой и производственной деятельностью фирмы. Он может зависеть от движения процентной ставки, биржевой спекуляции, забастовки и т.п. Бизнес-риск определяется возможностью и способностью фирмы поддерживать уровень дохода на вложенный капитал, а для акционерного общества – на акции. Косвенно на бизнес-риск влияет и конкурентная обстановка на международном товарном, кредитном и валютном рынках.

**Риск потери ожидаемого дохода** зависит от процентного риска и риска изменения покупательной способности денег. Например, государственные облигации имеют номинальную стоимость, выраженную в деньгах. Неожиданное повышение цен уменьшает реальную стоимость облигаций на процентную величину обесценения денег. Доходность акции состоит из выплачиваемого дивиденда и изменений в цене акции. Дивиденды и доходы от прироста капитала, при достаточно больших периодах времени, определяются выручкой компании, которая, в свою очередь, зависит от технологических, конкурентных, экономических и политических факторов. Колебания валютного курса также влияют на доходность ценных бумаг.

Возможность того, что ценные бумаги будут одновременно и доходными, и надежными, крайне мала. Высокий доход, как правило, сопровождается и большим риском. Инвестор, выбирая объект инвестирования, руководствуется предпочтением, которое он отдает, или безопасности вложения капитала, или получению высокого дохода. Ценные бумаги относятся к рискованным, если норма прибыли на вложенные инвестиции сильно колеблется. В принципе же, любые инвестиции в ценные бумаги вмещают элемент риска.

Соотношение риска и дохода по видам ценных бумаг или видами вложений в США приведено в табл. 8.1 [29, с.572].

Таблица 8.1

**Характеристика риска доходов по видам ценных бумаг  
или видами вкладов в США**

Ценная бумага или вид вклада	Доход на инвестиции	Риск потерь инвестированного капитала		Риск потери ожидаемого дохода	
		Рисковый риск	Бизнес-Риск	Процентный риск	Риск изменения покупательной способности денег
Спекулятивные простые акции	15-20	В	В	Н	Н
Акции роста	10-12	В	В	Н	Н
Акции с „голубыми корешками”	8-10	С	С	Н	Н
Сертификаты инвестиционных фондов	8-10	С	С	Н	Н
Доходные акции	7-8	С - Н	С - Н	С	С
Конвертированные привилегированные акции	6-10	В - С	В - С	Н	Н
Конвертированные облигации	5-10	В - С	В - С	Н	Н
Облигации предприятия	5-8	С - Н	С - Н	В - С	В
Муниципальные облигации	4-5	Н	Н	В	С
Государственные облигации	4-6	Н	Н	В	В
Счет в сберегательном или коммерческом банке	4-5	Н	Н	Н	В
Счет в швейцарском банке	0	Н	Н	Н	В
Сбережения в сейфе или в „носке”	0	Н	Н	Н	В

## 8.2. Этапы и тенденции развития мирового фондового рынка

Развитие мировых фондовых рынков прошло 4 этапа.

**Первый этап** охватывает период 1860-1914 гг. На этом этапе бурно развиваются национальные фондовые рынки, активизируется международное перемещение капиталов, начинает формироваться глобальный рынок капиталов.

**Второй этап** охватывает период с 1920 г. до 1945 г. На этом этапе начинается распад мирового фондового рынка и исчезают условия, которые способствовали развитию мирового рынка капиталов в довоенное время.

После Первой мировой войны изменяется расстановка сил на мировом рынке капиталов. Страны Западной Европы превращаются из экспортеров в импортеров капитала.

Мировой экономический кризис 1929-1933 гг. и введение валютных ограничений по текущим и капитальным операциям в начале Второй мировой войны привели к дезинтеграции мирового фондового рынка.

**Третий этап охватывает 1945-1972 гг.**

Развитие валютных и финансовых отношений определили Бреттон-Вудские договоренности в 1944 г.

Международное движение капитала в первые послевоенные годы осуществлялось преимущественно по государственным каналам, а перемещение частного капитала находилось под жестким государственным контролем. Из-за жестких валютных ограничений международная деятельность национальных рынков капиталов практически отсутствовала.

Формирование мирового рынка капиталов пошло путем развития евровалютного рынка, рынка еврооблигаций.

Мировой фондовый рынок на этом этапе был представлен двумя уровнями:

- на верхнем уровне функционировал облигационный рынок;
- на нижнем – действовали замкнутые, обособленные национальные рынки, на которых операции с ценными бумагами жестко регулировались со стороны национальных органов.

Однако степень “прозрачности” границ между мировыми и национальными фондовыми рынками постепенно повышается, что свидетельствует о проявлении глобализации рынка капиталов.

**Четвертый этап охватывает период с 1973 г. и продолжается до сих пор.** В этот период происходят радикальные преобразования национальных фондовых рынков развитых стран:

- создается рынок банковских услуг;
- рынок государственных заимствований;
- рынок корпоративных ценных бумаг.

Фактически идет речь о “финансовой революции”, составной частью которой стали:

- дерегулирование финансовых операций внутри страны;
- либерализация национальных режимов в части движения долгосрочных капиталов;

- формирование активной рыночной денежно-кредитной политики.

Политика дерегулирования и либерализации создала условия для интеграции национальных фондовых рынков, расширения масштабов операций на них и перелива частных капиталов между странами. Создалась тесная взаимосвязь между мировыми фондовыми рынками ведущих стран.

Изменяется модель проведения финансовых операций: банки теряют свою роль в качестве главных финансовых посредников, уступая место фондовому рынку.

Современное состояние мирового фондового рынка характеризуется количественной оценкой его объема, динамикой и структурой разных видов ценных бумаг.

Общий объем мирового фондового рынка приблизительно равняется 70 трлн дол. США. При этом 42% приходится на рынок акций и 58% – на долговые обязательства. Половина всего мирового рынка как по акциям, так и по обязательствам приходится на США [29, с. 574]. Обороты на рынке акций составляют 800 млрд долл. в день, а на рынке облигаций – 950 млрд долл. Соотношение между объемами рынков акций и облигаций в целом отражают ситуацию на рынках развитых стран благодаря их абсолютному доминированию на мировом фондовом рынке. По отдельным государствам эти пропорции могут значительно отличаться. Так, в странах Восточной Азии большая часть рынка приходится на акции, а в государствах Латинской Америки – на долговые бумаги.

Суммарные обороты фондового рынка почти равны оборотам валютного рынка (1,9 трлн долл.).

К основным тенденциям современного развития мировых фондовых рынков относятся:

- рост валютного фактора в операциях мировых фондовых рынков. Нестабильность валютных курсов производят существенное влияние на движение финансовых потоков между рынками развитых стран;

- секьютеризация финансовых операций с акцентом на развитие корпоративных финансовых инструментов (прежде всего акций и их производных)\*;

- усиление взаимозависимости национальных фондовых рынков. Это проявляется в первую очередь в практически синхронном повышении или падении курсов ценных бумаг на национальных рынках капиталов разных стран;

---

\* Секьютеризация – это процесс преобразования низколиквидных финансовых активов в инструменты рынка капиталов (долгосрочные долговые обязательства, акции), которые пригодны для продажи.

- рост амплитуды колебаний курсов ценных бумаг. Синхронное колебание движения котировок ценных бумаг на национальных рынках создает условия для увеличения масштабов их колебаний и длительности циклов движения курсов;

- усиление влияния рынка капиталов на экономику. Высокая конъюнктура на фондовых рынках развитых стран способствует поддержанию высокой деловой активности в западных странах, стимулированию научно-технического прогресса, модернизации производства, концентрации капитала. Например, в США 60% общего объема ежегодных инвестиций в экономику приходится на компании, которые связаны с новейшими технологиями;

- изменение инфраструктуры фондового рынка. Применение компьютерных телекоммуникационных технологий заостряет конкурентную борьбу всех инфраструктурных элементов фондового рынка и его участников, вынуждает их совершенствоваться технически, организационно и технологически. Прежде всего, изменяется организация деятельности фондовых бирж, они расширяют спектр финансовых услуг, формируют биржевые альянсы и союзы. Особенностью инфраструктуры мирового фондового рынка является равенство объемов операций на биржевом и внебиржевом фондовом рынке;

- унификация нормативной базы регулирования операций на фондовых рынках.

- развитие инфраструктуры трансграничных операций с финансовыми инструментами. Так, на мировом валютном рынке с 2002 г. начала действовать Система непрерывных расчетов. Она позволяет снизить с 2-3 дней до нескольких часов срок от момента заключения сделки до окончательного расчета. Система используется также для расчетов по ценным бумагам и инструментам денежного рынка. Внедряется система автоматизации обработки заявок на покупку и продажу инструментов финансового рынка. В Западной Европе создается единая нормативная база по клирингу и расчетам по ценным бумагам. Все это позволяет существенно снизить расходы на операции и минимизировать риски благодаря ускорению расчетов.

Уровень развития и роль фондового рынка отличается по странам. Это обусловлено отличиями в структуре собственности на акционерный капитал и в системе контроля над компаниями. Фондовый рынок наиболее развит в странах, где существует *“аутсайдерская” модель контроля над капиталом* (в США, Великобритании и других англосаксонских странах). Для этой модели характерны такие черты:

- капитал акционерных компаний принадлежит большой группе индивидуальных и институциональных владельцев;

- существуют эффективные механизмы защиты прав инвесторов и система раскрытия информации. Если менеджмент компании ущемляет права инвесторов или работает неэффективно, то владельцы реализуют

свои ценные бумаги, и вследствие большой распыленности капитала компания может стать объектом недружественного поглощения;

- определенная обособленность менеджмента компании от акционеров за счет того, что акционерная собственность распылена между большим количеством владельцев, которым трудно координировать свои действия.

Для стран Европы, Японии, развивающихся стран характерна *“инсайдерская” модель контроля над капиталом*. Эта модель характеризуется следующими чертами:

- собственность на акции сконцентрирована в больших пакетах;
- распространено перекрестное владение бумагами;
- фондовый рынок менее развит по сравнению с *“аутсайдерской”* моделью. Его объем меньше за счет более низкой капитализации компаний и меньшего количества бумаг, обращающихся на рынке;
- крупные акционеры имеют возможность эффективно работать друг с другом для контроля над менеджментом компании;
- интересы мелких акционеров защищены хуже;
- недружественное поглощение осуществить практически невозможно.

Аутсайдерская модель считается более современной и гибкой, лучше реагирующей на изменения рыночной среды.

Основная функция фондового рынка заключается в перераспределении денежных средств. В странах с инсайдерской моделью роль фондового рынка в перераспределении свободных денежных средств относительно ниже, чем при аутсайдерской, поскольку в этих странах экономические субъекты отдают предпочтение банковскому кредитованию.

### 8.3. Классификация ценных бумаг

Ценные бумаги – это денежные документы, удостоверяющие право владения или ссудные отношения, определяющие взаимоотношения между лицом, которое выпустило их, и их владельцем и предусматривают, как правило, выплату дохода в виде дивидендов или процентов, а также возможность передачи денежных и других прав, вытекающих из этих документов, другим лицам.

В странах с развитой рыночной экономикой наряду с наличным оформлением ценных бумаг широко используется оформление их путем записи в книгах учета или счетах, которые ведутся на магнитных и других носителях информации, то есть в безналичной (безбумажной) форме.

Разнообразие ценных бумаг вызывает необходимость деления их по определенным признакам на виды. Наиболее детальная классификация ценных бумаг приведена О.Н. Мозговым в книге *“Фондовый рынок Украины”* [37, с. 27]. В основу классификации положены такие признаки, как экономическая природа ценных бумаг, цель, роль, отличия эмитентов, тип

передачи имущественных прав, срок погашения и способ выплаты дохода, надежность. Рассмотрим признаки некоторых видов ценных бумаг.

**По признаку экономической природы** ценные бумаги разделяются на паевые бумаги, долговые бумаги и производные финансовые инструменты. Паевые бумаги фиксируют отношения совладения или паевого участия в формировании уставного капитала и распределении прибыли (акции). Долговые бумаги являются инструментами кредита (облигации, векселя, сберегательные и депозитные сертификаты) – письменные свидетельства банка о депонировании (вложении) денежных средств, удостоверяющих право вкладчика на получение, по окончании установленного срока, депозита и процентов по нему. Сертификаты могут быть срочными и по требованию, именные и на предъявителя. Производные финансовые инструменты (опционы, фьючерсы, варранты и т.п.) удостоверяют право на покупку или продажу ценных бумаг (чаще всего акций).

**В зависимости от цели** ценные бумаги разделяются на фондовые и коммерческие. Фондовые ценные бумаги (акции, облигации) являются инструментами инвестирования капитала, обращающиеся на фондовом рынке, они, как правило, являются бессрочными или действуют сверх одного года. Коммерческие бумаги (вексель, аккредитив и др.) являются кредитными инструментами, которые опосредствуют торговые операции и обращаются на денежном рынке. Эти бумаги преимущественно краткосрочные и лишь частично используются для инвестирования капитала.

**По эмитентам** ценные бумаги делятся на выпущенные фирмами, акционерными обществами, правительством, государственными учреждениями, банками, местными органами власти.

**По типу передачи имущественных прав** ценные бумаги делятся на именные, на предъявителя и переводные. Переход прав по именной ценной бумаге требует идентификации владельца. Переход прав по ценной бумаге на предъявителя не требует идентификации владельца. Переводная ценная бумага (вексель – тратта) выписывается кредитором (трассантом) и представляет собой приказ должнику (трассату) об оплате в оговоренный срок определенной суммы третьему лицу (ремитенту) или предъявителю. При передаче векселя от одного владельца другому на его обратной стороне делается передаточная надпись, которая называется индоссаментом. Переводный вексель дает возможность кредитору рассчитаться по своим собственным долгам.

**В зависимости от роли** ценные бумаги подразделяются на основные (акции, облигации, сертификаты) и производные (фьючерсы, опционы, варранты и др.). Последние не дают ни право собственности, ни право получения по ним дохода. Они лишь удостоверяют право на покупку других ценных бумаг (акций, облигаций), валюты, товара, и их стоимость зависит от стоимости последних.

Ценные бумаги делятся на **рыночные**, которые можно перепродавать, и на **нерыночные**, которые можно продать лишь один раз.

**По способу выплаты дохода** ценные бумаги делятся на:

- ценные бумаги с фиксированным платежом (облигации и привилегированные акции);
- ценные бумаги с плавающей ставкой (облигации с плавающим процентом, зависящим от учетной банковской ставки);
- ценные бумаги, доход по которым прямо зависит от размера чистой прибыли предприятия (обычная акция).

**По признаку территории обращения** ценные бумаги разделяются на:

- региональные (облигации местных органов управления);
- национальные (ценные бумаги внутреннего фондового рынка);
- международные ценные бумаги, которые могут свободно обращаться на территории других стран.

К числу иностранных ценных бумаг относятся ценные бумаги эмитентов, которые не являются резидентами данной страны, и выпуск которых зарегистрирован в других странах.

**По степени надежности** ценные бумаги разделяются на высококачественные (с высокой вероятностью возвращения капитала и получения дохода) и ординарные (с низкой вероятностью).

Существуют и другие группировки ценных бумаг.

#### **8.4. Международный рынок титулов собственности**

Международный рынок титулов собственности разделяется на рынок акций, на который приходится около 80% всех новых международных размещений титулов собственности, и рынок депозитарных расписок, на который приходится около 20%. Титулы собственности – это инструменты, подтверждающие участие инвестора в капитале компании.

##### **Международный рынок акций**

**Акция** – это ценная бумага без установленного срока обращения, удостоверяющая долевое участие в уставном фонде акционерного общества, подтверждающая членство в акционерном обществе и право на участие в управлении им, дающая право владельцу на получение части прибыли в виде дивиденда, а также на участие в распределении имущества при ликвидации акционерного общества.

Акции могут быть именными и на предъявителя. Номинальная стоимость акции устанавливается при формировании акционерного общества и фиксируется на ее лицевой стороне. Номинальная стоимость акции не является отражением величины реальных активов корпорации и в последнее время, как правило, не указывается. Акции без номинальной стоимости выпускаются по цене, привлекательной для инвесторов.

Балансовая стоимость акции рассчитывается как частное от деления чистой стоимости активов акционерного общества на количество выпущенных и распространенных акций.



Курсовая (рыночная) стоимость акций определяется соотношением спроса и предложения на них на рынке ценных бумаг. Это текущая стоимость на фондовой бирже или во внебиржевом обращении.

**Обычные акции** – это акции, доход от которых зависит от чистых доходов корпорации и ее дивидендной политики. Распределение прибыли между владельцами обычных акций осуществляется пропорционально вложенному капиталу в зависимости от количества купленных акций. Однако не вся чистая прибыль идет на выплату дивидендов на обычные акции. После выплаты дивидендов в большинстве корпораций часть чистой прибыли идет на финансирование будущих инвестиций. Риск вложения капитала в обычные акции связан именно с тем, что дивиденды на обычные акции могут сокращаться и даже не выплачиваться. Иногда дивиденды выплачиваются не деньгами, а акциями. Если корпорация обанкротится, то держатели обычных акций могут потерять все свои инвестиции. Когда речь заходит о претензиях на активы и прибыль корпорации, владельцы обычных акций оказываются на последнем месте – после банков, владельцев облигаций и привилегированных акций.

Источником риска обычных акций может быть или рынок акций, или фирма, или и первое и второе.

Привлекательность обычных акций в том, что они дают право голоса, преобладающее право приобретения акций новых эмиссий, возможность наращивать капитал (повышение со временем цены акций), благодаря высокой ликвидности (рыночность), т.е. достаточно активной торговле акциями в любое время.

**В зависимости от степени риска и доходности** акции, которые оборачиваются на РЦБ, делятся на акции:

- с “голубыми корешками”;
- доходные;
- акции роста;
- циклические;
- спекулятивные.

**Акции с “голубыми корешками”** — это акции, которые выпускаются мощными корпорациями (в США: IBM, Dow Chemical, General Motors и др.), которые за всю свою историю стабильно выплачивали дивиденды своим акционерам. Эти акции и безопасные, и доходные.

**Доходные акции** — это акции телефонных корпораций, корпораций вода-, газо- и электроснабжение, а также других компаний, дивиденды по которым превышают средний уровень. Акции таких корпораций, как правило, со временем возрастают.

**Акции роста** — это акции корпораций, прибыль которых выше среднего уровня, но дивиденды не очень высокие, поскольку корпорации финансируют расширение производства, научно-технические разработки и т.п. Будущая стоимость акций таких корпораций имеет большую вероятность возрастать.

**Циклические акции** — это акции, цена которых возрастает и снижается синхронно со спадами и подъемами в экономике. В основном это акции корпораций базовых отраслей экономики. Инвесторы стремятся купить такие акции в период подъема и успеть их продать к началу спада.

**Спекулятивные акции** — это акции корпораций, которые не могут предъявить курс на 5–6 лет. Они обычно продаются “с прилавка”, минуя биржу, стоят намного меньше, чем акции известных корпораций, но имеют большую степень риска.

Наряду с обычными акциями корпорации выпускают **привилегированные** (преференциальные) в размере, не превышающем 10 процентов уставного фонда корпорации.

Эти акции предоставляют их владельцам ряд преимуществ (преференций), но не дают право голоса, права принимать участие в управлении корпорацией (если иное положение не предусмотрено ее уставом).

К привилегиям относятся:

1) право получать фиксированный доход или в виде процента от стоимости акций, или определенной суммы денег, выплачиваемых независимо от результатов деятельности корпораций;

2) преимущественное право: а) на первоочередное получение дивидендов; б) на приоритетное участие (после удовлетворения кредиторов — банков держателей облигаций) в распределении имущества корпорации при ее ликвидации; в) если размер дивидендов, выплачиваемых по обычным акциям, превышает размер дивидендов по привилегированным акциям, держателям последних может проводиться доплата.

Привилегированные акции бывают следующих видов:

- кумулятивные, которые имеют право накопления невыплаченных дивидендов, начисления их и выплаты в следующем за пропущенным периодом;
- некумулятивные, по которым невыплаченные дивиденды не присоединяются к дивидендам следующих лет;
- конвертируемые, которые обмениваются на установленное количество обычных акций или облигаций данной корпорации;
- неконвертируемые, которые не могут изменять свой статус;
- с долей участия, дающие право держателям этих акций на получение дополнительных дивидендов свыше предусмотренных, если дивиденды по обычным акциям большие.

Разнообразие льгот делает привилегированные акции привлекательными для инвесторов. Эмитент заинтересован в их выпуске, поскольку последние не приводят к распылению капитала и разрешают сохранить контрольный пакет акций. Держатели привилегированных акций занимают промежуточное положение между держателями облигаций, которые являются кредиторами корпораций, и держателями обычных акций, которые являются совладельцами, имеющими право принимать участие в управлении

корпорацией. Привилегированную акцию можно рассматривать как компенсацию за отсутствие права голоса.

Инвестиционные качества привилегированных акций определяются:

1) степенью обеспеченности выплаты всех преференциальных дивидендов за счет чистой прибыли. Считается, что для адекватности такого покрытия годовое превышение чистого дохода над преференциальными дивидендами должно быть как минимум:

➤ для государственных компаний коммунального хозяйства в 2 раза;

➤ для промышленных компаний в 3 раза;

2) непрерывностью выплаты преференциальных дивидендов;

3) адекватностью обеспечения префакций акционерным капиталом компании:

➤ минимальный акционерный капитал в расчете на одну префакцию в каждом с последних пяти лет должен быть в 2 раза больше той величины активов, которую получит держатель на каждую префакцию в случае ликвидации компании;

➤ годовой прирост акционерного капитала в расчете на одну префакцию должен быть сравнительно стабильным или иметь тенденцию к росту за последние пять лет;

4) рейтингом префакций. Он определяется независимыми службами рейтинга ценных бумаг приблизительно по таким градациям:

$P_+$  — “супер”. Префакция прямо защищена третьей стороной (например, материнской компанией) или обеспечена высоколиквидными ценными бумагами (банковские акцепты).

$P_1$  — высшее качество. Отличная защита со стороны активов и большая способность к выплате дивидендов.

$P_2$  — очень хорошее качество. Надежность активов и прибыли.

$P_3$  — хорошее качество. Префакции хорошо защищены, но способны подвергаться спадам в качестве в период экономических трудностей.

$P_4$  — умеренное качество. Защита адекватная, но существуют факторы, которые при неблагоприятных условиях могут ослабить способность компании к своевременной выплате дивидендов.

$P_5$  — спекулятивные. Нет уверенности, что компания сможет защитить префакции.

При определении рейтинга префакции анализируются сама компания, отрасль, управление компанией, финансовое состояние и другие параметры ее деятельности.

Некоторые ТНК эмитируют свои акции для распространения в разных странах. Чтобы попасть на рынок любой страны, они должны внести свои акции в курсовые бюллетени этой страны. Для этого необходимо:

а) израсходовать большие средства на размещение информации в бюллетене;

- б) предоставить достаточный объем информации, которая должна пройти независимую аудиторскую проверку и сертификацию достоверности;
- в) известить зарубежную печать, брокеров и потенциальных инвесторов о перспективах развития корпорации.

Международный рынок акций в зависимости от уровня экономического развития стран разделяется на зрелые рынки и развивающиеся рынки.

**Зрелые рынки** – это рынки акций развитых стран, характеризующиеся высокой частью организованной торговли через биржи, высоким уровнем рыночной капитализации, развитой системой организационного и правового обеспечения торговли акциями. Зрелыми рынками акций считаются рынки США, Японии, стран ЕС, Канады, Австралии и др.

Совокупный показатель капитализации зрелых рынков составляет 93% от общего объема мирового рынка акций.

Под *капитализацией рынка* понимается показатель, отражающий рыночную стоимость всех компаний, принимающих участие в операциях на фондовом рынке. *Рыночная стоимость компании* определяется как произведение курсовой стоимости ее акций на количество обращающихся акций.

Для анализа рынков акций используются такие основные показатели:

- отношение капитализации рынка акций к ВВП;
- ежегодный оборот рынка акций в процентах от капитализации;
- листинг иностранных акций на рынках отдельных стран [64,

с. 604].

Показатель капитализация/ВВП очень важен, поскольку он в значительной степени характеризует уровень развития фондового рынка согласно классификации Международной финансовой корпорации и Международного валютного фонда. Показатель капитализация/ВВП до мирового финансового кризиса 2007-2009 гг. составлял в США – 150%, Финляндии – 241%, Швеции – 140%, Швейцарии – 327%, Люксембурге и Великобритании – 180%, Нидерландах – 173% [29, с. 580].

**Развивающиеся рынки** (рынки, которые формируются) – это рынки акций развивающихся стран и стран с переходной экономикой, которые характеризуются высокими темпами роста, высоким риском, низким уровнем рыночной капитализации и механизмом правового регулирования, который еще формируется.

Среди развивающихся рынков различают три типа рынков акций:

- старые, давно созданные (Греция, Испания, Аргентина, Бразилия, Индия);
- рынки, которые развиваются в результате особых специфических ситуаций (например, Гонконг, Сингапур – благодаря их роли, как региональных финансовых центров);
- новейшие рынки, возникшие на базе быстрого экономического роста (Южная Корея, Тайвань, Филиппины, Индонезия) [64, с. 623].

Наивысшие показатели капитализации – в Китае, Тайване, Южной Корее (табл. 8.2) [29, с. 580].

Таблица 8.2

**Крупнейшие развивающиеся рынки акций**

<b>Страны</b>	<b>Количество компаний, которые котируются</b>	<b>Ежемесячный объем торгов, млн. долл.</b>	<b>Рыночная капитализация, млрд. долл.</b>
ЮАР	472	6520	184,6
Бразилия	399	3242	123,8
Мексика	166	1212	108,1
Южная Корея	1518	58721	248,5
Малайзия	865	1245	123,9
Тайвань	638	45179	251,5
Китай	1235	20692	463,1
Россия	196	2711	124,2

На развивающихся рынках активную роль играют институциональные инвесторы (90% портфельных инвестиций на этих рынках). Однако, в их портфелях доля развивающихся рынков в 3-5 раз ниже, чем она должна быть в соответствии с теорией управления международным портфелем ценных бумаг (в оптимальном портфеле инвестора отдельные страны должны занимать такой удельный вес, какой занимает рыночная капитализация этой страны) [12, с. 178].

Важным показателем динамики развивающихся рынков является композитный индекс МФК, который включает 1224 фирмы из 26 стран. Он используется в качестве индикатор для сравнения курсов акций отдельных стран и состоит из региональных индексов курсов акций.

В последние годы с целью усовершенствования деятельности развивающихся рынков акций МФК применяется ряд мер, направленных на:

- обеспечение полной информации о состоянии и тенденциях развития этих рынков;
- создание инвестиционных фондов, которые направляют иностранный капитал для инвестирования развивающихся рынков акций. Так, были созданы Фонд развивающихся рынков, региональные фонды, целью которых является интеграция этих рынков акций в международный рынок акций.

Отдельные страны совершенствуют свое законодательство в части эффективного регулирования рынка акций и торговли на них; содействуют развитию пенсионных фондов, взаимных фондов акций, которые обеспечивают институциональную основу этого рынка; поощряют иностранные портфельные инвестиции с помощью создания иностранных инвестиционных фондов и т.п.

Международный рынок акций разделяется на рынок иностранных акций и рынок евроакций.

**Иностранные акции** – это акции, которые выпущены корпорацией-нерезидентом на фондовый рынок другой страны в ее национальной валюте.

На рынке иностранных акций находятся в обращении: акции компаний-нерезидентов, которые выпущены или котируются на национальном фондовом рынке определенной страны в ее валюте; акции, выпущенные и получившие биржевой листинг лишь в стране выпуска, но продающиеся на фондовых рынках нескольких стран, и акции, получившие кросс-листинг (котируются акции компании на одной или нескольких фондовых биржах, кроме биржи своей страны) на биржах разных стран через систему взаимной котировки цен и, соответственно, которыми торгуют на биржевом и внебиржевом рынках этих стран [36, с. 235].

Основные преимущества и недостатки иностранных акций приведены в табл. 8.3.

Таблица 8.3

Преимущества	Недостатки
1. Отпадает потребность осуществлять обмен валюты при покупке/продаже акций и таким образом уменьшается валютный риск. 2. Инвесторы избегают определенных налогов и ограничений. 3. Снижается политический, экономический риск, риск ликвидности.	1. Наличие определенной регламентации к иностранным акциям в стране эмиссии. 2. Жесткие требования к иностранной компании относительно размера, частоты отражения и качества финансовой отчетности.

**Евроакции** – это акции, которые размещаются одновременно на нескольких национальных фондовых рынках международным синдикатом финансовых учреждений, продающим их за евровалюты.

Рынок евроакций появился в 1983р. Евроакции продаются на еврорынках, котируются в мировых финансовых центрах (преимущественно в Лондоне), а доходы, получаемые по ним, не подлежат национальному налогообложению.

Мобилизацию финансовых ресурсов с помощью евроакций, как правило, осуществляют ТНК развитых стран, доля которых в общем объеме эмиссии составляет около 50%.

Рынок евроакций характеризуется увеличением объемов эмиссии, расширением состава и количества участников, но его масштабы относительно незначительны (4-7% совокупного объема эмиссий на еврорынках ценных бумаг) [29, с. 582; 36, с. 249; 40, с. 324].

Эмиссия евроакций положительно влияет на деятельность компании, планирующей экспорт на иностранные рынки и развитие зарубежного производства, поскольку она становится широко известной за рубежом, что способствует продвижению ее продукции на этом рынке. Выпуск евроакций часто улучшает кредитную репутацию фирмы-эмитента, что

упрощает для нее доступ к другим ресурсам, а также является косвенной рекламой за рубежом.

Однако эмиссия евроакций может быть рискованной из-за возможности перехода контрольного пакета акций компании к акционерам другой страны.

Международный рынок акций занимает одно из центральных мест среди других финансовых рынков и его объемы возрастают: в 2003 г. он составлял 31,9 трлн долл., в 2004 г. – 33,1 трлн долл., в 2010 г. – 56,9 трлн долл. [[www.makinseyquarterly.com](http://www.makinseyquarterly.com)].

Структура капитализации международного рынка акций характеризуется такими данными: на все развитые рынки приходится 91%, в том числе на США – 50,5%, Японию – 8,3 %, а на развивающиеся рынки – 9%.

Структура капитализации рынка акций по национальным рынкам акций также развивается динамически. На нее влияет изменение валютных курсов, расширение отдельных рынков за счет допуска на фондовые биржи ценных бумаг новых фирм; листинг акций приватизированных фирм; увеличение цены местных валют, а также рост курсовой стоимости акций, поскольку количество акционерных обществ, имеющих официальную котировку на фондовых биржах, изменилось в развитых странах несущественно. Региональная структура рынка акций следующая: на США приходится 45%, Европу – 28%, Японию – 10%, Китай – 4%, другие страны – 13% [<http://www.makinseyquarterly.com>].

Количество листинговых эмитентов увеличилось за последние 15 лет с 18 до 21 тыс.

Главными факторами интернационализации рынка акций являются:

- интернационализация корпоративной собственности;
- расширение компаниями-нерезидентами своего владения акциями путем регистрации своих акций на рынках других стран. Это связано с тем, что регистрация акций на иностранном рынке, как правило, предшествует выпуску акций на этом рынке с целью получения дополнительного капитала. Нерезиденты используют ликвидность иностранных рынков и таким способом увеличивают имеющиеся для инвестирования средства и уменьшают стоимость капитала для фирмы. Размещение акций на иностранном рынке облегчает приобретение иностранных компаний в будущем;

- иностранными акциями компания-нерезидент может воспользоваться для оплаты труда местных менеджеров, служащих; владение ими помогает создать позитивный образ компании в глазах местных потребителей и поставщиков инвестиционного капитала;

- уменьшение финансового риска путем диверсификации своих портфелей акций в разных странах.

### **Рынок депозитарных расписок**

*Депозитарные расписки* – это вторичные ценные бумаги (в форме сертификата), выпускаемые национальным банком мирового

значения, подтверждающие его право владения акциями иностранных компаний и находящиеся в его трастовом управлении. Каждая депозитарная расписка свидетельствует о владении одной или несколькими иностранными акциями.

Основной целью выпуска любых ценных бумаг компаний является привлечение дополнительного капитала для развития. Этого не всегда можно добиться за счет ресурсов внутреннего рынка. Выпуск депозитарных расписок позволяет добиться значительно большего и имеет ряд преимуществ:

- расширение группы потенциально извещенных инвесторов за счет развития инфраструктуры иностранных рынков;
- улучшение имиджа и повышение доверия к эмитенту, увеличение круга лиц, владеющих позитивной информацией об эмитенте;
- известность компании, ее имидж за рубежом и репутация активного участника мирового финансового рынка позволяет эффективно вести переговоры с другими компаниями по финансовым вопросам;
- эмитент может избежать действующих в некоторых странах ограничений на вывоз ценных бумаг за границу и продавать ценные бумаги иностранным инвестором, когда их продажа запрещена или ограничена или излишне жестко регулируется;
- эмитент имеет право не руководствоваться законодательными требованиями страны, в которой обращаются выпущенные через депозитарные расписки акции;
- появляется возможность избежать проблемы обратного притока капитала, которая появляется при непосредственном выпуске иностранных акций;
- инвесторам легче диверсифицировать портфель ценных бумаг;
- инвестирование в депозитарные расписки имеет низкие транзакционные расходы. Так, по расчетам экспертов The Bank of New York, издержки инвестора, покупающего АДР, в первый год в 2 раза ниже, чем при покупке соответствующих акций на иностранной бирже. Уровень расходов, связанных с владением АДР, не изменяется, тогда как уровень расходов по акциям, которые покупались напрямую, ежегодно растет. Такая ситуация обусловлена тем, что во втором случае инвестор платит высокие комиссионные банку, кроме того, на значительные расходы при приобретении акций непосредственно влияет конвертация валют;
- дивиденды, которые платятся по депозитарным распискам, больше тех, что платятся по акциям. Так, по расчетам Morgan Stanley, средняя ставка дивидендов по акциям американских компаний составляет 1,7%, тогда как в Европе – 2,9%, в Великобритании – 3,3%, у ведущих азиатских стран, за исключением Японии, – 3,6% [<http://www.k2kapital.com>];
- ликвидность депозитарных расписок по сравнению с акциями в целом выше.



Основными видами депозитарных расписок являются Американские депозитарные расписки (АДР), Европейские депозитарные расписки (ЕДР) и Глобальные депозитарные расписки (ГДР).

*Американские депозитарные расписки* – это обращающиеся ценные бумаги, выпущенные американскими банками, закупивших большое количество иностранного акционерного капитала, депонировав его на трастовые счета. Потом они продают свои доли собственности в трасте, называемые АДР, инвесторам. Количество выпущенных АДР может равняться количеству выпущенных акций или быть меньшим, тогда каждая АДР эквивалентная одной или нескольким акциям иностранного капитала. Когда иностранная компания платит дивиденд, банк конвертирует его в доллары по текущему обменному курсу и распределяет полученные средства среди владельцев АДР пропорционально количеству расписок у каждого из них.

АДР находятся в свободном обращении на фондовом рынке США. Это наиболее распространенный вид депозитарных расписок, поскольку американский фондовый рынок имеет значительные размеры и большое количество потенциальных инвесторов. Как правило, при выходе на международные рынки капитала компании начинают с выпуска АДР.

Первые АДР были выпущены в США в 1927 г. на акции компании Selfridges, которая владела сетью универмагов в Великобритании. АДР регистрируются в Комиссии по ценным бумагам США (SEC). Наибольшей популярностью этот вид инвестиционных инструментов достиг в последние 5 лет. В настоящее время в США находятся в обращении около 1900 выпусков АДР, при чем больше 450 из них торгуются на трех главных биржевых площадках, тогда как остальные продаются на внебиржевом рынке. Ведущими банками-депозитариями является The Bank of New York, J.P. Morgan Chase, Citigroup и Deutsche Bank. Выпуском АДР также занимаются Chase Mellon Bank, Mitsubishi Trust & Banking и другие финансовые институты.

Механизм выпуска АДР предусматривает покупку брокером, который действует от имени потенциальных инвесторов, через местного брокера акций компании на бирже соответствующей страны. Акции поступают на хранение в банк-депозитарий, который потом выпускает долларовые сертификаты на установленное количество акций.

Функционируют биржевой и внебиржевой рынки АДР.

Стоимость АДР тесно связана со стоимостью представленных ими иностранных акций.

$$\text{Цена АДР} = \text{Цена иностранной акции в долларах} \times \frac{\text{Количество акций, которые включены в АДР}}{\text{АДР}} + \text{Транзакционные издержки, связанные с продажей АДР}$$

Банки за эмиссию и поддержание в обращении АДР взимают установленную плату.

Как правило, АДР выпускают большие компании с целью мобилизации капитала, расширения круга инвесторов или приобретения иностранной компании. В зависимости от цели компании или инвесторов, программы АДР разделяются на спонсируемые, неспонсируемые и частного размещения.

В настоящий момент наиболее популярны *спонсируемые АДР*, которые вводятся в обращение эмитентами акций. Они выпускаются на основе соглашения между эмитентом и банком-депозитарием. Иностранная фирма, которая эмитировала ценные бумаги и хочет, чтобы они продавались на рынке США, оплачивает все расходы по созданию и регистрации спонсируемых АДР. Банк, выпустивший эти АДР, предоставляет инвесторам, которые их приобрели, информационные услуги о состоянии фирмы, финансовых отчетах фирмы. Различают три уровни спонсируемых программ. К программам АДР I уровня применяется упрощенная процедура регистрации в SEC. Основная задача, решаемая выпуском АДР этого уровня, – расширение круга акционеров. Депозитарные расписки торгуются на внебиржевом рынке. На сегодняшний день АДР I уровня – наиболее растущий сегмент рынка депозитарных расписок. К программам АДР II и III уровней предъявляются те же требования SEC по регистрации и раскрытию информации, что и к американским корпорациям. Программы II уровня предусматривают включения АДР в листинг ведущих американских бирж: NYSE, Nasdaq, AMEX. АДР I и II уровней выпускаются на ценные бумаги, находящиеся в обращении на вторичном рынке. Таким образом, АДР этих двух уровней выпускаются на основе уже имеющихся акций предприятий и сами по себе не дают возможности эмитенту акций привлечь средства. Для компаний, на основе акций которых выпускаются АДР I и II уровней, такой выход на наибольший в мире американский фондовый рынок выгоден, прежде всего, с точки зрения возможности расширения круга акционеров за пределы внутреннего рынка и улучшения своего имиджа как эмитента среди международных инвесторов. АДР III уровня выпускаются на новые акции при их первичном размещении. Они дают возможность привлечь дополнительные инвестиции, поскольку предусматривают дополнительную эмиссию акций под эту программу. Поэтому АДР III уровня вызывают у эмитентов наибольший интерес. Однако такой выпуск требует от эмитента высокого уровня “прозрачности”.

*Неспонсируемые АДР-программы* – это программы, созданные и предложенные инвесторами без формального согласия и участия эмитента акций, иностранная фирма не оплачивает депозитарные расходы, которые несет инвестор, и не имеет жестких обязательств относительно времени и объема предоставления информации для инвестора.

Выпуск этих программ могут осуществлять сразу несколько банков-депозитариев. Такие АДР находятся в обращении исключительно на внебиржевом рынке. Однако в настоящий момент неспонсируемые программы практически не используются.

При частном размещении АДР к программам депозитарных расписок предъявляются минимальные требования и регистрации в SEC не требуется. Эти АДР размещаются среди ограниченного круга инвесторов. Расписки покупаются или отдельными крупными “квалифицированными” институциональными инвесторами или неамериканскими инвесторами.

В 1998 г. «The Bank of New York» начал рассчитывать первый индекс АДР, который вычисляется на основе данных о 431 компании из 36 стран мира, общая капитализация которых составляет свыше 3,1 трлн долл. Кроме того, он разрабатывает сводный индекс АДР, три региональных индекса (европейский, азиатский, латиноамериканский) и индекс для развивающихся рынков. Планируется также рассчитать индекс глобальных депозитарных расписок, входящих в листинг европейских фондовых бирж.

Среди институциональных инвесторов основными держателями АДР являются взаимные и пенсионные фонды, некоторым из которых запрещено напрямую покупать акции иностранных компаний. Так, из 2469 институциональных инвесторов, которые управляют средствами в размере 9,525 трлн долл. и имеют активы в иностранных ценных бумагах, 1839 (74%) вкладывают средства в АДР и 630 (26%) инвестируют напрямую в акции иностранных компаний (табл. 8.4).

Таблица 8.4

**Ведущие институциональные инвесторы на рынке АДР**

<b>Инвесторы</b>	<b>Объем инвестиций в АДР (млрд. долл.)</b>	<b>Общий объем инвестиций в акции (млрд. долл.)</b>	<b>Доля АДР в общем объеме инвестиций в акции (%)</b>
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

*Европейские депозитарные расписки* выпускаются европейскими банками, как свидетельство о владении акциями компаний, находящихся в странах, которые не входят в ЕС. Они имеют свободное обращение на фондовом рынке Европы, который регулируется, как правило, законодательством Великобритании, и продаются на Парижской фондовой бирже.

*Глобальные депозитарные расписки* предлагаются и размещаются как на фондовом рынке США, так и на фондовых рынках других стран. Их обращение регулируется законодательством США. Как правило, Европейские и Глобальные депозитарные расписки деноминированы в долларах США, но могут выпускаться и в любой другой валюте.

## 8.5. Международный рынок облигаций

Для мобилизации финансовых ресурсов корпораций, государственные и муниципальные органы выпускают в обращение на рынок ценных бумаг облигации. **Облигация** – это долговая инвестиционная ценная бумага, удостоверяющая внесение ее держателем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему в предусмотренный в ней срок номинальную стоимость с уплатой фиксированного процента от номинальной стоимости облигации. Держатель облигации (инвестор) не является совладельцем акционерного капитала, он – кредитор и имеет право на получение твердого дохода и возвращение в определенный срок номинальной стоимости облигации или другого имущественного эквивалента.

Привлекательность облигаций для инвестора заключается в том, что у них более высокая степень надежности по сравнению с акциями, хотя доходность – ниже (в развитых странах в пределах 6-12%). Наиболее надежными считаются облигации государственных и местных займов, которые гарантируются властями и обеспечиваются соответствующим имуществом. Недостатком облигаций является то, что фиксированная купонная ставка представляет собой периодическую выплату процентов через определенные промежутки времени без учета инфляции. Для повышения привлекательности облигаций для инвесторов эмитируются облигации с плавающей процентной ставкой, которая изменяется вместе с изменением доходности и ссудного процента, облигации с индексированным процентом по уровню цен на товары. Некоторые облигации предоставляют право на часть имущества корпорации в случае ее ликвидации.

Курс облигаций на рынке ценных бумаг зависит от спроса и предложения на них, которые, в свою очередь, определяются приносимым обли-

гациями доходом, уровнем ссудного процента, степенью прибыльности альтернативных вложений денежных средств. Если на рынке ценных бумаг имеются облигации нескольких корпораций, номинал которых одинаков, то, при прочих равных условиях, больший спрос будет на те облигации, у которых выше процентная ставка. Зависит спрос и от рейтинга облигаций, который определяется специальными агентствами на основе анализа финансового состояния компании и ее способности выполнять обязательство. Рыночная цена каждой конкретной облигации в определенный момент времени может быть выше или ниже от номинальной стоимости, расти или снижаться.

Рынок международных облигаций является источником средне- и долгосрочного капитала в международной финансовой среде.

Международные облигации подразделяются на иностранные и евро-облигации.

**Иностранные облигации** – это ценные бумаги, выпускаемые нерезидентом на национальном рынке облигаций другой страны и выраженные в национальной валюте этого рынка.

Итак, основные отличительные черты выпуска иностранных облигаций:

- 1) выпуск облигаций эмитируется иностранным заемщиком;
- 2) валютой выпуска облигаций является иностранная для эмитента валюта;
- 3) размещение облигаций осуществляется на рынке другой страны и гарантируется банковским синдикатом.

Иностранные облигации выпускаются на отдельных национальных рынках долгосрочного ссудного капитала, поэтому процентные ставки по их выпускам определяются на уровне ставок соответствующих рынков. Существует правило, согласно которому процентные ставки по облигациям в твердых валютах ниже, а в нестабильных валютах – более высокие. Процентные ставки на рынках облигаций мировых финансовых центров устанавливаются местным спросом и предложением.

Иностранные облигации в зависимости от страны эмиссии имеют специальные названия: «янки-облигации» – в США, «самурай-облигации», «шибосай-облигации», «даймио-облигации», «шагун-облигации» – в Японии, «бульдог-облигации» – в Великобритании, «шоколад-облигации» – в Швейцарии, «матадор-облигации» – в Испании, «кенгуру-облигации» – в Австралии, «Рембрант-облигации» – в Голландии.

Облигации «янки» и «самурай» являются наиболее распространенными иностранными облигациями. Структура рынков этих облигаций по типам эмитентов приведена в табл. 8.5 [46, с. 256].

Основными инвесторами на рынке иностранных облигаций являются те, которые хотят максимального снижения рискованности вложений. К ним относятся сберегательные банки, страховые компании, пенсионные фонды.

Таблица 8.5

**Структура иностранных облигаций “янки” и “самурай”  
по типам эмитентов, %**

Эмитенты	Рынок “янки- облигаций”	Рынок “самурай- облигаций”
1. Корпорации	49,0	13,0
2. Международные агентства	3,0	8,0
3. Провинции или штаты	9,0	9,0
4. Государственные предприятия или органы власти	3,0	22,0
5. Предприятия коммунального сектора	10,0	3,0
6. Банки	22,0	9,0
7. Суверенные заемщики	5,0	36,0

Доступ к рынкам иностранных облигаций имеют не все заемщики и он намного сложнее по сравнению с рынком еврооблигаций. Так, существуют правительственные ограничения по срокам, суммам, которые могут получить иностранцы, и направлениям их использования. Полученный капитал может быть ограничен лишь локальным использованием с помощью валютного контроля. Доступ на эти рынки получают только международные инвесторы с высоким кредитным рейтингом. Развивающиеся страны имеют ограниченный доступ на этот рынок. Такой отбор инвесторов приводит к тому, что заемщики с низким кредитным рейтингом исчезают с рынков иностранных облигаций.

Выпуски иностранных облигаций реализуются с помощью андеррайтинга (гарантированного размещения). Заемщик вместе с управляющим банком планируют выпуск облигаций на наиболее выгодных условиях: срок погашения, купонный доход, возможность заблаговременного погашения, премия при условии преждевременного отзыва, условия погашения.

Иностранные облигации имеют длительные сроки погашения – 20-30 лет. Процентные купоны по облигациям соответствуют уровню процентных ставок рынков, где они выпускаются, и зависят от кредитоспособности заемщика. Как правило, государственные заемщики имеют высочайший рейтинг “AAA”, а корпоративные заемщики различаются по кредитоспособности в зависимости от их финансового статуса и регионального риска.

После согласования условий выпуска облигаций создается группа, которая осуществляет андеррайтинг. Эта группа включает инвестиционные внутренние банки, банки страны заемщика и других стран, где могут быть потенциальные инвесторы. Эти банки должны иметь достаточные собственные ресурсы и опыт андеррайтинга, а также быть способными к

размещению облигаций среди местных инвесторов и среди инвесторов страны заемщика.

Управляющий банк и группа андеррайтинга получают прибыль в виде разности между доходом от продажи облигаций и суммой, которая платится эмитенту. Причем управляющий банк получает  $\frac{1}{4}$  этой прибыли за подготовку и организационную работу, группа андеррайтинга -  $\frac{1}{4}$  за страхование рисков, которые возникают при купле и хранении облигаций для перепродажи. Остальная прибыль направляется в уплату продавцам облигаций комиссионного собрания за продажу [29, с.591].

**Еврооблигации** – это долгосрочные долговые ценные бумаги, которые размещаются одновременно на нескольких рынках транснациональными синдикатами, а валюта их эмиссии является иностранной для инвесторов, покупающих их.

Еврооблигации имеет ряд ценных свойств.

1. Они предоставляют право выбора валюты выражения. Валютный фактор играет большую роль в выпуске еврооблигаций. Но не любая валюта подходит для выражения еврооблигаций. Валюта должна быть свободно конвертируемой и в ней должны без риска выражаться платежи по обязательствам. Слишком стойкие валюты нежелательны с точки зрения заемщика, а неустойчивые – с точки зрения кредитора. При выборе между двумя вариантами выражения еврооблигаций существует компромисс между процентной ставкой и стойкостью валюты. В некоторых случаях еврооблигации выпускаются в нескольких валютах, что позволяет кредитору требовать уплаты в одной из нескольких валют, что снижает риск, связанный с обменными курсами, и расширяет круг инвесторов. Вместе с тем в большинстве случаев и проценты, и основная сумма по еврооблигациям выплачивается в долларах США.

2. Облигации имеют высокую степень валютной эластичности как по составу валют выражения, так и по удельному весу еврооблигаций, выраженных в той или иной валюте, в их общей массе.

3. Еврооблигации обеспечивают большую мобильность капитала в международном масштабе, поскольку привлекают большее количество заемщиков и инвесторов, чем другие международные финансовые инструменты.

4. Еврооблигации обеспечивают инвесторам большую диверсификацию портфелей и более высокие доходы, чем вложения в отечественные облигации.

5. Существует тесная связь между международным евровалютным рынком и рынком еврооблигаций. Например, дилеры еврооблигаций могут получать ссуды для финансирования своих операций в евровалютах.

6. Доходы, полученные по еврооблигациям, не облагаются налогом. Еврооблигации особенно привлекательны для инвесторов, которые платят относительно высокие налоги на свои объявленные доходы и менее при-

влекательны для инвесторов, деятельность которых не облагается налогом (страховые компании, пенсионные фонды).

Рынок еврооблигаций не имеет конкретного географического местонахождения, хотя новые выпуски обычно происходят в Лондоне, Люксембурге. Рынок еврооблигаций является многовалютным и в высокой степени анонимным, поскольку еврооблигации выпускаются “на предъявителя”, что устраивает многих инвесторов. Сроки погашения еврооблигаций короче (5, 10, 15 лет), чем иностранных облигаций. Ставки процента по еврооблигациям имеют тенденцию определяться ставками по той же валюте на внутреннем рынке капитала, но часто бывают ниже из-за более высокой эффективности рынка еврооблигаций. Еврооблигации эмитируются с фиксированной и плавающей процентной ставкой. Общая сумма займа составляет от 50 до 100 тыс. долл. США. Котировка осуществляется в мировых финансовых центрах.

Главной фигурой на еврооблигационном рынке, как и на каждом рынке ценных бумаг, является эмитент. Структура данного рынка по категориям эмитентов следующая: корпорации – 56%, банки – 25%, суверенные заемщики – 7%, наднациональные институты – 7%, другие – 5% [29, с. 592].

Основную часть еврооблигаций покупают индивидуальные инвесторы. К преимуществам, получаемым ими, относят налоговую анонимность и возможность получения спекулятивной прибыли в виде наличных денег при увеличении стоимости облигации.

Объем и число выпусков еврооблигации начиная из 1990 г. ежегодно в среднем растет на 20% и 14% соответственно. Число выпусков к 2004 г. превышало 30 тыс., а объем рынка возрос с 4,1 млрд долл. в 1985 г. до 3,25 трлн долл. в 2007 г. Это объясняется ростом спроса на денежные средства со стороны ТНК, правительств, международных организаций, возникновением новых источников средств, ищущих сферу сбыта; преимуществами рынка еврооблигаций по сравнению с рынком иностранных облигаций, а также высокой степенью гибкости рынка, который обеспечивает возможность выпуска новых видов ценных бумаг, выбор валюты облигаций.

Структура еврооблигационных эмиссий по сроками погашения такова: от 1 до 3 лет – 16,79%, от 4 до 9 лет – 49,33%, от 10 до 29 лет – 29,75%, больше 29 лет – 2,32%, бессрочные облигации – 1,81%.

В валютной структуре еврооблигационных эмиссий первое место занимает доллар США – 37%, евро – 35%, фунт стерлингов – 11%, японская иена – 13% [35, с. 138].

Андеррайтинг еврооблигаций осуществляет международный синдикат, в котором принимают участие банки разных стран. Преимуществом такой организации размещения облигаций является распределение рисков и эффективная реализация выпуска.

Размещение еврооблигаций по сравнению с иностранными облигациями считается более рискованной мерой. При андеррайтинге иностранных облигаций основным риском является повышение процентных ставок на местном рынке капиталов. Для еврооблигационного рынка характерны



более высокие риски и расходы на организацию продажи облигаций. Они компенсируются вдвое высшим валовым доходом андеррайтеров. На рынке еврооблигаций инвесторы покупают ценные бумаги в валютах, обеспечивающих наибольшую прибыль. Изменение курса валюты является источником риска при осуществлении андеррайтинга.

Развитие рынка еврооблигаций породило следующие их разновидности: облигации с варрантами, дающие право на покупку акций той же корпорации, еврооблигации с фиксированной и с плавающей ставками, облигации с нулевым купоном, глобальные облигации.

*Глобальные облигации* — это средне- или долгосрочные долговые ценные бумаги, выпуск которых предусматривается на всех основных рынках мира. Их выпуск охватывает иностранные облигации и еврооблигации. МБРР играет ведущую роль в выпуске глобальных облигаций. Первый такой выпуск был осуществлен в 1992 г. в иенах. Условия этого выпуска показывает табл. 8.6 [29, с. 593].

Таблица 8.6

**Первый мировой выпуск МБРР облигаций в иенах – 1992 г.**

<b>Эмитент</b>	<b>Международный банк реконструкции и развития</b>
Объем	250 млрд. иен
Спред при перепредложении	19 базовых пунктов по JGB № 129
Номинальный процентный доход	5,25%
Срок	10 лет
Инвестиционные банки, которые свободно выступают главой синдиката андеррайтеров	ИВЛ. Джейн Пи Морган (JP Morgan), Номура (Nomura)
Размещение облигаций	20% в Японии 17% в США 10% на Дальнем Востоке (кроме Японии) 53% в Европе и на Среднем Востоке
JGB – японская правительственная облигация	

Международный рынок облигаций характеризуется данными, приведенными в табл. 8.7 и 8.8 [29, с. 593].

Таблица 8.7

**Объемы международного рынка облигаций (трлн долл.) в 1993-2010 гг.**

<b>Виды облигаций</b>	<b>1993</b>	<b>1999</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2010</b>
Корпоративные облигации	11,7	20,5	30,8	31,5	60,8
Государственные облигации	10,5	14,5	20,5	21,2	32,4
Всего	22,2	35,0	51,3	52,7	93,2

Таблица 8.8

**Региональная структура международного рынка облигаций**

Страны	Корпоративные облигации, трлн. долл.	Государственные облигации, трлн. долл.	Объем рынка	
			трлн. долл.	%
США	36	12	48	20,1
Еврозона	29	21	50	21,0
Великобритания	30	7	37	15,4
Восточная Европа	3	20	23	9,6
Япония	12	35	47	19,7
Китай	5	6	11	4,6
Индия	1	22	23	9,6
Всего	116	123	239	100

На сегодня общую структуру международного рынка облигаций около 80% формирует рынок США, Европы, Великобритании, Японии.

Благодаря глобализационным процессам, росту государственных и корпоративных обязательств рынок ценных бумаг становится более прозрачным и ликвидным.

Рынок облигаций динамично развивается и за последние 10 лет возрос в 2,5 раза.

В отличие от рынка акций рынок облигаций является достаточно стабильным, прежде всего в развитых странах. Изменение стоимости фиктивного капитала, представленного облигациями, зависит от текущих изменений процентных ставок, которые изменяются на незначительные величины. Колебание цен облигаций на развитых рынках в 4-10 раз меньше, чем на рынках акций.

О глобализации рынка облигаций свидетельствует то, что иностранные инвесторы владеют 25% краткосрочных облигаций и около 44% государственных облигаций. Например, в 2006 г. Народный банк Китая вложил в государственные облигации США свыше 262 млрд долл. [29, с. 594].

“Креди Свис Фёрст Бостон” выделяет следующие тенденции на международном рынке облигаций:

- дальнейшая глобализация международных рынков облигаций. Размещение международных облигаций все больше набирает международного характера. Облигации распределяются между значительным количеством международных инвестиционных инвесторов, в отличие от упроченной практики выкупа таких выпусков преимущественно местными институциональными инвесторами;
- изменения в традиционной структуре европейских облигационных рынков вследствие внедрения евро, а также стремительный

- рост объемов выпуска облигаций, деноминированных в этой валюте;
- увеличение степени диверсификации кредитных портфелей международных институциональных инвесторов. Инвесторы активнее просматривают свои инвестиционные портфели, направляют больший процент средств, которыми управляют, на инвестиции в более рискованные облигации, которые, соответственно, имеют высший уровень доходности;
  - постоянный поиск путей улучшения ликвидности еврооблигационных рынков. Возрастает популярность среди инвесторов больших (так называемых джамбо) выпусков еврооблигаций объемом в 1 млрд. долл. США и больше. Широкий круг инвесторов, которые принимают участие в размещении этих выпусков, обеспечивает достаточное количество покупателей и продавцов таких облигаций;
  - развитие рынка пфандбриф. Пфандбриф - это облигации, которые выпущены банками под залог пула частных ипотечных кредитов. Они занимают около 18% общего выпуска облигаций, деноминированных в евро;
  - рост европейского рынка облигаций с высоким доходом. В начале XXI ст. на этом сегменте еврооблигационного рынка были привлечены средства на общую сумму 16,6 млрд. долл. США, а общий объем выпуска высокодоходных международных облигаций с европейским элементом достигал 40 млрд. долл.

## 8.6. Международный рынок финансовых деривативов

За последние три десятилетия на финансовых рынках появилось много новых финансовых инструментов, которые получивших название производных ценных бумаг или деривативов. Под **финансовыми деривативами** понимаются инструменты торговли финансовым риском, цены которых привязаны к другому финансовому или реальному активу. Дериватив представляет собой, стандартный документ, удостоверяющий право и/ или обязательство приобрести или продать базовый актив на определенных условиях в будущем.

Если классические ценные бумаги предназначены для привлечения долгосрочного капитала, то деривативы являются средством хеджирования, то есть страхования от ценовых рисков. Деривативы среди разных инструментов управления рисками на финансовых рынках занимают первое место.

Условия деривативов определяются по согласованию сторон.

Согласно классификации Банка международных расчетов различаются четыре типа базовых активов, к каждому из которых может быть привязан дериватив:

- товары (цена дериватива привязывается к цене определенного товара или движению индекса на группу товаров);
- акции (цена дериватива привязывается к цене определенной акции или движения индекса цен на группу акций);
- иностранная валюта (цена дериватива привязывается к курсу одной или нескольких валют);
- процентная ставка (цена дериватива привязывается к фиксированной, плавающей, комбинированной процентной ставке).

К числу основных производных ценных бумаг относятся опционы и фьючерсы на товары, ценные бумаги, валюту, процентные ставки и фондовые индексы; свопы на процентные ставки и валюту; форвардные контракты.

При покупке и продаже деривативов контрагенты обмениваются не активами, а рисками, которые вытекают из этих активов.

Цена деривативов определяется движением цен на товары, финансовые инструменты, индексы цен или отличиями между двумя ценами.

Контракты на деривативы закрываются путем расчета наличностью. При этом изменение собственника или поставка обозначенного товара не предусматривается.

Целями дериватива являются:

- фиксация будущей цены на любой актив уже сегодня, что достигается заключением форвардного или фьючерсного контракта;
- обмен потоками наличности или обмен активами (свопы);
- приобретение права, но не обязательство на осуществление сделки (контракт типа опциона).

По способу финансовой организации в международной торговле деривативами выделяют два основных типа контрактов: контракт типа форвардов и контракт типа опционов [12, с.180].

*Форвардный контракт* – это двустороннее соглашение, удостоверяющее обязательство лица приобрести (продать) базовый актив в определенное время на определенных условиях в будущем с фиксацией цен такой продажи во время заключения форвардного контракта.

Различаются такие виды форвардов:

- товарный форвард – форвардный контракт на поставку товара;
- форвард на акции – контракт на поставку в будущем акции или набору акций по зафиксированной сегодня цене;
- форвардное процентное соглашение – контракт, согласно которому процентная ставка, которую надо будет заплатить или получить в будущем, определяется при подписании контракта;
- валютный форвард – контракт на обмен двумя валютами по согласованному сегодня курсу более чем через два рабочих дня после его подписания.

К контракту форвардного типа относятся фьючерсы и свопы.

Фьючерсы – это те же форварды, но которые торгуются в стандартизированном виде на биржах. *Фьючерсный контракт* – это стандарт-

ный документ, удостоверяющий обязательство приобрести (продать) базовый актив в определенное время и на определенных условиях в будущем, с фиксацией цен на момент заключения обязательств сторонами контракта.

Предметом фьючерсной операции являются базовые активы, но фьючерсный контракт может продаваться независимо от того, существуют ли действительно указанные в нем активы в момент заключения сделки. Достаточно, чтобы в нем были указаны процентная ставка, валютный курс, индекс цен и т.п.

Привлекательность фьючерсного контракта в том, что если по обычной сделке купли-продажи доход одной из сторон обусловлен убытком другой, при фьючерсной сделке результаты реализации фьючерсного контракта могут быть разными.

Повышение текущей цены по отношению к контрактной приведет:

- при полной ликвидности объекта сделки к явно упущенному доходу продавца и явному реальному доходу покупателя;
- при сниженной ликвидности объекта сделки к вероятно упущенному доходу продавца и вероятно реальному доходу покупателя.

Понижение текущей цены приведет:

- при полной ликвидности – к явно предотвращенному убытку продавца и явно реальному убытку покупателя;
- при снижении ликвидности – к вероятности предотвращения убытка продавца и вероятности реального убытка покупателя.

У покупателя доминирует желание выиграть на колебаниях цен, у продавца – застраховаться от последствий этих колебаний.

*Свопы* – это контракты типа форвард, в рамках которых стороны договариваются обмениваться активами на основе согласованных правил.

Свопы бывают таких типов:

- товарный своп – это контракт на обмен доходами от изменения цен одного товара или индекса товарных цен на другой;
- валютный своп – контракт, предусматривающий обмен двумя валютами, исключая платежи процентов, сегодня (операция спот) и их обратной обмен на определенную дату в будущем по согласованному сегодня курсом (операция форвард);
- своп на акции – контракт на обмен доходами от акций или индекса акций в результате использования фиксированной и плавающей процентной ставки;
- процентный своп – контракт, согласно которому стороны обмениваются платежами, вытекающими из их различий в случае фиксированных и плавающих процентных ставок;

*Опцион* – стандартный документ, удостоверяющий право (но не обязательство) приобрести (продать) базовый актив на определенных условиях в будущем с фиксацией цены во время заключения такого контракта или на время такого приобретения по решению сторон контракта.

Особенностью опциона является то, что его владелец получает право, но не обязан купить или продать базовый актив. Покупатель опциона может отказаться от своего права купить базовые активы, а продавец не может, получив вознаграждение (премию), отказаться от обязательства продавать их, если выполнения обязательств требует покупатель опциона. Покупатель опциона может продать его любому третьему лицу, после чего продавцу опциона необходимо будет выполнить условия контракта по отношению к новому его владельцу. Опцион становится обращающейся ценной бумагой.

Опционы бывают таких видов:

- товарный опцион – контракт на поставку или получение определенного товара в определенную дату в будущем на условиях опциона;
- опцион на акции – контракт на поставку или получение определенной акции или набора акций на определенную дату в будущем на условиях опциона;
- валютный опцион – контракт, дающий на условиях опциона право купить или продать валюту по согласованному курсу в течение определенного времени;
- процентный опцион – контракт на поставку или получение определенного процентного дохода на оговоренную сумму в будущем на условиях опциона.

Международный рынок деривативов характеризуется ростом объемов операций с производными инструментами. Так, за последние 5 лет он вырос на 125%. Это обусловлено значительной нестабильностью котировок и усилением риска потерь в условиях снижения обменных курсов. В последнее время рынок деривативов пополнился новыми участниками. Кроме институциональных инвесторов в операциях принимают участие управляющие компании и корпорации. Возможность страхования и минимизация риска потерь от обесценения базовых финансовых активов на рынке производных инструментов помогает избежать их еще большего обесценения и существенного снижения объемов операций с ними на фондовых рынках. Оборот рынка деривативов в 8 раз превышает мировой ВВП. По оценке Банка международных расчетов, совокупный объем международного рынка деривативов составляет около 300 трлн долл., а размер рынка с валютным базисом превышает 6,5 трлн долл. [<http://www.derex.ru>].

Международная торговля деривативами проводится на биржах (15% мировой торговли деривативами) и вне биржи (85%). Это обусловило разделение данных финансовых инструментов на деривативы, продающиеся на биржах (процентные фьючерсы и опционы, валютные фьючерсы и опционы, фьючерсы и опционы на индексы акций), и деривативы, продающиеся вне биржи (валютные и процентные инструменты).

Практически вся биржевая торговля деривативами сконцентрировалась на торговле процентными фьючерсами и опционами (91%). На втором месте – торговля фьючерсами и опционами на индексы акций (7,4%),

валютные фьючерсы и опционы на третьем месте (1,6%). В 2011 г. оборот торговли фьючерсами составил 11,2 млрд контрактов, опционов – 11,1 млрд контрактов.

Оборот торговли биржевыми деривативами растет как в целом на мировом рынке, так и в отдельных регионах. В 2011 г. 8,86 млрд контрактов приходилось на Азиатско-Тихоокеанский регион, 7,17 млрд - на Северную Америку, 4,42 млрд – на Европу, 1,53 млрд – на Латинскую Америку. Наибольшей в мире биржей по количеству проведенных операций с деривативами стала Корейская биржа, обработавшая за год 3,8 млрд контрактов.

Биржевая торговля деривативами сконцентрировалась в нескольких ведущих странах: в Великобритании, США, Германии.

Биржевой рынок обеспечивает, в отличие от внебиржевого, большую стандартизованность торговли, более высокую согласованность расчетных механизмов, снижающих степень финансовых рисков, развитую межбиржевую систему электронной связи.

Рост торговли деривативами происходит в основном за счет внебиржевого рынка, который в 7 раз превышает биржевой. Основная часть контрактов, заключаемых на внебиржевом рынке, приходится на валютные и процентные деривативы. Роль товарных деривативов и деривативов на акции, как и на биржевом рынке, незначительна. Валютные деривативы во внебиржевой торговле играют более существенную роль, чем на биржевом рынке (их часть составляет 16,5%). На внебиржевом рынке в основном происходит торговля процентными и валютными свопами и преобладают краткосрочные контракты (около 80% контрактов заключается сроком до 1 года).

Преимуществами внебиржевого рынка по сравнению с биржевым является большая гибкость контрактной системы, более быстрое внедрение новых финансовых инструментов, отлаженная система двусторонних банковских расчетов.

В последние годы появились новые инструменты управления риском. Среди них наиболее быстрыми темпами развиваются кредитные деривативы. Кредитные деривативы – это структурированные финансовые инструменты, которые отделяют кредитный риск от актива для его последующей передаче другой стороне. Участники рынка кредитных деривативов имеют возможность перераспределять кредитные риски, не оформляя переход прав собственности на базовые активы. Разрабатываются фьючерсные контракты, где базовыми активами являются макроэкономические показатели, например, ВВП, инфляция.

Характерными чертами мирового рынка деривативов является:

- удельный вес деривативов, продаваемых на биржах, сокращается;
- по объему торговли валютные и процентные деривативы абсолютно доминируют над товарными деривативами и деривативами на акции;
- свыше половины торговли деривативами являются международными;
- около половины деривативных контрактов заключается в долларах.

## 8.7. Первичный и вторичный рынок ценных бумаг

Рынок ценных бумаг является механизмом, способствующем установлению контактов между покупателями и продавцами ценных бумаг. Рынок ценных бумаг подразделяется на первичный и вторичный рынки.

**Первичный рынок ценных бумаг** – это рынок первых и повторных эмиссий ценных бумаг, на котором происходит их первоначальное размещение среди инвесторов. Эмиссия ценных бумаг – это установленная в законодательном порядке последовательность действий эмитента по выпуску и размещению ценных бумаг. Ценные бумаги (акции, облигации) размещаются путем продажи их эмитентом первичным владельцам посредством заключения соглашения. Решение о выпуске принимают учредители акционерного общества со последующим утверждением его на общем собрании акционеров. Определяются цель выпуска, виды ценных бумаг, их номинальная стоимость, порядок размещения, выпуска и т.п.

Первичный выпуск ценных бумаг реализуется с помощью механизма андеррайтинга – гарантированного размещения ценных бумаг.

В рамках первичного выпуска ценные бумаги подразделяются на “выдержанные” и “невыдержанные”. Выпуск “выдержанных” бумаг означает дополнительное размещение уже существующих ценных бумаг. “Невыдержанные” – это новые бумаги или первичное предложение ценных бумаг.

При размещении ценных бумаг у инвесторов возникает проблема определения, в какие акции или облигации вложить свои деньги, а у эмитента – проблема убедить потенциальных инвесторов в привлекательности вложения средств именно в его ценные бумаги. Проблемы эти позволяет решить информация об объектах инвестирования, возможной доходности и рисках вложений в фирмы.

Самым популярным показателем финансового состояния фирмы для инвестора является показатель доходности вложенного капитала (ROE – return on equity), который рассчитывается как отношение чистой прибыли к акционерному капиталу:

$$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Акционерный капитал}} \quad (8.1)$$

ROE можно представить как произведение трех множителей, которые дают представление о трех факторах:

- восприимчивость рынка к продукции компании;
- эффективность использования активов компании;
- участие собственного капитала в функционировании активов фирмы.



$$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Объем продаж}} \times \frac{\text{Объем продаж}}{\text{Стоимость активов}} \times \frac{\text{Стоимость активов}}{\text{Акционерный капитал}} \quad (8.2)$$

Первый множитель – коэффициент прибыльности – показывает величину прибыли в одном долларе продаж. При выборе объекта инвестирования важно, чтобы этот показатель не имел тенденции к снижению.

Второй множитель – коэффициент оборачиваемости активов – показывает, сколько долларов продаж формирует доллар активов. Он говорит об эффективности использования активов.

Произведение первых двух множителей характеризует прибыльность активов (ROA-return on assets).

$$ROA = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Объем продаж}} \times \frac{\text{Объем продаж}}{\text{Стоимость активов}} \quad (8.3)$$

Третий множитель получил название левейдж. Этот показатель характеризует соотношение собственных и заемных средств. Чем больше заемного капитала (то есть долгов), тем более прибыли приходится на 1 доллар собственного капитала, но тем меньше вложенный капитал владельца защищен активами. Чем в большей степени активы финансируются за счет собственного капитала, тем, при прочих равных условиях, устойчивее финансовое состояние фирмы, но ниже доходность собственного капитала. Следовательно, перед инвесторами возникает дилемма: или иметь меньше долгов, то есть меньший риск инвестирования, или получить больший доход и более высокий риск.

**Вторичный рынок ценных бумаг** – это рынок, на котором происходит купля-продажа ценных бумаг, выпущенных в обращение раньше. Покупатели на вторичном рынке заключают сделки не с эмитентом, а с новыми владельцами ценных бумаг. На вторичном рынке андеррайтеры выступают в роли брокеров, то есть сводят вместе покупателей и продавцов, и в роли принципалов, то есть скупают и продают ценные бумаги с целью стабилизации цен. Вторичный рынок является основным рынком, поскольку именно на нем происходит: а) торговля ценными бумагами, выпущенными в обращение ранее, и б) установление курса ценных бумаг, то есть определение той рыночной цены, которая отражает всю имеющуюся информацию о конкретной ценной бумаге.

Особенностью вторичного рынка является высокий уровень ликвидности, то есть возможности быстрой продажи ценных бумаг. Ликвидность рынка тем выше, чем больше участников купли-продажи ценных бумаг.

Вторичный рынок состоит из:

- организованного, биржевого рынка;
- неорганизованного, внебиржевого рынка.

**Фондовая биржа**, как организованный и регулярно функционирующий рынок ценных бумаг, создается не для получения прибыли, а для заключения сделок по купле-продаже ценных бумаг и их производных. Всего в мире насчитывается приблизительно 200 бирж в более, чем 60 странах. Наибольшие из них: Нью-Йоркская, Токийская, Лондонская, Средне-Западная (США) и ряд других. 31 биржа входит в Международную федерацию фондовых бирж (МФФБ), находящуюся в Париже.

Важнейшей биржевой процедурой является *листинг* – процедура отбора клиентов и ценных бумаг для последующего допуска к биржевым торгам. Для повышения эффективности листинга принимаются очень жесткие правила внесения компаний в биржевой список. Хотя листинг требует дополнительных расходов и связан с контролем за деятельностью компании-эмитента, он повышает рейтинг эмитента, обеспечивает высокую ликвидность ценных бумаг, относительную стабильность цен. Фондовая биржа отвечает только за операции с ценными бумагами, прошедшими листинг.

На фондовой бирже осуществляется котировка ценных бумаг. Термин “котировка”, как правило, применяется на обозначение действия или механизма установления цены ценных бумаг, а также им обозначают возможность обращения ценных бумаг (когда ценные бумаги обращаются на бирже, то говорят, что они “котируются”) [37, с. 118].

Хотя котировка осуществляется на фондовой бирже, однако биржевым курсом пользуются и на внебиржевом рынке.

Чтобы стать членом биржи, необходимо купить “место” на бирже, то есть право на торговлю и иметь в торговой зоне биржи своего трейдера – работника брокерской фирмы, который непосредственно выполняет заказы на куплю-продажу ценных бумаг. Брокерская фирма, имеющая “место” на бирже, называется “фирмой с местом на бирже”. Акция, допущенная к торгам на бирже, называется “зарегистрированной ценной бумагой, прошедшей листинг”.

На Нью-Йоркской бирже основными критериями, которыми руководствуется совет директоров биржи при принятии решений о допуске акций компании к котировкам, является:

- 1) степень национального интереса к данной компании;
- 2) место компании в отрасли и ее стабильность;
- 3) принадлежность компании к растущей отрасли и перспективы, которые позволили бы ей сохранить свои позиции.

Компании, чьи акции прошли процедуру листинга (регистрации), должны ежегодно платить пошлину и периодически предоставлять определенную информацию инвесторам. Если интерес к ценной бумаге неуклонно падает, то совет директоров принимает решение о делистинге ценной бумаги. Бумага будет изъята из обращения. Допускается также временная приостановка торговли какой-либо ценной бумагой в случае ажиотажа по той или другой причине вокруг ценной бумаги.

Большинство бирж (до 80%), входящих в Мировую федерацию бирж, проводят торги как акциями, так и облигациями. На других торговых площадках торгуют только акциями. Треть бирж имеет фьючерсный рынок. Около 50% – опционный.

С целью сравнения бирж между собой по размеру, как правило, используется показатель капитализации национальных компаний, ценные бумаги которых имеют листинг на бирже.

Другими показателями размера бирж является количество листинговых компаний и торговый оборот. Для ведущих торговых площадок, оборот за сутки составляет десятки миллиардов долларов.

Требования к иностранным фирмам, желающим включить свои акции в листинг, намного жестче, чем к национальным. Так, на Нью-Йоркской бирже требованием для включения в листинг является чистая стоимость реального основного капитала в размере не меньше 18 млн долл., для иностранной фирмы - 100 млн долл.

В работе фондовых бирж за последние 10 лет произошли значительные изменения, которые полностью изменили облик бирж.

1. Переход на электронную торговую систему.

2. Активизация процессов глобализации на фондовых рынках. Начинает осуществляться переход отдельных бирж на технологию ведущих организаторов торговли, что создает предпосылки для их слияния. Интеграция фондовых бирж оказывает содействие формированию инвестиционного пространства, функционирующего по унифицированным правилам.

3. Объединение классических фондовых и деривативных бирж.

4. Преобразование фондовых бирж в открытые акционерные общества, т.е. в бизнес – организации.

5. Выход бирж из-за возросшей конкуренции за национальные границы и предложение своих услуг на внешнем рынке. Они открывают доступ на свои торговые площадки иностранным участникам торгов, проводят листинг и ведут торговлю иностранными ценными бумагами.

6. Слияние депозитарных организаций.

**Внебиржевой рынок** – это часть фондового рынка, который находится вне сферы деятельности фондовых бирж. На нем происходит оборот ценных бумаг, не зарегистрированных на бирже. Операции по купле-продаже ценных бумаг осуществляются по телефону, минуя торговый зал биржи. Цены на нем устанавливаются в ходе переговоров между продавцами и покупателями. Если появляется серия заявок, то проводится аукцион.

Доля внебиржевого фондового рынка различна в разных странах: в Японии она составляет 1%, в США – 25%, Чехии – 60%, Словакии – 80%, России – 90%, в Украине – 98% [29, с. 606]. К преимуществам внебиржевого рынка относят то, что он:

- увеличивает объем инвестиций, поскольку приближает фондовый рынок к мелкому инвестору;

- оперативно находит самые выгодные объекты вложения капитала и источники финансирования;

- содействует развитию фондового рынка на уровне регионов, развитию услуг для участников рынка;

- создает предпосылки для развития инфраструктур фондового рынка.

Важным моментом в развитии внебиржевого рынка ценных бумаг стало применение большими банками собственных электронных брокерских систем. Они отличаются низкой стоимостью предоставленных услуг, возможностью торговать в часы, когда традиционные биржи закрыты, анонимностью котировок и широким спектром торгуемых инструментов. К таким системам относятся Инстинет, который оперирует глобально, электронные коммуникационные сети, такие как Айленд и др. В США их насчитывается около 20.

Внебиржевой рынок является неоднородным из-за разной степени организованности. Так, к организованным участникам внебиржевых сделок относят тех, кто является членом той или другой саморегулирующей организации. В пределах неорганизованного внебиржевого рынка выделяют так называемые “уличный” рынок, “третий” и “четвертый” рынки. Однако опыт развитых стран свидетельствует о том, что внебиржевой рынок полностью поддается организации.

“Уличный рынок” – это неорганизованный рынок, где преобладают случайные операции по купле-продаже ценных бумаг, в основном акций приватизированных предприятий.

“Третий рынок” – это рынок, на котором происходит внебиржевая торговля ценными бумагами, зарегистрированными на бирже через посредников.

“Четвертый” рынок – это рынок, на котором заключаются сделки купли-продажи любых ценных бумаг и даже целых портфелей институциональными инвесторами напрямую, минуя биржи и брокеров через компьютерную систему.

### **Основные показатели деятельности рынка ценных бумаг**

Для определения эффективности деятельности рынка ценных бумаг относительно отдельных их видов используются показатели – фондовые индексы. Индексы рынка ценных бумаг – это индексы цен акций, обращающихся на рынке. Иначе говоря, фондовые индексы представляют собой показатели, отражающие изменение стоимости некоторого портфеля ценных бумаг. Вычисления индексов осуществляются ежедневно, ежемесячно, ежеквартально, по полугодиям и ежегодно. Базой отсчета считается день, когда значение индекса было 100 или 1000. По мере роста или падения цен на акции, их среднее значение также растет или падает, соответственно растет или падает значение индекса. Индексы дают сжатую информацию о ценах на рынке либо в его определенном сегменте, позволяющем судить о спросе на те или иные

ценные бумаги в контексте определенного сегмента рынка, всего рынка, различных компаний и разных стран.

По степени обобщения информации показатели рынка ценных бумаг (фондовые индексы) подразделяются на:

- интегральные (усредненные), характеризующие состояние рынка (или его сегменту) в целом одним обобщенным показателем (например, индекс Доу-Джонса по акциям промышленных компаний);
- частные, дополняющие интегральный показатель характеристикой или изменения курса акций отдельных компаний, или дивидендной отдачи акций компаний и т.п.

По составу изучаемых объектов индексы можно подразделить на:

- интернациональные, характеризующие состояние рынка вне национальных границ. Например, индексы MSCI (Morgan Stanley Capital International) охватывают как весь мировой рынок акций, так и его отдельные географические секторы – Северную Америку, Европу, Дальний Восток и т.п.;

- национальные;

- секторные, характеризующие состояние определенного внутринационального рынка. Например, индекс Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE Composit Index) характеризует движение курсов акций всех компаний, котируемых на этой бирже; аналогично используется индекс Американской фондовой биржи;

- субсекторные интегральные индексы характеризуют динамику курсов акций определенных групп компаний: промышленной, транспортной, финансовой и т.п.

По методу исчисления индексы делятся на два основных вида:

- серии среднеарифметических наличных цен, которые отражают изменения курсов групп ценных бумаг;

- серии начальных рыночных стоимостей всех ценных бумаг группы.

Принцип расчета ценовых средних базируется на сумме цен (средней цены) определенной группы акции [29, с. 610].

$$\sum_{i=1}^n \frac{P_i}{D}, \quad (8.4)$$

где  $D$  – делитель, обеспечивающий равенство значения индекса на момент начала расчета некоторой заданной величине (чаще всего 10 или 100 пунктам). Например, фондовый индекс рассчитывается по акциям двух компаний. Цена акции компании А – 100 долл., цена акции компании В – 10 долл. Величина арифметической средней будет равна:  $(100+10)/2 = 55$ . Если акции компании В подорожают в 3 раза, то индекс увеличится на 10 пунктов:  $[(100+30)/2] - 55$ .

К первой группе в первую очередь относятся индексы Доу-Джонса – средние показатели динамики текущих курсов акций ведущих компаний США. Среди системы средних компании Доу-Джонс самым известным яв-

ляется показатель DJIA (Dow Jones Industrial Average), который является среднеарифметическим цен акций 30 крупнейших промышленных компаний на Нью-Йоркской бирже, которые лидируют в своих отраслях промышленности.

Индекс Доу-Джонса определяется по формуле:

$$DJIA_t = \frac{\sum_{i=1}^{30} P_{it}}{D_{adj}}, \quad (8.5)$$

где  $DJIA_t$  – обозначение интегрального индекса Доу-Джонса на день  $t$ ;

$P_{it}$  – курс акций на конец дня  $it$ ;

$D_{adj}$  – скорректированный делитель на день  $t$ , который изменяется при дроблении акций. Когда акции делятся, то делитель становится меньше.\*\*

Кроме индекса DJIA рассчитывается индекс DJTA (Dow Jones Transportation Average), который включает цены акций 20 транспортных компаний. Новейшим является DJGT (Dow Jones Global Titans Index), который был введен в 1999 г. и который рассчитывается на базе 50 компаний 8 крупнейших фондовых рынков мира: США, Великобритании, Франции, Японии, Германии, Италии, Швейцарии и Нидерландов.

На величину индекса могут влиять факторы, не связанные с ростом стоимости компании (например, дробление акций). Поэтому средние величины (индексы, которые базируются на средней начальной стоимости ценных бумаг определенной группы), нуждаются в коррекции и вычисляются так:

$$\text{Индекс}_t = \frac{\sum_{i=1}^n P_t Q_t}{\sum_{i=1}^n P_b Q_b} \times B_{iv}, \quad (8.6)$$

где индекс  $t$  – индексная стоимость на данный день;

$P_t$  – курсы акций на конец дня;

$Q_t$  – число имеющихся в обращении акций на день;

$P_b$  – курсы акций на конец базового дня;

$Q_b$  – количество имеющихся в обращении акций на базовый день;

$B_{iv}$  – начальная индексная стоимость.

---

\*\* При дроблении старые акции изымаются из оборота, а вместо них выпускаются новые с другой номинальной стоимостью. Например, акция с номинальной стоимостью 10 разбивается на 2:1; собственник 100 акций получает 200 новых акций с номинальной стоимостью \$5. Укрупнение акций – это увеличение номинала акций и уменьшение количества акций.

По методу среднеарифметической рассчитываются и некоторые другие известные в мире индексы. Например, индексы Nikkei – средние цены акций, которые котируются на Токийской фондовой бирже; международный фондовый индекс EAFF Index, учитывающий цены акций более чем 2000 компаний из 21 страны; индекс World Index, разрабатываемый компанией Morgan Stanley; FTW Index, разрабатываемый Институтом актуариев Великобритании вместе с крупными брокерскими фирмами; Global Index, рассчитываемый First Boston Corporation вместе с журналом “Euromoney”. Кроме того, международными институциями рассчитываются региональные индексы и индексы для растущих рынков.

Итак, преимущества фондовых индексов:

- предоставляют информацию о доходности рынков акций и обеспечивают возможность сравнения эффективности инвестиций на разных рынках;
- позволяют определить тенденции рынка;
- служат основой для специальных финансовых инструментов: срочных контрактов по индексам, которые позволяют страховать рыночный риск (фьючерсы, опционы по фондовым индексам).

### Определение рыночной стоимости акций

Рыночная цена или курс акции – это цена, по которой акция реально продается и покупается на фондовом рынке. Курс акций находится в прямой зависимости от размера получаемого за ним дивиденда и в обратной зависимости от уровня ссудного процента.

$$\text{Курс обычной акции} = \frac{\text{Годовой дивиденд на 1 акцию}}{\text{Ставка дохода от акции}} \times 100$$

(8.7)

В сделках купли-продажи участники рынка стремятся выявить недооцененные и переоцененные акции по сравнению с инвестиционной стоимостью. Для определения истинной стоимости обычных акций применяют способ, который называется моделью дисконтирования дивиденда.

Алгебраически истинная стоимость акции (V) равняется сумме приведенных ожидаемых выплат дивидендов (D) в период времени (t) и соответствующей ставки дисконтирования\*\*\* для финансовых потоков (то есть разницы между доходами и расходами) данной степени риска (K):

---

\*\*\* Дисконт – приведенная к текущему моменту времени стоимость каждого доллара дохода от ценной бумаги, который должен быть получен через определенное количество лет  $d_t = 1 / (1 + S_t)^t$ , где  $S_t$  – спот-ставка за t лет – коэффициент дисконтирования. Дисконтирование – процесс вычисления приведенной стоимости данного потока платежей.

$$V = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_3}{(1+K)^3} + \dots = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+K)^i} \quad (8.8)$$

Для определения истинной стоимости обычных акций при разном характере изменения дивидендов во времени применяются:

- модель нулевого роста, в которой предполагается, что размер дивидендов в будущем остается неизменным, то есть

$$D_0 = D_1 = D_2 = D_3 = \dots = D_{\infty} : \\ V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_0}{(1+K)^i} \quad \text{или} \quad V = \frac{D}{K} ; \quad (8.9)$$

- модель постоянного роста, в которой предполагается, что дивиденды будут расти от периода к периоду в одной пропорции, то есть с одинаковым темпом роста ( $q$ ):  $D_1 = D_0(1+q)^1$

Формула для модели постоянного роста:

$$V = \frac{D_1}{K-q} ; \quad (8.10)$$

- модель переменного роста, в которой предполагается, что до момента  $T$  для каждого периода инвестор делает индивидуальный прогноз относительно величины дивидендов –  $D_1, D_2, D_3, \dots, D_T$ , прогнозирует наступление момента  $T$  и предполагает, что после наступления момента времени  $T$  дивиденды будут расти с постоянным темпом  $q$ .

Формула вычисления согласно этой модели будет иметь вид:

$$V = V_{T-} + V_{T+} = \sum_{i=1}^T \frac{D_i}{(1+K)^i} + \frac{D_{T+1}}{(K-q)(1+K)^T}, \quad (8.11)$$

где  $V(T-)$  – приведенная стоимость дивидендов, выплачиваемых  $k$  периода  $T$  включительно;  $V(T+)$  – приведенная стоимость всех дивидендов, выплачиваемых после периода  $T$  в момент времени  $0$ .

При принятии решений об инвестировании в привилегированные акции нужно обратить внимание на: условия соглашения; поведение акций на рынке и соотношение дохода и степени риска.

Для определения инвестиционной стоимости привилегированных акций используются такие переменные:

- 1) фиксированная норма дивидендов, которую собственник надеется получить в конце каждого периода (например, квартала или года);
- 2) принятая ставка дисконта или минимальная норма прибыли, приземляемая для инвестора.

Математическая формула для определения инвестиционной стоимости акции такая:

$$VP_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_p}{(1+r)^i}, \quad (8.12)$$



где  $VP_0$  – приблизительно вычислена инвестиционная стоимость привилегированной акции;

$D_p$  – ожидаемые ежегодные выплаты дивидендов;

$r$  – ожидаемая минимальная ставка дисконта.

Для привилегированных акций нет даты погашения, но по ним выплачивается фиксированная сумма дивидендов в течение неопределенного периода времени ( $D$ ).

Если ожидаемая минимальная ставка дисконта является постоянной величиной, уравнение для определения действительной стоимости акции можно упростить:

$$VP_0 = \frac{D}{r} \quad (8.13)$$

Например, инвестиционная цена привилегированной акции, на которую компания платит 10 долл. дивидендов и обеспечивает 12-процентный доход, будет равняться 83,33 долл.

$$VP_0 = \frac{10}{12} \times 100 = 83,33.$$

Ожидаемый доход является важной характеристикой, которая используется инвесторами для определения дохода по привилегированным акциям.

Он определяется по формуле:

$$i = \frac{D_p}{P_0}, \quad (8.14)$$

где  $i$  – ожидаемый доход по привилегированной акции;

$D_p$  – ежегодная выплата дивиденду;

$P_0$  – существующая рыночная цена привилегированной акции.

Привилегированные акции могут быть выкуплены по номиналу. Если допустить, что акция будет выкуплена за 5 лет, дивиденды будут выплачиваться ежегодно и цена выкупа будет 110 долл., существующая цена за акцию – 85 долл., тогда приблизительно доход на дату выкупа вычисляется так:

$$I_c = \frac{D_p + [(P_c - P_0) / Y_c]}{(P_c - P_0) / 2}, \quad (8.15)$$

где  $I_c$  – доход к дате выкупа;

$D_p$  – ежегодная норма дивиденда;

$P_c$  – рыночная цена на момент выкупа;

$P_0$  – существующая рыночная цена привилегированной акции;

$Y_c$  – количество лет к дате выкупа.

Используя вышеприведенные данные, приблизительный доход к дате выкупа равняется 15,38%

$$I_c = \frac{10 + [(110 - 85) / 5]}{(110 - 85) / 2} = 15,38\%.$$

Реализованная прибыль как средняя ежегодная норма прибыли по привилегированной акции между датой приобретения и датой продажи вычисляется так:

$$I_r = \frac{D_p + [(P_t - P_0) / Y_{np}]}{(P_t + P_0) / 2}, \quad (8.16)$$

где  $I_r$  – реализованная прибыль по привилегированной акции;

$P_t$  – выручка от реализации;

$Y_{np}$  – количество лет владения акцией;

$D_p$  – ежегодная норма дивидендов;

$P_0$  – существующая рыночная цена привилегированной акции.

Если акция была приобретена за 95 долл., продана за 99 долл., дивиденд по акциям 10 долл., срок владения – 4 года, то

$$I_r = \frac{10 + [(99 - 95) / 4]}{(99 - 95) / 2} = 11,34$$

### Оценка стоимости облигаций

Цены облигаций определяются пятью основными моментами:

- уровнем ссудного процента;
- кредитным рейтингом эмитента;
- сроком до погашения;
- наличием обложенного или выкупного фонда;
- условиями первоочередного и следующего выпуска облигаций.

Облигации первого выпуска имеют более высокую оценку, чем последующие.

Инвестор при сделках на фондовом рынке пытается обнаружить случаи неверной оценки облигаций рынком. Экономическим методом выявления неверной оценки облигаций является метод оценки путем капитализации дохода.

Этот метод предполагает, что внутренняя стоимость любого актива основана на дисконтированной величине платежей, которые инвестор ожидает получить в будущем за счет владения этим активом. Применение этого метода к оценке облигаций состоит в сравнении значения доходности ( $Y$ ) к погашению облигации со значением “правильной” ( $Y_n$ ), по мнению инвестора, доходности к погашению.

Доходность к погашению облигации (или обещанная доходность к погашению) определяется по следующей формуле:

$$P = \frac{C_1}{(1+Y)^1} + \frac{C_2}{(1+Y)^2} + \frac{C_3}{(1+Y)^3} + \dots + \frac{C_n}{(1+Y)^n}, \text{ или}$$

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+Y)^t}, \quad (8.17)$$

где  $P$  – текущий рыночный курс облигации с остаточным сроком погашения “ $n$ ” лет;

$C_1, C_2 \dots, C_t, C_n$  – предполагаемые денежные выплаты инвестору в первый год, во второй и т. д.;

$Y$  – обещанная доходность к погашению.

Например, облигация номинальной стоимостью в 1000 долл. и текущей стоимостью в 900 долл. имеет остаточный срок обращения – 3 года. Купонные ежегодные выплаты к погашению составляют 60 долл.

Доходность облигаций к погашению составляет:

$$900 = \frac{60}{(1+Y)^1} + \frac{60}{(1+Y)^2} + \frac{1060(1000+60)}{(1+Y)^3} = 10,02\%$$

$$Y = 10,02\%.$$

Если последующий анализ указывает, что процентная ставка должна равняться 9%, то эта облигация недооценена, поскольку  $Y > Y_n$ . Если доходность к погашению выше, чем “правильная”, то облигация недооценена, и тогда она – кандидат на покупку. Если же доходность к погашению ниже “правильной”, то облигация “переоценена”, и тогда она — кандидат на продажу. Таким образом, если текущий рыночный курс ниже, чем истинная стоимость облигации, то это недооцененная облигация, а если выше, то переоцененная.

Внутренняя стоимость облигации ( $Y$ ) может быть вычислена и по такой формуле:

$$V = \frac{C_1}{(1+Y_n)^1} + \frac{C_2}{(1+Y_n)^2} + \frac{C_3}{(1+Y_n)^3} + \dots + \frac{C_n}{(1+Y_n)^n} \quad \text{или}$$

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+Y_n)^t} \quad (8.18)$$

Поскольку цена покупки облигации – это ее рыночный курс ( $P$ ), то для инвестора чистая приведенная стоимость (net present value NPV) равняется разнице между стоимостью облигации и ценой покупки:

$$NPV = V - P = \left[ \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+Y_n)^t} \right] - P \quad (8.19)$$

Для нашего примера

$$NPV = \left[ \frac{60}{(1+0,09)^1} + \frac{60}{(1+0,09)^2} + \frac{1060}{(1+0,09)^3} \right] - 900 = 24,06 \text{ долл.}$$

Если облигация имеет положительную NPV, она является недооцененной.

Если бы инвестор определил, что  $Y_n$  равняется 11%, то NPV облигации составляла бы: – 22,19 долл., то есть облигация переоценена.

Если бы инвестор определил величину  $Y_n$  как примерно равную  $Y$ , то облигация рассматривалась бы как точно оцененная.

Основной составляющей анализа облигации является определение нормального для инвестора значения  $Y_n$ , поскольку вычислить его непросто из-за того, что оно зависит от субъективной оценки инвестором как некоторых характеристик облигации, так и текущих условий на рынке.

# **РАЗДЕЛ IV.**

## **НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ В СИСТЕМЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ**

### **ГЛАВА 9.**

#### **ОСОБЕННОСТИ МЕЖДУНАРОДНОГО НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ**

##### **9.1. Общие черты и специфика международного налогообложения**

Глобализация мирохозяйственных связей объективно порождает необходимость гармонизации национальных налоговых систем, которая допускает:

- координацию налоговой политики отдельных государств;
- сближение уровней налогообложения;
- унификацию методов определения налоговой базы;
- приведение в соответствие критериев предоставления налоговых льгот.

Мировое сообщество находится пока что в самом начале формирования единого мирохозяйственного пространства. Оно до сих пор градуированное по многочисленным степеням единства. Глобальная гармонизация налоговой системы только начинает осмысливаться. В этом важном деле интересной является концепция беспристрастного налогообложения, предложенная американским экономистом Р. Л. Дернбергом.

Концепция беспристрастного международного налогообложения Р. Л. Дернберга допускает установление системы таких беспристрастных норм налогообложения, которые не смогли бы действовать ни против, ни в пользу какого-нибудь вида деятельности. Налоговая система, по мнению Р. Л. Дернберга, должна оставаться на заднем плане, а решение о хозяйственной деятельности и инвестировании должны приниматься по принципам, не связанными с налогообложением.

Концепция Р. Л. Дернберга про беспристрастное международное налогообложение содержит три основных правила [7, с. 22-24].

Первое правило – беспристрастность в отношении к экспорту капитала. Налоговая система отвечает этому правилу, если на выбор налогоплательщика между инвестированием у себя или в стране за рубежом не влияет вопрос о налогообложении. В этом случае корпорация будет принимать решение об инвестировании на основании деловых, а не налоговых факторов. При идеальной конкуренции беспристрастность в отношении к экспорту капитала приведет к эффективному распределению и использованию капитала.

Второе правило – беспристрастность в отношении к импорту капитала. Такое правило считается выполненным, если все действующие на рынке фирмы облагаются налогом по одной ставке.

Третье правило – национальная беспристрастность. Соответственно этому правилу общая прибыль с капитала, который распределяется между налогоплательщиком и бюджетом, должна быть одинаковой, независимо от того, где инвестирован капитал – в своей стране или за границей.

Современный уровень развития мирового хозяйства требует такое состояние в международном налогообложении, когда каждая страна проводит налоговую политику с учетом своих национальных интересов. Рассматривая специфику налогообложения в разных странах мира, мы остановимся на его особенностях в промышленно развитых странах и в транзитивных экономических системах.

### **Налогообложение в промышленно развитых странах**

Общую тенденцию в формировании системы налогообложения в промышленно развитых странах можно выразить приблизительно так: рациональному налогообложению нужно избегать методов и форм, которые мешают накоплению богатства всеми участниками воспроизведенного процесса. Разумеется, в каждой отдельной стране эта система формируется под влиянием специфических, конкретно-исторических условий (экономико-географических, политических, религиозных), которые определяют ее долгосрочное развитие. Поэтому налоговые системы разных стран, даже в рамках западно-европейского региона, различаются между собою, хотя ускоренное развитие интеграционных процессов оказывало содействие некоторому сближению налогового законодательства в странах Европейского Сообщества. В этих странах сложилась многоуровневая система взыскания налогов. В странах с федеративным устройством она трехуровневая, а в государствах с унитарным устройством – двухуровневая. Налоги здесь делятся на общегосударственные и местные. В федеративных государствах к ним прибавляются региональные налоги отдельных земель, областей, автономных образований.

Одна из наиболее стабильных налоговых систем, которые сложились и функционируют без значительных перемен с XIX в., действует в *Великобритании*. Здесь она двухступенчатая и состоит из общегосударственных и местных налогов. Важное место в общегосударственном налогообложении занимает подоходный налог с населения, которое приносит в бюджет две трети всех налоговых поступлений. Этот налог платят только физические лица, тогда как юридические лица, например корпорации, платят налог на прибыль. Подоходный налог очень дифференцирован в зависимости от величины дохода граждан. При его установлении учитывают семейное, материальное положение (например, состояние здоровья) налогоплательщика и с учетом всех обстоятельств применяются льготы и скидки. При уплате этого налога действуют три основных ставки: 20%, 25% и для самых богатых 40% дохода.

Прибыль предприятий облагается налогом в 33%, причем в последнее время он значительно снижен (10 лет тому его ставка была 52%).

Еще одним источником пополнения казны является налог на наследство. Небольшое имущество (до 150 тысяч фунтов стерлингов) не облагается совсем, а с большего наследства взимается налог по ставке 40%. В отдельную статью выделены взносы на потребности социального страхования. Они дифференцированы в зависимости от величины заработка или дохода и колеблются от 2% до 9%.

Среди косвенных налогов Великобритании основным является налог на добавленную стоимость. По сумме поступлений в бюджет (17% от всех налоговых сборов) он занимает второе место после подоходного налога. Базой налогообложения выступает стоимость, добавленная в процессе производства и следующей продаже к стоимости закупленного сырья и материалов. Она составляет по величине разность между выручкой за реализованные товары и стоимостью закупок у поставщиков. Ставка налога – 17,5%. К другим важным косвенным налогам относится акциз. Акцизами облагаются спиртные и табачные изделия, горючее, автомобили. Ставка акцизного сбора колеблется в пределах 10-30% от цены товара.

Местными налогами в Англии облагается недвижимое имущество, включая землю. Эти налоги устанавливаются властью, они значительно отличаются по величине в разных регионах страны.

*Современная налоговая система Франции* по общей своей направленности аналогична английской. В ней также основное налоговое бремя ложится на потребление, а не на производство. Главным источником бюджетных поступлений является косвенный налог – налог на добавленную стоимость. Франция стала первой страной, которая ввела этот налог еще в 1954 г. Он дает бюджету 41,4% от всех налоговых поступлений. Ставки НДС в этой стране дифференцированы по товарным группам: при основной ставке 18,6% на товары и услуги первой необходимости она не превышает 5,5%. Наивысшая ставка – 22%, она применяется к автомобилям, парфюмерии, предметам роскоши. Сниженной ставкой (7%) облагаются товары культурного быта. От НДС избавлена медицина и образование, а также частная преподавательская деятельность, лечебная практика и духовное творчество (литература, искусство). НДС во Франции дополнен акцизами на алкогольные напитки и табачные изделия, некоторые виды автомобилей и летательные аппараты.

Важнейшим из прямых налогов во Франции выступает подоходный налог с физических лиц. Его удельный вес в бюджете страны – свыше 18%. Подоходным налогом облагаются и юридические лица – предприятия, корпорации, объектом обложения здесь выступает чистая прибыль. Общая ставка налога – 34%, а на прибыль от земледелия и от доходов на ценные бумаги налоговая ставка колеблется от 10% до 24%. Следует обратить внимание, что удельный вес налогов на прибыль в общей сумме налоговых поступлений в бюджет не превышает 10%. Это – убедительное свидетельство

ство того, как активно французская власть защищает отечественного производителя. Аналогичным стремлением пронизано действие закона, освободившего от НДС все товары, производимые французскими предприятиями на экспорт. Очень низкие налоговые ставки действуют и на продукцию сельского хозяйства.

*Налоговая система Германии* ориентированная на те же основные принципы, что и налоговые системы упомянутых европейских стран: рациональное распределение налогового бремени между производством и потреблением, социальная справедливость, защита отечественного предпринимателя. Федеративное устройство страны вменяет в обязанность правительству распределять основные налоговые поступления в бюджет на паритетных началах: приблизительно половина полученных средств от подоходного налога, от налога на прибыль направляется в федеральный бюджет, другая половина – в бюджет той земли, где собраны эти налоги. Поскольку промышленный потенциал разных земель по своей величине значительно дифференцирован, то и величина бюджета «богатых» земель намного превосходит размеры бюджета «бедных» земель. Через механизм федерального бюджета производится так называемое горизонтальное выравнивание доходов: индустриально развитые земли (например, Бавария, Баден-Вюртембер, Северный Рейн-Вестфалия) дотируют финансовыми ресурсами самые бедные земли (Саксонию, Шлезвиг-Гольштейн). После воссоединения Германии, с 1990 г., на восстановление народного хозяйства бывшей НДР из федерального бюджета израсходовано свыше 500 миллиардов марок.

Германия – типичная страна с трехуровневой системой налогообложения. Налоговые поступления распределяются между тремя субъектами: федеральной властью, правительствами земель и местной властью (общинами). Наибольшим источником пополнения казны является подоходный налог с физических лиц. Его ставка колеблется от 19% до 53%, взимание дифференцировано. При определении налога на заработную плату существует 6 налоговых классов, которые учитывают разнообразные жизненные и имущественные обстоятельства человека. Социальные отчисления из фонда заработной платы составляют 6,8%, их сумма равномерно распределяется между предпринимателем и работником. Вторым по значимости прямым налогом выступает корпорационный налог на прибыль. Он взимается по двум ставкам: на распределяемую прибыль – 50%, на прибыль, распределяемую в виде дивидендов – 36%. Большие налоговые льготы предоставляются при ускоренной амортизации. В сельском хозяйстве закон разрешает в первый же год списать в фонд амортизации до 50% оборудования, а в первые три года – 80%. Так государство содействует техническому переоснащению производства.

Налог на прибыль, однако, по величине поступлений в бюджет уступает основному косвенному налогу – налогу на добавленную стоимость. НДС в Германии приносит казне 28% налоговых поступлений. Общая



ставка налога -15%. Основные продовольственные товары и продукция культурно-образовательного назначения, как и во Франции, облагаются по уменьшенной ставке.

Косвенные налоги дополняются акцизами. Ими облагаются те же товары, что и в Англии и Франции. Поступления от акцизов (кроме акциза на пиво) направляются в федеральный бюджет.

Местные бюджеты подкармливаются промышленным налогом (им облагаются предприятия и физические лица, которые занимаются промышленной и торговой деятельностью), земельным налогом и налогом на собственность. В целом эволюция налогообложения в Германии происходит в русле тех тенденций, которые наблюдаются в Западной Европе: уменьшение налогового давления на прибыль, расширение спектра налоговых льгот, направленных на поощрение технологического прогресса, на развитие предпринимательства вообще и мелкого предпринимательства в особенности. Как и в соседних странах (Франции и Англии), здесь в начале 90-х годов были проведены налоговые реформы, которые внесли важные изменения в практику прямого налогообложения, значительно облегчили положение отечественного производителя.

К развитым налоговым системам, которые успешно выполняют фискальную и регулирующую функцию, принадлежит *налоговая система США*. Она формировалась на протяжении двух столетий и выступает сегодня как эффективный инструмент регулирования экономики. В США также действует трехступенчатая налоговая система, при этом 70% поступлений приходится на федеральный бюджет. Вместе с тем абсолютная величина и удельный вес местных налогов, а также налогов отдельных штатов остаются высокими. За их счет (от 70% до 90%) финансируется содержание здравоохранения, образования, социального обеспечения, местной полиции.

Как и в Германии, в США наибольшие доходы казне приносит подоходный налог с населения. Налог этот носит прогрессивный характер: его ставки возрастают в зависимости от величины дохода. До 1986 г. ставки подоходного налога были дифференцированы, они были разбиты на 14 нормативов от 11% до 50%. С 1988 г. этот налог взимается по 5 ставкам – 11,15, 28, 35 и 38,5%. Увеличены максимальные размеры не подлежащего налогообложению дохода и сокращены максимальные ставки налогообложения. Упрощена система налогов в целом и уменьшено количество налоговых льгот.

Вторыми по значению для федерального бюджета выступают отчисления в фонды социального страхования. Взносы также носят обязательный характер и делятся поровну между работником и работодателем, причем размер этих взносов имеет тенденцию к возрастанию. Так, в 1980 г. он составлял 12,3% от фонда заработной платы (то есть по 6,15% от любой из сторон), в 1988 г. – 15,02%, в 90-х годах – 15,3%.

Третьим по величине поступлений в бюджет выступает налог на прибыль корпораций. Здесь также наблюдается тенденция к снижению

налоговых ставок. До 1986 г. ее общий размер был 46%, в 1987 г. – 40%, в 2002 г. – 33%, а теперь – 30,6%. Ставки корпоративного налога американских ТНК продолжают снижаться, несмотря на рост их прибылей. Это связано: с расширением деятельности ТНК на зарубежных рынках, что дает возможность платить меньший процент из своих доходов в США и других странах, где они действуют; с перемещением производства в страны с менее жесткими системами налогообложения; с ростом производства на международных рынках. Снижение ставки налога на прибыль позволило 68 американским ТНК сэкономить 8 млрд долл. Действующая система налогообложения предусматривает, что за первые 50 тысяч долларов прибыли следует платить 15%, за следующие 250 тысяч – 25%, и только за более высокие суммы прибыли налог достигает максимального уровня ставки налога. Такая дифференциация серьезно благоприятствует развитию малого бизнеса и расширяет налоговую базу страны. Как и в ряде других стран, в США широко применяются ускоренные нормы амортизации, благодаря которым через механизм налоговых льгот стимулируется рост научно-технического прогресса.

В отличие от других государств, федеральные акцизные сборы не занимают значительного места в бюджете США, так как основную часть этого налога взимает местная власть штатов.

Важное значение в доходах федерального бюджета имеет налог на наследство. Его ставка колеблется от 18% до 50%. Необлагаемый налогом минимум составляет 10 тысяч долларов.

Широкими полномочиями в области налогообложения обладают местная власть и власть штатов. Подоходный налог с населения (кроме федерального) введен властью 44 штатов. К бюджетам штатов, кроме подоходного, взимаются свои собственные налоги на прибыль с корпораций, с продаж и налог на деловую активность. Значительным источником пополнения местных (муниципальных) бюджетов выступает налог на имущество. В Нью-Йорке, например, он обеспечивает 40% доходной части бюджета.

Вместе с тем, несмотря на значительные поступления от разных налогов – прямых и косвенных, – местные бюджеты, в особенности больших городов, не обходятся без субсидий, субвенций и дотаций из федерального бюджета. В целом же исторически сформированная в США трехступенчатая налоговая система влияет благотворно на рациональное размещение в стране промышленных объектов, на повышение деловой активности в менее развитых регионах. Налоговая политика, проводимая с середины 80-х годов, по мнению ряда специалистов, положительно повлияла на хозяйственное развитие страны, в особенности в сфере малого бизнеса, и способствовала уменьшению безработицы и возрастанию благосостояния населения.

Следует отметить, что даже после снижения налоговых ставок в ходе налоговых реформ, проведенных в США, Германии, Франции, Великобри-

тании, доля налогов в составе ВВП продолжала увеличиваться, однако темпы этого роста замедлились. Продолжала возрастать и доля подоходного налога в общей сумме налоговых поступлений за последние 30 лет, но на протяжении минувшего двадцатилетия она сменилась некоторым падением во Франции (-0,2 пункта) и Великобритании (-2,2 пункта). За оба периода в сумме налоговых поступлений сократился удельный вес акцизов. Зато увеличилась за указанные периоды доля налогов на социальное страхование, хотя темпы ее роста на протяжении 20 лет замедлились.

Важной чертой последних десятилетий в налоговой политике промышленно развитых стран следует считать значительное снижение налогов на прибыль корпораций. Так, в Испании, Дании, Швеции, Австрии и Ирландии они сократились на одну треть. Заметное уменьшение налогов на прибыль наблюдалось в США, Японии, Канаде и ряде других стран. Однако такое снижение не отразилось на общей сумме налоговых поступлений в бюджет указанных стран. Наоборот, их удельный вес в ВВП даже возрос. Это произошло потому, что снижение налоговых ставок на прибыль привело к расширению налоговой базы.

Об уровне налогообложения в промышленно развитых странах свидетельствует табл. 9.1.

Таблица 9.1

**Ставки основных налогов в отдельных странах**

Страны	Основная ставка НДС	Индивидуальный подоходный налог	Налог на прибыль предприятий	Отчисления на социальное страхование
Европейские страны				
Австрия	20	10-50	34	41,8
Бельгия	21	25-57	34	47,3
Великобритания	18	20-40	30	15,6
Германия	16	25,9-53	40	38,2
Ирландия	20	27-48	12,5	22,2
Испания	16	30-56	35	38,7
Италия	20	10-51	36	57,9
Нидерланды	19	6,35-60	35	54,7
Норвегия	23	37,5-23,5	21	24,5
Франция	19,6	12-54	33	56,3
Швейцария	6,5	11,5	24,1	22,8
Швеция	25	30-50	28	32,3
В среднем	18,7	20,4-46,2	33,7	37,7
Украина	20	10-40	30	39,55
Страны других континентов				

Австралия	32	20-47	36	0
Канада	7	17,31	29	14,8
Новая Зеландия	13	24-33	33	2,7
США	-	15-39,6	30,6	21,5
Япония	3	10,50	38	31,5

Источник: [35, с.174].

Налогообложение в промышленно развитых странах служит своеобразным ориентиром при анализе процесса становления налоговых систем в рыночных экономиках, которые формируются. Мировая практика показала, что налоги органически присущи рыночной экономике и составляют ее неотъемлемый элемент. С их помощью можно стимулировать эффективную деятельность субъектов, которые ведут хозяйство, формировать современную структуру экономики как в рамках обособленных стран, регионов, так и в глобальном масштабе. Но та же мировая практика свидетельствует, что отход от рыночных форм хозяйствования и соответствующих им принципов налогообложения выталкивает ту или другую страну на обочину исторического прогресса. В тоталитарных странах налоговая система эволюционировала, как правило, в направлении, противоположном процессу общемирового развития. От налогов они временно переходили к административным методам изъятия прибыли предприятий и перераспределения финансовых средств через бюджет. Полная централизация средств и отсутствие какой-нибудь самостоятельности предприятий в решении финансовых вопросов лишали хозяйственных руководителей всяческой инициативы и постепенно подводили эти страны к краху.

### **Налоги в транзитивных экономических системах**

Реформирование экономики постсоциалистических стран, которое началось в 1990-х годах, с самого начала было ориентировано на переход к либеральной модели рынка. В отличие от социально ориентированной модели, которая предполагает высокую степень государственного патернализма и соответствующий высокий уровень налогообложения, либеральная модель основана на незначительном вмешательстве государства в хозяйственную жизнь и на относительно низком уровне налогообложения. Для реформирования экономики в соответствии с либеральной моделью в этих странах надо было восстановить следующие правовые принципы системы налогообложения, прошедшие испытание временем в ряде индустриально развитых стран:

1. Юридическое равенство перед законом всех субъектов хозяйствования. Создание и суровое соблюдение налогового нейтралитета.
2. Гарантия стабильности налоговой политики, обусловленной законодательной властью страны.

3. Налоговые льготы (преференции), предоставляемые разным категориям налогоплательщиков, должны устанавливаться только законом.

4. Запрет обратной силы налогового закона.

5. Функционирование института налоговой ответственности, основанное на презумпции виновности налогоплательщика в соединении с гибким влиянием на тех, кто уклоняется от налогов.

6. Простота и прозрачность налоговой системы.

7. Прекращение своеволия налоговых администраций.

8. Соразмерность налоговых поступлений в бюджет с величиной затрат в строгом соответствии с Законом о бюджете на очередной финансовый год.

Соблюдение перечисленных принципов является жизненно необходимой предпосылкой функционирования любой рыночной экономики, но в еще большей мере это относится к рыночному хозяйству либерального типа в период становления. От создания эффективной и надежной налоговой системы зависел (и зависит теперь!) успех проведения рыночных реформ. Быстрое продвижение путем рыночных преобразований стран так называемой Вышеградской тройки (Польша, Чехия и Венгрия), а также Словения было обусловлено (среди других важных причин) тем, что эти государства уже в самом начале 1990-х годов без промедления реформировали налоговое законодательство, обеспечили его стабильность и надежность, максимально (насколько это разрешали объективные обстоятельства) приблизили его к европейским образцам. В Польше, Чехии и Словении в этом законодательстве предусмотрены эффективные меры по развитию и защите отечественного производства.

В этих странах еще в 1990-х годах была проведенная большая и плодотворная работа по формированию налогового законодательства. С началом рыночных реформ его стали энергично претворять в жизнь. Были проведены трудоемкие работы по разъяснению среди общественности принципов, содержания и направленности налоговой политики. При этом не делалось попыток затушевать или сгладить непопулярный, а временами и болезненный характер ее отдельных мер. Поэтому, несмотря на довольно частое изменение правительств в этих странах, принятие налогового законодательства в органах высшей представительной власти прошло без особых задержек. После 1992 г. серьезных непредвиденных изменений в налоговом законодательстве этих стран не наблюдалось.

На более продолжительный период процесс законодательного оформления налоговой системы растянулся в силу политических и социально-экономических причин в Болгарии, Румынии и республиках бывшей Югославии.

Очень сложно, непоследовательно и противоречиво проходит процесс формирования налогового законодательства в процессе реформирования экономики стран постсоветского пространства. В основе этих противоречий лежат сложности объективного характера. Несбалансированность

экономики, гипертрофированный удельный вес в ней военно-промышленного комплекса и недоразвитость областей, которые производят потребительские товары, гигантски усилились с распадом СССР. Збота о покрытии текущих затрат на социальную сферу, на содержание армии и органов управления тяжелым бременем легла на плечи молодых независимых государств. Налоговую систему, способную обеспечить наполняемость бюджета в этих странах (в отличие от их соседей – стран Центральной и Юго-Восточной Европы), пришлось создавать заново. При этом прохождение упомянутых выше правовых принципов в процессе создания новой налоговой системы в странах постсоветского пространства оказалось очень затруднительным. Поскольку большинство государственных предприятий прошлого или были убыточными, или изготовляли продукцию, не предназначенную для продажи на рынке (области военно-промышленного комплекса и сопредельные с ними), то всю тяжесть налогового бремени пришлось переложить на рентабельные предприятия, работающих на рынок. Принцип юридического равенства хозяйствующих субъектов перед законом был явным образом погран, следствием чего стали отрицательные экономические и социальные последствия. В силу политических обстоятельств налоговое законодательство поддавалось неоднократным изменениям, ведущих к дезорганизации хозяйственной жизни. Был грубо и многократно нарушен принцип предоставления налоговых льгот. Это произошло (и, к сожалению, происходит еще и сейчас) по политическим причинам, узкокорыстных мотивов, а также через глубокое непонимание со стороны не только правительственных структур, но и ряда экономистов, ошибочности самой идеи применения щедрого льготного налогообложения.

Результатом такой налоговой политики уже в первые годы проведения экономических реформ стало явное несоответствие хозяйственной системы, которая складывалась в постсоветских странах (кроме стран Балтии), продекларированной либеральной модели рынка<sup>1</sup>. Главным атрибутом либерально-рыночной модели хозяйствования являются низкие налоги, стабильность, надежность и простота системы налогообложения. Вместо этого в большинстве государств – республик бывшего СССР была создана громоздкая, сложная, запутанная налоговая система, которая стала тяжелым бременем для товаропроизводителя, и к тому же находилась в постоянных изменениях.

Процесс становления налоговой системы в постсоциалистических странах проходит тяжело. Не стала исключением в преодолении этих трудностей и Украина.

Нашему государству пришлось в 1992 г. фактически заново создавать налоговую систему. Это требовало немедленных поисков источников налоговых поступлений. Украинские законодатели обратились к введению

---

<sup>1</sup> Она еще более далека и от модели социально-ориентированного рыночного хозяйства.

косвенных налогов, удельный вес которых в налоговых поступлениях бюджета остается стабильно высоким.

Процесс создания в Украине налоговой системы протекал методом проб и ошибок, что объяснялось большими трудностями как объективного характера, так и субъективного – неопытностью самих законодателей и их стремлением решить прежде всего первоочередные проблемы, покончить с экономическими и социальными трудностями простым и, как им казалось, наиболее доступным путем.

В обычной практике индустриальных государств со стабильной рыночной экономикой не затраты государства ложатся в основу при вычислении величины налоговых доходов, а наоборот, размер доходной части бюджета целиком определяет его расходную часть. А величина доходов, размер налоговых поступлений зависят от величины валового национального продукта. И только в критических ситуациях (войны, землетрясения, стихийные бедствия) обращаются к неординарной практике – сначала формируют чрезвычайно увеличенную расходную часть бюджета, а потом пополняют ее повышенными и новыми налогами, а также внутренними и внешними займами.

В Украине с первых же дней независимости доходную часть бюджета определить было очень тяжело. В то же время, кроме удержания армии, милиции, системы образования, здравоохранения, пенсионного обеспечения, на бюджете лежало трудное бремя планово-убыточных государственных предприятий. Такого феномена не знала ни одна рыночная система в мире. Закрыть эти предприятия было нельзя: у страны была потребность в их продукции, да и оставить без работы и средств к существованию сотни тысяч людей было просто невыносимо.

Поэтому в первые же годы независимости законодательная и исполнительная власть при создании налоговой системы в Украине были лишены возможности перераспределять с помощью налогов то, что реально уже сделано, или то, что реально может в будущем году быть сделано. Величину налоговых сборов, а также уровень налоговых ставок стали вычислять, исходя не из уровня реального ВВП, а из величины ожидаемых в будущем году затрат. Налоговые поступления должны были покрыть эти затраты независимо от того, возрастет объем производства в стране или снизится. Увеличенное налоговое бремя «подавило» в первую очередь успешно работающие предприятия и перевело многих из них в разряд убыточных. Ожидаемых налоговых поступлений собирать не удавалось.

Не смогла исполнительная власть в полной мере соблюсти и равенства в налогообложении всех форм собственности и всех хозяйственных субъектов. Ясно, что если государство содержит на свои средства убыточные государственные предприятия, то налогов с них она не берет. Более того, чтобы удерживать эти госпредприятия, ей приходилось усиливать налоговый гнет на все другие рентабельные частные и государственные предприятия. В результате непомерное налоговое давление как на прибыль

предприятий, так и на заработную плату не дало возможности установить оптимальные пропорции между ними.

В ходе создания налоговой системы в Украине делались и делаются попытки к устранению этих недостатков. В первую очередь, были сделаны первые шаги к разработке более реального бюджета, сокращены или прекращены все дотации убыточным предприятиям. Началась реструктуризация всего народного хозяйства, до сокращения энергоемких и материалоемких убыточных отраслей. В результате затраты бюджета на сохранение убыточного производства заметно сократились. Однако его расходная часть все еще продолжала оставаться непомерно большой, непропорциональной с возможностями экономического потенциала Украины.

Преследуя фискальные цели – наполнение бюджета, законодатели при создании налоговой системы старались не потерять и регулирующую функцию налогов. Вообще, регулирующую функцию может выполнять сразу только ряд налогов, сведенных в систему, когда один налог дополняет другой.

В Украине за последние 10 лет была сформирована налоговая система, которая по составу и структуре в целом приближается к существующей в европейских странах. Но она еще далека от совершенства. Налоговое бремя на предпринимателя все еще велико, а распределение подоходного и непрямых налогов среди разных слоев населения еще не полностью отвечает идеалам социальной справедливости.

Налоговая система – это живой организм, который находится в состоянии непрерывного роста, развития и обновления. Следующим важным шагом на пути создания налоговой системы стало принятие Налогового кодекса Украины в 2010 г.

Налоговая система охватывает как юридических, так и физических лиц. В рамках этой системы сформирована структура налоговых поступлений в консолидированный бюджет Украины, согласно которой устанавливаются общегосударственные и местные налоги и сборы. К *общегосударственным* относятся следующие налоги и сборы: налог на прибыль предприятий; налог на доходы физических лиц; налог на добавочную стоимость; акцизный налог; сбор за первую регистрацию транспортного средства; экологический налог; рентная плата за транспортировку нефти и нефтепродуктов магистральными нефтепроводами и нефтепродуктопроводами, транзитная транспортировка трубопроводами природного газа и аммиака территорией Украины; рентная плата за нефть, природный газ и газовый конденсат, которые добываются в Украине; плата за пользование недрами; плата за землю; сбор за пользование радиочастотным ресурсом Украины; сбор за специальное использование воды; сбор за специальное использование лесных ресурсов; фиксированный сельскохозяйственный налог; сбор на развитие виноградарства, садоводства, хмелеводства (применяется до 31 декабря 2014 г.); пошлина; сбор в виде целевой надбавки к действующему тарифу за электрическую и тепловую энергию,



кроме электроэнергии, изготовленной квалифицированными когенерационными установками; сбор в виде целевой надбавки к действующему тарифу на природный газ для потребителей всех форм собственности.

К *местным налогам* относятся: налог на недвижимое имущество, отличное от земельного участка; единый налог.

К *местным сборам* относятся: сбор за проведение некоторых видов предпринимательской деятельности; сбор за места для парковки транспортных средств; туристический сбор.

В целом развитие налоговой системы будет происходить по следующим основным направлениям: унификация налогов, либерализация (уменьшение ставок), поощрение предпринимательства.

Налоговый кодекс предусматривает уменьшение количества общегосударственных налогов с 27 до 17. Кроме того, отменяются десять местных налогов и сборов, предусматривается поэтапное снижение налога на прибыль предприятий с 25 до 20% в 2011 г. и дальнейшее ежегодное снижение на 1 – 16% в 2014 г. Изменения касаются и НДС. Его ставка должна быть снижена с 20 до 17%. По некоторым операциям ставка налога может устанавливаться в размере 0 процентов. Налог на доходы физических лиц составляет 15%.

Как один из стимулов обновления основных фондов внедряется ускоренная амортизация. С учетом мирового опыта вводится механизм стимулирования инновационно-инвестиционного развития. Новая налоговая реформа принципиально повысит инвестиционный климат в Украине, поднимет государство в рейтинге экономических свобод и привлекательности для ведения бизнеса.

## 9.2. Международное двойное налогообложение

Международное двойное налогообложение возникает в основном вследствие взимания налогов одновременно в данной стране и за границей. Оно наиболее часто связано с подоходными и имущественными налогами, которыми облагаются доходы от трудовой деятельности или от капитала.

Налоговым основанием для двойного обложения выступает движение через национальные границы рабочей силы или капитала. В этом случае налоговые домогательства могут быть предъявлены налоговыми службами стран, которые являются местом жительства физических лиц или местом пребывания юридических лиц, которые получают упомянутые доходы.

При определении сферы своих налоговых домогательств, некоторые государства исходят или из *принципа резидентности*, то есть облагают налогами все доходы резидентов, независимо от того, в какой стране в действительности этот доход получен; или государство придерживается

*принципа территориальности*, то есть облагает налогами любые доходы, полученные на ее территории как резидентами, так и нерезидентами.

Принцип резидентности заложен в основу конструкции так называемой *неограниченной налоговой обязанности*. В отношении физических лиц неограниченная налоговая обязанность, которая состоит в обложении налогами всей суммы доходов, независимо от их места получения, распространяется на всех лиц, имеющих постоянное местожительство в данной стране или на тех, кто временно (более полугода) пребывает в стране.

В отличие от правила неограниченной обязанности, идея *ограниченной налоговой обязанности* основывается на принципе территориальности получения доходов. Физические лица, не имеющие в данной стране постоянного местожительства или чей срок пребывания в ней превышает 6 месяцев, а также те, кто прибыл в страну на временное проживание с целью работы на иностранных предприятиях, на совместных предприятиях с участием иностранного капитала, в отделах и представительствах иностранных предприятий и банков, – все эти лица подпадают под обязанность уплаты налогов только с доходов от работы на территории данной страны, независимо от места выплаты вознаграждения и получения доходов.

В настоящее время из-за существенных различий в системах налогообложения разных стран государства пользуются двумя этими принципами одновременно. Они тем самым широко очерчивают свою налоговую юрисдикцию, которая с неизбежностью вызывает споры с внешнеэкономическими партнерами. Здесь возможные три ситуации:

1) если два государства накладывают неограниченную налоговую обязанность на одного и того же субъекта (например, на лицо, которое имеет местожительство в одной государстве, но проживает в другом государстве дольше полугода в подотчетном году);

2) если данный субъект подлежит в одном государстве неограниченной налоговой обязанности, а в другом государстве он попадает под ограниченную налоговую обязанность;

3) если законы двух государств утверждают, что данный доход получен на их территории, и накладывают на субъекта, получившего этот доход, ограниченную налоговую обязанность.

В результате резиденты уплачивают налоги со всех доходов вне зависимости от места их получения, нерезиденты уплачивают налоги от деятельности, осуществляемой на территории страны. Так формируется проблема международного двойного налогообложения на доход, получаемый нерезидентом.

Международное двойное налогообложение повсеместно признано явлением отрицательным и не только со стороны налогоплательщиков, но также со стороны налоговых служб ряда государств. Оно приводит к чрезмерному фискальному отягощению хозяйственной деятельности, а это создает серьезные препятствия для развития международного экономического сотрудничества и особенно в привлечении иностранных инвестиций.

## **Договоры об избежании двойного налогообложения как инструмент минимизации налогов**

Решение проблемы двойного налогообложения имеет два пути. Первый – предоставление резидентам одностороннего зачета налогов, уплаченных за рубежом. Второй – разделение налогообложения между страной, в которой получается доход, и страной, резидентом которой является получатель. В данном случае заключается соглашение об избежании двойного налогообложения.

Налоговые договоры заключаются, как правило, на двусторонней основе. Но в последнее время заключаются и действуют многосторонние соглашения, например, между странами Бенилюкса, Северной Европы или государствами Британского Содружества Наций.

В международной практике применяют две основных модели налоговых договоров: модель ОЭСР и модель ООН. Они служат образцом и юридической основой для заключения двусторонних и многосторонних договоров.

В основу первой из них положена «Модель договора об избежании двойного налогообложения доходов от трудовой деятельности и капиталов», принятая Финансовым Комитетом ОЭСР в 1977 г. Основная цель Договора о предотвращении двойного налогообложения – содействие беспрепятственному переливанию товаров, услуг, капитала и рабочей силы путем отмены (или элиминирования) двойного налогообложения. В то же время международные договоры не должны быть использованы с целью уклонения от налогообложения. Последнее возможно с помощью искусственного приспособления конкретно существующего положения к ситуации, экономически более выгодной для субъектов, стремящихся уклониться от уплаты налогов.

В основу данной модели заложен принцип резидентности, в соответствии с которым страна происхождения дохода уступает значительную часть налога из этого дохода в пользу страны резидента компании, получающего доход.

Для возвращения (репатриации) прибыли в виде процентов, дивидендов и роялти эта модель предусматривает низкие ставки налога или его полная отмена в стране получения такой прибыли, и доход, в основном, подлежит налогообложению в стране резидентности налогоплательщика.

Однако эта модель оказалась неприемлемой для развивающихся стран, поскольку в случае ее принятия они лишаются значительной части налоговых поступлений. Поэтому, чтобы обеспечить поступление доходов от налогообложения транснациональных корпораций в пользу развивающихся стран, ООН разработала и рекомендовала в 1980 г. другую модель типового налогового соглашения между индустриально развитыми государствами и развивающимися странами. В модели ООН полнее используется принцип территориальности, предусматривающий налогообложение всех доходов, которые образовалось на территории развивающихся стран.

Этот принцип также дает возможность применять более высокие налоговые ставки, чем в модели ОЭСР, на репатриацию прибыли в индустриально развитые страны.

При решении проблемы двойного налогообложения в современной мировой практике выделяют общие и специальные международные соглашения. *Общие договоры* решают проблему избежания двойного налогообложения доходов и капитала во всех областях предпринимательской деятельности, а *специальные соглашения* регулируют налоговые отношения в отдельных сферах, например, в сфере перевозки грузов или коммуникаций.

Налоговые договоры предусматривают решение проблемы двойного налогообложения следующим образом:

1. В текстах договоров дается разграничение налоговой юрисдикции в отношении субъектов внешнеэкономической деятельности, определяется круг юридических и физических лиц, подпадающих под действие данного договора, определяется способ урегулирования двойного налогообложения, гарантирующего снижение налоговых затрат для этих лиц.

2. С целью избежания дискриминации налогоплательщиков уровень внутреннего налогообложения приводится в соответствие с уровнем налогообложения иностранного государства-участника договора.

3. В текст договора вводятся пункты о порядке обмена информацией и о взаимоотношениях между налоговыми ведомствами в процессе борьбы с уклонениями от уплаты налогов.

4. Разработана специальная процедура решения спорных вопросов и конфликтных ситуаций в сфере налогообложения с привлечением при необходимости судебных инстанций.

Международные договоры об избежании двойного налогообложения являются элементами международного права и потому имеют приоритет над национальным законодательством. А это означает, что если в отношении дохода от внешнеэкономической деятельности существуют соответствующие пункты или положение международного налогового договора, в которых предусмотрены более высокие или низкие налоговые ставки, чем принятые в данной стране, то преимущество следует отдавать ставкам международного налогового соглашения.

В этих договорах предусмотрены системы налоговых кредитов и налоговых зачетов. *Система налоговых зачетов* (tax deductions) допускает, что сумма налогов, уплаченная за границей по принципу территориальности образование дохода иностранного физического или юридического лица, вычитается из налоговой базы при подсчете налогооблагаемой прибыли компании в юрисдикции ее резидентности.

*Система налоговых кредитов* (tax credit) разрешает вычитать сумму налогов, уплаченных за границей, из суммы налоговых обязательств физического или юридического лица в юрисдикции его резидентности.

Налоговый кредит приносит плательщику большее освобождение от международного налогообложения, чем система налоговых зачетов. ■ Рас-

смотрим пример. Из иностранного государства А, в котором расположен филиал корпорации К, прибыль поступает в страну Б, которая является юрисдикцией резидентности корпорации. Сумма его составляет 1500 долларов. Налоговая ставка в государстве А – 20%, в государстве Б – 40%.

В случае применения системы налоговых зачетов порядок уплаты налога для корпорации будет следующий.

Налоговые обязательства К в государстве А составят:  $1500 \times 0,2 = 300$  долл.

Налоговые обязательства К в государстве Б рассчитываются следующим образом. Налоговая база К в государстве Б составит: сумма дохода минус налоги, уплаченные за границей, то есть  $1500 - 300 = 1200$ . Поскольку налоговая ставка в государстве 40%, то налоговые обязательства К в государстве Б составят:  $1200 \times 0,4 = 480$  долларов.

Общая сумма уплаченных налогов корпорацией К:  $300 + 480 = 780$  долл.

Чистый доход корпорации равняется  $1500 - 780 = 720$  долларов.

Теперь подсчитаем, какую сумму налогов пришлось бы уплатить корпорации К, если бы в тексте налогового договора вместо пункта о системе налоговых зачетов находился пункт о применении налоговых кредитов.

Тогда в государстве А корпорация К уплатила бы налог, как и в первом случае, в сумме 300 долл. Но в государстве Б, где налоговая ставка равняется 40%, ей пришлось бы уплатить 600 долл. ( $1500 \times 0,4$ ). Однако система налоговых кредитов разрешает из этой суммы (600 долл.) отнять сумму налога, уже уплаченного государству А (300 долл.). Поэтому корпорация заплатит государству Б всего 300 долл. ( $600 - 300$ ). Общая сумма налогов, уплаченная корпорацией К государству А и государству Б составит 600 долл. ( $300 + 300$ ). Чистый доход корпорации составит 900 долл. ( $1500 - 600$ ), то есть на 180 долл. больше, чем в случае применения системы налоговых зачетов.

Таким образом, система налоговых кредитов является более приоритетной для налогоплательщиков. Она имеет, однако, важное ограничение, а именно: налоговый кредит предоставляется только на сумму уплаченных за границей налогов, которые не превышают уровень налогообложения в собственной стране. Если налог в иностранном государстве выше, чем в стране резидентности, то такая переплата налогов в налоговый кредит не включается, и налогоплательщик несет финансовый убыток.

Договоры об избежании двойного налогообложения постоянно совершенствуются и дополняются новыми пунктами и положениями, направленными, с одной стороны, на то, чтобы исключить любую возможность повторного налогообложения налогоплательщика, а с другой – создать препятствия на пути желающих припрятать от налоговых служб свои доходы и уклониться от уплаты налогов. Тем не менее, корпорации прилагают усилия для того, чтобы использовать преимущества налоговых соглашений в своих манипуляциях по уклонению от их уплаты.

**“Шоппинг нало-  
говых договоров”  
(tax treaty  
shopping)**

Содержание термина, указанного в названии, дословно переводится с английского как «получения выгоды от налоговых соглашений». К таким относится, прежде всего, договор об избежании двойного налогообложения, цель которого,

кроме избежания повторного налогообложения одних и тех же субъектов, – прекращение мошеннических махинаций или бегства от налогов в странах, подписавших этот договор.

Налоговое соглашение, заключенная между двумя государствами, приносит выгоду резидентам этих государств. Дополнительная цель договора об избежании двойного налогообложения состоит в том, чтобы лишить резидентов третьих стран возможности получать выгоды, вытекающие из содержания договора. Парадокс, однако, состоит в том, что именно эти договоры разрешают бизнесменам из третьих стран обходить налоговое законодательство, скрывая от налогообложения огромные суммы денег с помощью системы финансовых манипуляций по названию «tax treaty shopping». Суть этой системы состоит в том, что инвесторы из других стран, оставшиеся за рамками заключенного договора, создают в этих странах посреднические компании и с их помощью направляют инвестиции в одно из государств, которое стало участником двустороннего договора об избежании двойного налогообложения. Благодаря умелому использованию преимуществ этого договора бизнесмены получают следующие выгоды:

- 1) снижение налогов в стране, подписавшей договор;
- 2) низкая или нулевая ставка налогообложения в стране получателя прибыли;
- 3) низкая или нулевая ставка налогообложения в стране пребывания лица, которое фактически получает доход.

Первая из перечисленных ситуаций возникает тогда, когда в содержании договора об избежании двойного налогообложения предусмотрены низкие налоги или полное отсутствие налогов с определенного вида доходов (например, дивиденды) в стране их происхождения.

Вторая ситуация возникает в юрисдикции оффшорного центра, где все доходы облагаются низкими налогами, или предлагаются выгодные условия налогообложения отдельных видов деятельности, в частности холдинговых компаний. Наконец, третья связана с тем фактом, что оффшорные центры не взимают налоги с дохода «возле источника» его получения, то есть на месте создания прибыли.

Механизм действия «tax treaty shopping» выглядит так. Страна А подписала налоговые соглашения с оффшорным центром Б. Налогоплательщик из третьей страны – В сможет уменьшить свои налоговые выплаты благодаря «tax treaty shopping», не получая свои доходы непосредственно из страны А, а используя налоговое соглашение между А и Б, а если такое существует, то и соглашение между Б и В (рис. 9.1).

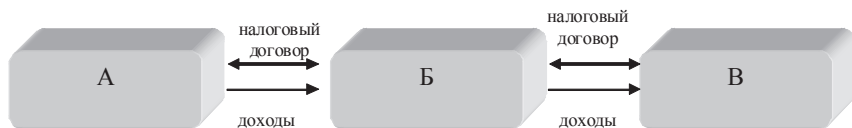


Рис. 9.1. Механизм действия “шоппинга налоговых договоров”

Формула «шоппинг налоговых соглашений» может быть использована также и в случае иностранного займа, если заемщик из страны с высоким уровнем налогообложения и иностранный заимодатель создают компанию в оффшорном центре, в котором ставка налогообложения процентов по займу очень низкая. Приведем следующий пример.

Предположим, что бизнесмен А, который живет на Багамских островах, получает процент с капитала, вложенного в США. Сумма таких процентных отчислений, равняется в нашем примере 1000 долл., по американскому законодательству облагается налогом в 30%, то есть в размере 300 долл. Таким образом, бизнесмен А после уплаты налога должен получить доход в сумме 700 долл. Однако, используя договор об избежании двойного налогообложения между США и Гондурасом, бизнесмен успешно прячется от уплаты налога. Поскольку Гондурас, как и Багамы, – оффшорный центр, то для процедуры «шоппинга налоговых соглашений» в Гондурасе создается посредническая компания (В). На счета этой компании из США переводятся процентные отчисления, которые в соответствии с договором об избежании двойного налогообложения пересчитываются в Гондурас целиком, без налоговых отчислений, то есть в сумме 1000 долл. Компания В переводит ту же сумму 1000 долл., опять-таки без каких-либо отчислений хитроумному бизнесмену, который находится на Багамских островах (рис. 9.2) [32, с. 231].

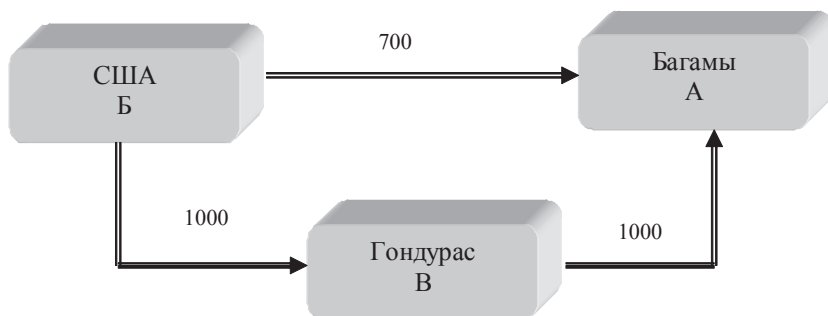


Рис. 9.2. Механизм действия “шоппинга налоговых договоров” в случае иностранного займа

Чтобы постоянно (или многократно) уклоняться от уплаты налога около источника получения дохода, как это было в случае с американскими заемщиками, создаются финансовые компании. Их создателями чаще всего выступают многонациональные корпорации. Созданные ими финансовые компании открывают свои филиалы в оффшорных центрах, любимым местом. Филиалы финансовых компаний привлекают в виде займов огромные денежные суммы в третьих странах (часто это они делают на рынках евродолларов), а заимствованные деньги переводят в виде займов своим материнским компаниям.

Американская компания не подлежит налогообложению при выплате процентов по займам своим филиалам, расположенным на Антильских островах, так как между США и Голландскими Антилами заключен договор об избежании двойного налогообложения. Вместе с тем, проценты, выплачиваемые теми же филиалами третьим странам, также не подлежат налогообложению около источника дохода, так как в оффшорном центре на Антилах такого налога не существует. В результате участникам процедуры «шоппинг» налоговых соглашений приходится уплатить единый налог – это налог на сумму, которая составляет разность процентных ставок между займом, полученным антильским филиалом, и предоставленной в кредит той же суммой денег своей материнской фирме. Ставка такого налога, который взимает оффшорный центр на Антилах, крайне низкая.

Аналогичным образом уклоняются от налога около источника дохода фирмы, которые занимаются предоставлением патентов, лицензий и товарных знаков и получают за это разные виды доходов. Те же выплаты, которые пересчитываются компаниями непосредственно жителям других стран (которые владеют правами на предоставление в пользование патентов, лицензий и т.д.), подлежат налогообложению по довольно высокими налоговыми ставкам (около 30% прибыли). Уплаты таких налогов американские фирмы могут избежать путем образования холдинговой компании в Голландии. Эта компания наделяется правами собственника патентов, лицензий, товарных знаков и т.п. и возможностью предоставления права пользования ими в США. Доходы за это, поступающие из США, благодаря заключению между США и Голландией договора об избежании двойного налогообложения подлежат налогообложению только в Голландии. В то же время в этой стране холдинговые компании платят минимальные налоги.

Кроме того, инвестиции в США могут быть осуществлены при посредничестве холдинговой компании, созданной в той же Голландии любой неамериканской корпорацией. Такая холдинговая компания без особых усилий может основать свой филиал в США. На основе договора между США и Голландией, дивиденды, выплачиваемые американским филиалом в пользу материнской холдинговой компании, будут облагаться налогом около источника дохода в размере 5% вместо 30%, которые выплачивают местные фирмы в соответствии с внутренним американским законодательством.



В том случае, если голландская компания открывает свой филиал на Антилах, она получает возможность выплачивать ей дивиденды без обложения их налогом около источника возникновения дохода в соответствии с условиями налогового соглашения, заключенного между двумя государствами (Голландией и Антильскими островами). Описанную выше стратегию иллюстрирует следующая схема. (рис. 9.3)

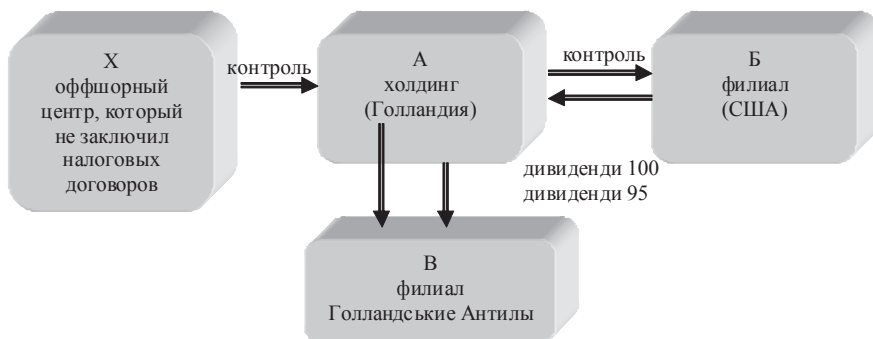


Рис. 9.3. Схема стратегии уклонения уплаты налогов

Проблема борьбы со злоупотреблениями, связанными с системой «шоппинга» налоговых соглашений, приобретает возрастающую актуальность. Эта борьба усложняется и тем обстоятельством, что много государств заключили договоры об избежании двойного налогообложения с оффшорными центрами. Проще всего было бы отказаться от заключения подобных договоров и других налоговых соглашений с ними. Но в реальной жизни такой запрет в международном масштабе ввести нелегко, так как сам факт появления налоговых гаваней обусловлен сложным сплетением экономических, геополитических и исторических условий.

В последние годы против практики «шоппинга» налоговых соглашений все более активно выступает ряд государств и международных организаций. В особенности активно протестует против подобных махинаций и злоупотреблений условиями договоров об избежании двойного налогообложения Министерство финансов США. Оно выступает с требованиями и рекомендациями не подписывать новых налоговых соглашений, пересматривать или разрывать уже подписанные договоры, разрешающие третьим странам получать от них выгоду в сфере налогообложения. Однако из-за значительного количества и большого расхождения налоговых систем в мировом масштабе практически невозможно разработать универсальную модель положения (клаузулы), которая бы ограничивала возможности злоупотреблений условиями налоговых соглашений. Налоговые отношения отдельных стран должны рассматриваться и расцениваться индивидуаль-

но. Современная система налогообложения около источника дохода требует усовершенствования и модификации.

Все большего распространения получает применение в международных договорах оптимального «антишоппингового» (anti-treaty shopping) пункта (клаузулы). В нем предусмотрено расторжение налогового соглашения одной из сторон – участниц договора, если она приведет доказательства, что другая сторона не в состоянии придерживаться условий данного договора.

В налоговых договорах предусматриваются также положения и правила, которые исключают из-под их действия определенные формы компаний. Примером могут стать налоговые соглашения между Францией и Люксембургом, а также между Люксембургом и США относительно холдинговых компаний. Подобные положения содержат договоры между Францией и Мальтой, а также между Кипром и Францией относительно судоводных компаний.

В целом же следует подчеркнуть, что на сегодняшний день налоговые администрации заинтересованных государств не разработали эффективных методов борьбы со злоупотреблениями в рамках «шоппинга» налоговых соглашений, равно как и способов борьбы с другими формами неуплаты налогов. Некоторые государства, заключив договоры об избежании двойного налогообложения, ввели в их тексты предписания, которые предусматривают цель – предотвратить преступное использование условий таких договоров. Например, Совет Швейцарской Конфедерации в 1962 г. выдал декрет, содержащий постановления, направленные против злоупотреблений налоговыми соглашениями. Злоупотребление содержанием международных договоров об избежании двойного налогообложения стали предметом важных судебных решений, принятых в 1990-х годах. Среди них особый резонанс имели:

- приговор Верховного Суда Голландии от 15 декабря 1993 г., относительно договора об избежании налогообложения дохода, заключенного между Голландией и США в 1948 г.;
- решение Немецкого федерального финансового ведомства, которое отвечает отказом налогоплательщику, держателю акций швейцарской корпорации, в праве пользоваться правилами и льготами, содержащимися в Немецком кодексе;
- протокол к договору по проблемам налогообложения дохода, заключенного между США и Канадой, подписанного 31 августа 1994 г.

Договоры об избежании двойного налогообложения заключаются в интересах налогоплательщиков. Их условия делают стороны – участниц договора более привлекательными для инвесторов с точки зрения финансовых обязательств. Если их рассматривать с такой стороны, то заключение этих договоров можно считать попыткой ограничить использование предпринимателями оффшорных центров.

## **ГЛАВА 10.**

# **ОФФШОРНЫЕ ЦЕНТРЫ В СИСТЕМЕ МЕЖДУНАРОДНОГО НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ**

### **10.1 Бегство от налогов и уклонение от них**

Бегство от налогов и уклонение от них – явление такое же давнее, как и сами налоги. С тем и другим связано уменьшение общественных доходов, которые обслуживают как общегосударственные, так и местные потребности. С ними связано и использование бизнесменами оффшорных центров.

*Бегство от налогов* состоит в искусственном снижении налоговых обязательств до такого уровня, при котором налогообложение достигает наименьшей величины. Здесь имеет место приспособление конкретной ситуации к такому положению, которое наиболее выгодно для налогоплательщика. Можно также искусственно создать ситуацию с уплатой налога, например, проведя фиктивное распределение пахотной земли между членами семьи собственника. Можно целиком легально уменьшить объем производственной деятельности или изменить место размещения производства.

Многие юристы считают, что любые операции, проведенные через оффшорные центры, незаконны. Их оппоненты придерживаются противоположной точки зрения. Они думают, что целиком уместно использовать налоговое законодательство для снижения налогового бремени, обращаясь к услугам оффшорных центров, но только не подвергая себя риску административной или судебной ответственности за возможные нарушения закона. Такие правоведы не видят ничего плохого в использовании оффшорных центров с целью неуплаты или минимизации налогов.

Для налогоплательщика важно знать, законна ли проведенная им операция, или нет. Проблема размежевания понятий «уклонение от уплаты налогов» и «бегство от налогов» для него остается делом третьестепенным.

Квалификация процедуры использования оффшорных центров как мошенничества или как целиком легального «бегства от налогов» зависит от аксеологического (ценностного) определения этих сроков. Эти понятия тяжело поддаются дефиниции и в разных странах определяются и даже формулируются по-разному.

Термин «бегство от налогов» отличается расплывчатостью и неточностью. По мнению одного из известнейших специалистов в этой области, И. ван Хоорна, термин «бегство от налогов» наполнен скорее нейтральным, чем отрицательным содержанием. От налогового мошенничества его следует отличать тем, что бегство от налогов не связано с попытками уклонения от своих обязанностей налогоплательщика преступным путем.

На практике нелегко провести границу между легальным и нелегальным бегством от налогов. Для этого существуют критерии, которые могут быть полезны для такого размежевания, а именно:

- мотивы деятельности налогоплательщика (намеренные действия);
- фиктивный характер деятельности;
- размеры выгоды, получаемой благодаря уклонению от налогов;
- оценка компетентных органов.

Бегство от налогов имеет собственные отличия в разных странах в зависимости от норм налогового законодательства, действующего в этих странах. Общей чертой такой процедуры остается использование возможностей в рамках существующих налоговых правил путем поиска и нахождения способов снижения как налогового обязательства, так и самого налога:

- 1) прибыль может быть превращена в капитал путем использования механизма выплаты дивидендов;
- 2) оплата товаров или услуг может быть осуществлена с выгодой для производителя в форме займов, нередко беспроцентных;
- 3) использование юридически оформленной общей собственности на паритетных началах в отношении доходов или активов, которые могут быть переданы в руки лица, пользующегося освобождением от налогов или облагаемого налогами по низшим ставкам;
- 4) капитал компании может быть представлен в форме займов, благодаря чему налогообложение становится менее тяготящим.

Другая характерная особенность предотвращения уплаты налогов – частое использование услуг профессиональных советников. Это наблюдается в особенности тогда, если речь заходит про большие денежные суммы или другие имущественные ценности, которые можно спрятать от налогообложения.

Бегство от налогов становится также возможным благодаря проведению целой серии сделок, любая из которых имеет полностью законный характер, но сумма которых приносит налогоплательщику выгоду, не предусмотренную налоговыми правилами.

Чаще всего бегство от налогов происходит в рамках существующих правил и законов, но его осуществление возможно только путем действий и поступков, несовместимых с духом законности и правопорядка. Если это происходит, то такого налогоплательщика считают злоупотребляющим законами, обязанным нести ответственность за такие злоупотребления, хотя никаких законных санкций против него применить невозможно.

*Уклонение от налогов* всегда было деятельностью нелегальной, несовместимой с налоговым законодательством. Оно может состоять, например, в предъявлении фальсифицированных деклараций. Уклонение от налогов, с правовой точки зрения, – преступление, которое наказывается законом. Это преступление происходит в разных формах и с применением разнообразных методов.

Физические лица уклоняются от налогообложения, фальсифицируя налоговые декларации, подавая неправдивые сведения или скрывая ин-

формацию по налогообложению или адрес своего местожительства. Во многих западных странах уклонение от уплаты налогов осуществляется путем злоупотреблений правилами, регулирующими обмен валютами.

Уклонение от уплаты налогов приобретает похожие между собою формы в разных странах. Наиболее популярные среди них:

- неуведомление контролирующих органов о своем присутствии или деятельности в стране, в которой налогоплательщик находится или занимается предпринимательской деятельностью;

- неуведомление об источнике дохода, который подлежит налогообложению, а также прибыли, несмотря на обязательность такого сообщения;

- необъявление полной суммы дохода, подлежащей налогообложению, сообщение о затратах, которых не было понесено, или сообщение об их размерах более высоких, чем они были сделаны в действительности;

- использование в декларации о доходах ссылок на льготы, распространяемые на детей, которых у налогоплательщика нет, или отчисления с дохода на амортизацию машин и оборудования, которых не существует;

- невыплаты налоговым ведомствам налогов, которыми облаживается зарплата нанятых налогоплательщиком работников.

Этот список может быть продолжен. Большая часть перечисленных злоупотреблений дополняется составлением фальшивых счетов и фальсификацией налоговых документов.

Один из распространенных способов уклонения от налогов в собственной стране – перемещение деятельности или капитала в другую страну, благодаря чему они становятся скрытыми от национальных налоговых служб. Получение информации за границей для них становится делом более тяжелым, чем внутри страны. Иностранные финансовые документы, которые завышают затраты по закупке и занижают поступления от продажи, имеют больше шансов на доверие к ним со стороны налогового ведомства, чем подобные документы, составленные в собственной стране. Кроме того, налогоплательщик может воспользоваться возможностью переселения за границу – в оффшорный центр.

В последние десятилетия наблюдалось заметное усиление законотворческой деятельности, связанной с проблемой бегства и уклонения от налогов в международном масштабе. Причиной стало усиление тенденции к стремлению юридических и физических лиц снизить свои налоговые обязательства с целью использования сэкономленного средства как дополнительного источника финансирования. Ответом на это стало принятие мер, способных защитить целостность и достигнутый уровень бюджетных поступлений. Столкновение интересов налогоплательщика и государства все чаще побуждает налогоплательщика использовать возможность упрощенного перевода капиталов за границу, а также облегченной возможности выезда туда же. Возрастающая интернационализация финансовых соглашений облегчает возможность бегства от налогов. Углубление конфликта между государственной казной и налогоплательщиками оказы-

вадет содействие поискам и использованию пробелов и дыр в налоговом законодательстве, а также использованию оффшорных центров.

Не удивительно, что в такой ситуации ряд государств выступили с международной инициативой, направленной на предотвращение бегства и уклонения от уплаты налогов. Эта проблема нашла отражение в деятельности Комитета по делам бюджетов стран ОЭСР, в фундаментальном докладе которого («Бегство и уклонение от налогов») были изложены принципы налоговой политики. Она нашла отражение и в деятельности ООН. Созванная этой организацией группа экспертов, изучающая налоговую политику под углом зрения взаимоотношений индустриально развитых стран с развивающимися странами, указала на значение международного сотрудничества в деле противодействия неуплате налогов. Эта группа функционирует под названием «Эксперты международного сотрудничества».

Проблема предотвращения бегства и уклонения от уплаты налогов остается одной из центральных для Совета Европы, Межамериканского Центра Налоговых Администраторов (CIAT), Международной Финансовой Ассоциации (IFA).

Потери для государственных бюджетов, вызванные неуплатой налогов, очень ощутимые. Так, они составляют в Финляндии ежегодно 3% общей суммы налоговых поступлений, в США – 10%, в Канаде – 10%, в Англии – от 3 до 3,5 млрд фунтов стерлингов в год, в Гонконге эти потери оцениваются в 60 млн долл., во Франции, по свидетельству министра финансов, казна недобирает по этим причинам 23% налоговых поступлений.

Для эффективной борьбы с налоговыми злоупотреблениями необходимы четкие определения, по которым одна деятельность может быть квалифицирована как уклонение от налога, а другая – как легальный способ уменьшения налогового бремени. Это в особенности актуально для государств Латинской Америки, где юридические нормы, которые касаются предотвращения бегства от налогов, очень свободно интерпретируются в судебных процессах.

Борьба с уклонением от налогов связана прежде всего с установлением (идентификацией) собственника дохода, что заставляет налоговые ведомства получать информацию из разнообразнейших источников.

Очевидно, что в таких странах, как США, Канада или Украина, в которых налоговая система в значительной мере опирается на составленную плательщиками декларацию, налоговые службы имеют большой доступ к необходимой им информации. Есть страны, в которых установлена общая обязанность информирования о доходах, полученных на протяжении финансового года. Такая информация разрешает налоговым ведомствам идентифицировать незадекларированные доходы ли квалифицировать как преступление факт незаполнения декларации, которая является одним из способов уклонения от уплаты налогов. Такая информация в особенности полезна в отношении таких форм дохода как гонорары или плата за использование патента.

С целью прекращения уклонения от налогов в некоторых государствах введены особые правовые нормы. Финансовое законодательство Бразилии, например, требует, чтобы о каждом денежном переводе за границу было заявлено налоговому ведомству. В Германии также существует требование немедленно сообщать в налоговые службы о ведении бизнеса за границей или об участии в иностранном предприятии. В США налоговая декларация содержит пункты, заполнение которых помогает идентифицировать процедуру уклонения или бегства от налогов.

Многие государства считают валютный контроль важным элементом борьбы с уклонением от налогов. К таким странам относятся Австралия, Австрия, Бразилия, Дания, Франция, Греция, Норвегия, Новая Зеландия, Израиль, Португалия, Швеция, Украина, Россия. Формы и масштабы такого контроля в разных странах варьируют между собой – от обязанности сообщения о валютных операциях до их запрета, пока плательщик не рассчитывается с налоговыми ведомствами. Однако в некоторых государствах налоговые органы не имеют доступа к информации, которой владеют органы, осуществляющие валютный контроль. Тем не менее, повсеместно действует правило, по которым перевод резидентами своего дохода за границу или трансферт капитала иностранных компаний разрешаются только после выполнения налоговых обязательств.

Перечисленные меры представляют собой общую налоговую систему отдельных стран и не имеют целью решения проблем, связанных с международным уклонением или бегством от налогов. Поэтому большинство стран приняло особые меры, позволяющие бороться с таким злом в международном масштабе.

Если речь заходит о международном уклонении от налогов, главная проблема состоит в установлении налоговыми органами самого факта нарушения налогового законодательства. Затруднения часто порождают ситуации, когда местная компания контролируется фирмой, находящейся в стране, которая предоставляет налоговый кредит компаниям, получающим доход от иностранных филиалов и отделений. Это создает возможности получения существенных финансовых выгод.

В своей основе налоговые обязательства связаны со статусом налогоплательщика. Полная налоговая ответственность юридических лиц зависит от местоположения их резиденций или места нахождения их фактического управления. По этой причине налогоплательщики стремятся оставить страну с суровым налоговым режимом и переселиться в страну с легким налогообложением, которыми и являются оффшорные центры. В действительности оффшорные центры часто используются для бегства от налогов без всякого намерения уклониться от них. Так, вместо того, чтобы переводить свои доходы из иностранных источников (дивиденды или гонорары) в страны с высоким налогообложением, их направляют в холдинговые компании в оффшорных центрах. Использование таких центров приводит к тому, что этот доход аккумулируется без налогового бремени

(или с небольшим налогообложением) и в дальнейшем используется как источник будущих капиталовложений.

Многие государства прилагают особые усилия для создания законодательной базы в области налогообложения и проявляют большое беспокойство относительно сбора налогов. Эти же страны делают все необходимое для сведения к минимуму фактов уклонения от налогов. Мероприятия в этом направлении проводятся в рамках внутреннего законодательства и международных соглашений по проблемам уклонения от налогов, особенно стран-членов ЕС. Комиссия ЕС связывает проблему уклонения от налогов с их гармонизацией в рамках ЕС, а в более широком смысле – с обеспечением условий объективной конкуренции в международном масштабе. Страны ЕС приходят к пониманию, что отказ от регулирования рынка капиталов и отсутствие возможности влияния на перевод капитала становится причиной ширококомасштабного уклонения от уплаты налогов. Исходя из таких представлений, налоговые ведомства особое внимание уделяют многонациональным корпорациям, деятельность которых создает благоприятную почву для уклонения от налогов.

## **10.2. Основные методы, ограничивающие операции через оффшорные центры**

Разработка и принятие мер по противодействию уклонению от уплаты налогов с использованием при этом оффшорных центров стали одной из главных целей финансовых органов многих стран. Общеизвестно, что такие действия должны носить как внутригосударственный, так и международный характер. Во втором из названных вариантов нужна координация усилий в рамках существующих международных организаций, а также заключение специальных соглашений между двумя или большим количеством государств.

К наиболее влиятельным международным организациям, которые приступили к противодействию злоупотреблениям, происходящим в оффшорных центрах, относятся ЕС и ОЭСР. Вместе с тем, к государствам, заключившим двусторонние и многосторонние соглашения по данной проблеме, относятся США, Япония, Канада, Франция, Германия и Великобритания.

ЕС много лет занимается проблемой уклонения от уплаты налогов. Результаты таких усилий воплотились в рапорты и научно-методические разработки. Комиссия ЕС настаивает ввести в практику принципы фискальной справедливости, которые бы были способны препятствовать фискальным мошенничествам и уклонению от уплаты налогов; отмечает, что высокие налоговые ставки приводят к оттоку капиталов из стран ЕС; указывает на целесообразность ограничения возможностей оффшорных центров, связанных с злоупотреблениями в части неуплаты налогов; критиче-



ски оценивает налоговые манипуляции, практикующиеся многонациональными корпорациями. Директивы Совета Европы вменяют в обязанность налоговым службам стран ЕС обмениваться между собою информацией, рекомендуют развивать широкие связи между налоговыми инспекторами разных стран, практиковать обмен опытом и изучение практических достижений в ликвидации налоговых убытков.

Широкий круг предназначенной для обмена информации об уплате налогов предусмотрен в модельном договоре ОЭСР, который составляет основу для заключения двусторонних соглашений об избежании двойного налогообложения. Подавляющее большинство таких соглашений (а их было заключено к моменту подготовки модельного договора около тысячи), содержит нормы относительно обмена информацией о налогах. Однако для государств, которые не заключили договоров по налогам (а это касается множества оффшорных центров), постановления модельного договора не имеют ни какого значения.

Многонациональным корпорациям, использующим оффшорные центры, идет на пользу довольно частый отказ правительств ряда стран предоставлять налоговым службам стран-резидентов интересующую их информацию, а также случаи, препятствующие в сборе информации относительно уплаты налогов.

Ряд государств ввели у себя нормативные акты, гарантирующие защиту интересов отечественных компаний в части сохранения в тайне их документации, а также информации об их деятельности. По сути говоря, она оказывается закрытой для налоговых и других ведомств другого государства.

Потребность в получении налоговой информации за границей требует повышения квалификации со стороны работников налоговых ведомств. Так, американская служба внутреннего дохода ввела специальное обучение для своих сотрудников по проблеме уклонения от налогов, практикуемого многонациональными корпорациями.

Используя свое привилегированное положение и ведущую роль в мировой экономике, США осуществляют эффективное давление на некоторые государства, в которых американские налогоплательщики прячут свои капиталы. Так, опираясь на соответствующий законодательный акт, одобренный конгрессом (Caribbean Basin Economic Recovery Act), США заставили 24 мини-государства, которые все являются де-факто оффшорными центрами, подписать с Вашингтоном соглашение об обмене налоговой информацией. Эти данные, переданные по требованию Казначейства или Департамента юстиции, относятся не только к налогам и финансам, но и к отмыванию «грязных» денег, торговли наркотиками и организованной преступности.

США, Франция и Индия относятся к немногим странам, которые официально санкционировали налоговое изобличение и ввели вознаграждение за предоставление информации о неплательщиках налогов. Так,

Служба внутреннего дохода уже выплатила 500 тыс. долл. 578 информаторам. Кодекс Законов Франции содержит общие положения, допускающие вознаграждение информаторов, а по индийским законам информатор имеет право на получение от 10 до 20% суммы, полученной государством по его заявлению от неплательщика налогов.

ОЭСР проводила и проводит до сих пор аналитико-исследовательскую работу по борьбе с бегством и уклонением от налогов. С этой целью создан Комитет по проблемам сбора налогов, в который входят представители налоговых органов стран ОЭСР. Результатом таких усилий является проведенное исследование под названием «Проблема международного уклонения и бегства от налогов». Этот Комитет также анализирует специфические виды и методы такой деятельности, в особенности связанные с использованием неплательщиками налогов оффшорных зон; наиболее его интересуют злоупотребления, относящиеся к положениям, содержащимся в договорах об избежании двойного налогообложения.

Страны – члены ОЭСР обмениваются между собою опытом борьбы с нелегальной практикой налоговых злоупотреблений, а также предоставляют друг другу материалы и документы по этой проблеме. Но, несмотря на эти усилия, они чувствуют затруднения, когда дело доходит до согласия на принятие общих директив, направленных на предотвращение уклонения и бегства от налогов. Это связано с серьезной проблемой соблюдения национального суверенитета – с одной стороны, а с другой – с чисто формальной трудностью по лингвистическому вопросу, в связи с необходимостью использования, как минимум, 15 языков, включая финский и японский.

ОЭСР разработана Конвенция об административной взаимопомощи по проблемам налогообложения. Однако она подвергается критике, поскольку:

- 1) предоставляет доступ разным государствам к источникам информации еще до начала следствия и возбуждения уголовного дела;
- 2) предусматривает обмен информацией, оставляя в неведении налогоплательщиков, лишая их тем самым возможности дачи пояснений;
- 3) допускает возможность злоупотребления относительно собранных данных, а также конфиденциальности торговых сделок;
- 4) носит многонациональный характер, хотя отдельные государства не достигли гармонизации налогового законодательства.

Международных организаций, занимающихся борьбой с уклонением от уплаты налогов, не так уже и много. Среди них можно отметить так называемую группу четырех (Франция, Германия, США и Англия), а также Сообщество Налоговых Администраторов стран Тихого океана (Австралия, Япония, Канада, США). Заключено двустороннее соглашение между американской Службой внутреннего дохода и английскими налоговыми органами. Это соглашение предусматривает взаимный доступ к информации любой из этих двух стран. Со временем оно было расширено привлечением к ее участникам Франции, Германии и Норвегии. Германия

зашла в этом направлении настолько далеко, что назначила в США своего налогового атташе. Его задачей стало наблюдение за изменениями в функционировании американской налоговой системы, а также предоставление помощи в реализации постановлений налогового соглашения, заключенного между США и Германией.

Примером тесного сотрудничества двух государств в области взыскания налогов являются США и Канада. Здесь практикуется бухгалтерский контроль над налогоплательщиками, которые одновременно получают прибыль в этих двух странах. В условиях возрастающего количества заведенных дел американская Служба внутреннего дохода оказывает давление на американские и канадские банки с целью получения доступа к счетам клиентов, пользующихся услугами оффшорных центров. Давление США распространяется и на другие страны, такие как Швейцария, Англия или Гонконг.

Большинство небольших государств Карибского бассейна считает, что в отношениях с США имеет место однонаправленная передача информации, разумеется, в сторону США. Последние, однако, в большинстве случаев усложняют получение финансовой информации, которая касается жителей Карибских островов, ведущих бизнес в США. Нередко причина такого положения – отсутствие у этих государств достаточно квалифицированных работников налоговых ведомств, способных начать и привести к успешному завершению сбор в США необходимой налоговой информации. США добились согласия на доступ к налоговой информации от Коста-Рики, Доминиканской Республики, Гренады, Гвианы, Гондураса, Ямайки и Санта Люсии только в результате осуществленного на них давления. Точно так же Гуам, Маршалловы острова и Самоа в Тихом океане согласились на передачу информации о неуплате налогов вместо определенных американских концессий.

Государства, чьи налогоплательщики, спасаясь от налогов, прячутся в налоговых гаванях, стараются совершенствовать законодательство, чтобы крепче закрыть перед своими гражданами ворота «налогового рая». Введенные правила и запреты делятся на две категории. К первой относятся распоряжения, носящие общий характер, ко второй – особые правила. К последней зачисляются нормативы, регулирующие использование налоговых гаваней холдинговыми компаниями и корпорациями, контролируруемыми иностранцами.

Большинство договоров об избежании двойного налогообложения, заключенных между странами с высокими налоговыми ставками и странами с низкими налогами, в последнее время пересмотрено. Результатом этого стало введение в них пункта (клаузулы), который делает невозможным использование положений этих договоров резидентами третьих стран в их попытках уклониться от налогов. Примером могут стать двусторонние соглашения между США и Британскими Виргинскими островами, между Кипром и США, между США и Мальтой, Англией и Голландией, Канадой и Барбадосом.

Рассмотрим меры, применяемые разными государствами относительно прекращения попыток использования оффшорных центров для уклонения и бегства от уплаты налогов.

**США** выступили инициатором и координатором проведения международной кампании, направленной против ТНК и физических лиц, уклоняющихся от уплаты налогов. Антиоффшорным регулированием в США занимается специально созданный в рамках министерства финансов отдел F. В 1992 г. был принят закон о доходе, содержание которого ограничивает возможности использования налоговых льгот, предоставляемых Швейцарией американским фирмам. Однако остались возможности бегства от налогов при использовании территории Голландских Антилов. В ответ на это США заключили с Голландией налоговое соглашение, условия которого распространяются на Голландские Антилы. В результате возможности для американских ТНК переводить свои доходы без уплаты налогов на Антильские острова существенно сократились. Примером США в этом плане воспользовалась и Великобритания.

Наиболее значительным результатом деятельности Службы внутреннего дохода по борьбе с уклонением и бегством от налогов путем использования налоговых гаваней считают так называемый «доклад Гордона». В этом документе отражается возрастающее беспокойство по поводу фискальных льгот и их использования американскими налогоплательщиками. Здесь же отмечаются трудности, связанные с выявлением случаев неблагоприятного использования налоговых гаваней, а также перечислены препятствия, мешающие властям США прекращать и ограничивать попытки бегства и уклонение от налогов, которые совершаются американскими корпорациями и частными лицами.

Законодательная и исполнительная власть США подготовила свои собственные документы относительно оффшорных центров. Так, в комиссиях Сената был разработан и представлен доклад «Преступление и его тайна: использование банков и компаний в налоговых гаванях», а Департамент Казначейства разработал документ, названный «Налоговые гавани в Карибском бассейне». В этих двух документах особое внимание обращено на получение максимально подробной информации.

В 1979 г. Конгресс одобрил закон о соблюдении тайны зарубежными банками. Этот документ приобрел популярность под названием закона о швейцарском банке. В соответствии с ним были введены штрафы до 500 тыс. долл., тюремное заключение до 5 лет или то и другое одновременно для американского резидента, который пользуется счетом в зарубежном банке с целью уклонения от уплаты налогов. Резиденты США по этому закону обязаны предоставлять власти ежегодный отчет, касающийся иностранных банковских операций, если величина взноса превышает 1 тыс. долл. на протяжении данного календарного года.

Вместе с этим, американские коммерческие банки, маклерские конторы и другие финансовые учреждения обязаны предоставлять отчет, в ко-

тором должны быть указаны все платежи и переводы (трансферты) в иностранной валюте, которые превышают 10 тыс. долл. Кроме того, таможенные органы требуют предоставлять отчет о всех переводах в долларах и иностранной валюте за границу, если их величина превышает 10 тыс. долл. Закон также требует проведения контроля за приезжими иностранцами, которые подозреваются в провозе свыше 10 тыс. долл., включая в эту сумму как денежную наличность, так и ценности и ценные бумаги.

В США действует Закон «О справедливом налогообложении и фискальной ответственности», который ограничивает возможности использования льгот и преимуществ, вытекающих из условий международных соглашений, в особенности в области налогообложения дохода. В дальнейшем налоговая реформа усилила нормы, регулирующие возможности использования системы налоговых зачетов американскими фирмами, имеющими иностранные филиалы.

В Кодекс внутреннего дохода было введено положение, вменяющее в обязанность иностранные корпорации, вложивших капитал в США, предоставлять в распоряжение Службы внутреннего дохода все интересующие её сведения. Американским гражданам или резидентам, владеющим пятью и более процентами собственности иностранной корпорации, поставлено в обязанность ежегодно заполнять и предоставлять в распоряжение Службы внутреннего дохода отчет о доходах. Американские корпорации, которые на 25% и более являются собственностью иностранцев, должны предоставлять власти особые отчеты по налогообложению доходов. Невыполнение этих распоряжений служит причиной серьезных наказаний.

**Великобритания** также относится к государствам, которые первыми начали добиваться на международной арене ограничения возможности злоупотребления оффшорными центрами. В этой стране сохраняются высокие налоговые ставки. Особой направленностью против оффшорных центров отличаются законы о налогах 1970 и 1988 годов. Последний из названных, действующий и поныне, требует, чтобы британский резидент, получающий доходы из-за границы, был обязан платить налоги на них в Великобритании. Здесь был принят финансовый закон, который во многом отвечает американским законам, относящихся к предотвращению уклонения от уплаты налогов путем использования оффшорных центров. Иностранные компании подлежат налогообложению, если в соответствии английским законам они отвечают следующим требованиям:

- 1) иностранная корпорация контролируется британской компанией;
- 2) британская компания вместе с британскими резидентами владеет не менее, чем 10% собственности, контролируемой иностранной корпорацией;
- 3) контролируемая иностранная корпорация – резидент государства или территории с низким уровнем налогообложения.

Низким признается такой уровень, который составляет менее, чем половину от уровня налогообложения в Великобритании.

**Германия** входит в число первых государств, включившихся в борьбу с уклонением от налогов физических и юридических лиц. Бундестаг ФРГ еще в 1962 г. потребовал от правительства подготовить доклад о последствиях изменения резидентности налогоплательщиками и о расхождении в уровнях налогообложения между странами. В 1964 г. был составлен документ, представляющий собой отчет о положении в налоговых гаванях.

Более решительные и эффективные меры. Они нашли отражение в законодательных нормах о налогообложении внешнеэкономической деятельности. Среди них:

- налоговым службам приказано не признавать реальным уровень цен или сумму гонораров, выплачиваемых финансово связанным между собою субъектам;
- расширена ограниченная когда-то ответственность за неуплату подоходного налога, налога на собственность и налога на наследство и дарение;
- введено правило, согласно которому эмигрант из Германии, который на протяжении пяти лет из десяти, предшествующих его выезду в «налоговый рай», жил в Германии, остается субъектом уплаты немецкого подоходного налога.

Такая налоговая ответственность длится на протяжении первых 10 лет в тех местах, где нет налогов или где они низкие. Кроме того, если 50% капитала или голосов акционеров в зарубежной компании, зарегистрированной в налоговой гавани, принадлежит немецкому резиденту, то дивиденды и все другие виды доходов подлежат налогообложению в Германии независимо от того, распределенная прибыль или нет. Это целиком совпадает с правилом, установленным Службой внутреннего дохода США.

**Франция** ввела нормативные положения, направленные против злоупотреблений преимуществами налоговых гаваней, в 1973 г. Принятое в том же году финансовое законодательство постановило, что доход, полученный иностранным юридическим лицом, имеющим резиденцию во Франции, подлежит французскому налогообложению. Это касается и доходов, полученных за пределами Франции.

В 1980 г. был принят закон о финансах, значительно ограничивающий льготы и преимущества, которыми пользуются физические и юридические лица, использующие услуги налоговых гаваней. Закон требует, чтобы французский резидент, владеющий прямо или косвенно не менее, чем 25 % капитала в зарубежной компании, действующей за пределами Франции в местах, где существует «привилегированная» система налогообложения, должен платить налоги во Франции. Базой налогообложения является частичное (в процентах) участие в прибыли компании независимо от того, распределяется прибыль между собственниками или инвестируется. Привилегированной налоговой системой признана здесь такая, которая не облагает налогами прибыль совсем, или в которой налоговые ставки на две

трети ниже существующих во Франции. Основы данного порядка налогообложения сохраняются и поныне.

**В Японии** парламент в 1977 г. принял резолюцию относительно проблемы уклонения от налогов, бегства от них и использования для этих целей налоговых гаваней. После этого «Законом от 1 апреля 1978 г.» было введено правовое регулирование, ограничивающее возможности налоговых злоупотреблений с использованием таких государств и территорий.

Министерство финансов признало налоговыми гаванями 41 территорию. Одновременно признано, что «низким» налогообложением следует считать налоговые ставки 25% и меньше. 1 апреля 1992 г. упомянутые постановления Министерства финансов были упразднены, каждый отдельный случай налоговым службам предложено рассматривать в отдельности. При этом сохраняются два основных критерия:

- удержание органа управления компании в странах, которые не облакадывают налогом доходы компании;
- выяснение, не спускается ли уровень налогообложения компании в данной стране ниже 25%.

В обоих случаях речь идет о компаниях, зарегистрированных в налоговых гаванях, при этом в этих компаниях 50% акций или капитала должны находиться во владении японских резидентов.

**В Италии** министерство финансов приняло в 1992 г. постановление, содержащее перечень стран с льготным налогообложением, создающих на своей территории возможности уклонения от уплаты налогов. Те же проблемы поднимает Кодекс подоходного налога, принятый в 1991 г.

Итальянское законодательство позаимствовало 3 типа международных принципов, уже введенных рядом стран с целью предотвращения злоупотреблений при использовании оффшорных центров, а именно:

- 1) нормы, принятые в США в 1962 г., согласно которым облагают налогом фирмы, имеющие резиденции в оффшорных центрах;
- 2) принцип, признанный странами ЕС, в соответствии с которым компаниям, имеющим резиденцию в одной из стран ЕС, не разрешено вычитать из налоговой базы затраты, связанные со сделками, заключенными с компаниями, зарегистрированными в налоговых гаванях;
- 3) нормы и правила, имеющие силу в Бельгии, Люксембурге и Голландии, распространяются на дивиденды, выплачиваемые компаниями с резиденцией в налоговых гаванях.

Согласно налоговому законодательству Италии министр финансов имеет право определять, какие государства или территории следует относить к таким, что имеют льготную систему налогообложения. Итальянские предприятия, принимающие участие в сделках с компаниями, перечисленными в списках стран, отнесенных к оффшорным центрам, пользуются в Италии намного меньшими привилегиями, чем те, которые не имеют подобных партнеров.

Ограничения, содержащиеся в Итальянском налоговом кодексе относительно налоговых гаваней, не применяются к государствам, с которыми подписаны договоры об избежании двойного налогообложения.

В целом итальянские «антирайские» нормы не столь суровы, как соответствующие им правила, принятые в Франции, Германии, Великобритании, США или Японии. Им также не хватает четкости, точных формулировок, что открывает возможность для двусмысленных толкований. Все это образует правовые дыры и щели, которые разрешают недобросовестным налогоплательщикам и их советникам отыскивать лазейки в законодательстве и успешно уклоняться от уплаты налогов.



## **ГЛАВА 11. ОТМЫВАНИЕ «ГРЯЗНЫХ» ДЕНЕГ**

### **11.1. Понятие «грязные деньги». Отмывание «грязных» денег как процесс**

#### **Определение понятия «отмывание» грязных денег»»**

Кроме репутации «налогового рая», оффшорные центры получили сомнительную славу мест отмывания и легализации так называемых «грязных» денег. Таким термином называют деньги, полученные преступным путем. А совокупность действий, целью которых является сокрытие истинных источников происхождения таких денег и придание им признаков легального происхождения, получило название «отмывание денег».

Отмывание «грязных» денег признано преступным деянием в уголовном законодательстве многих стран мира и особенно в уголовных кодексах США, Великобритании, Франции, Германии, Швейцарии, Польши. Наиболее полное определение термина «отмывание денег» содержит уголовный кодекс США с дополнением от 27 октября 1986 г., с поправкой «О противодействии отмыванию денег». Согласно ему, преступление «отмывание денег» осуществляет «каждый, кто осознает, что собственность, вовлеченная в финансовую сделку, – это доход от нелегальной деятельности, направленной на:

- ✓ проведение или попытку проведения финансовой сделки, которая включает подобные доходы с намерением поддержки таких видов противозаконной деятельности, включающей какие-либо признаки преступных действий, организованной преступности и оборота наркотиков;
- ✓ проведение финансовой сделки с намерением нарушения федеральных предписаний налогового кодекса;
- ✓ сознательное осуществление финансовой сделки с намерением скрыть – полностью или частично – саму суть дела, места, источника, владельца или контролера доходов от вышеупомянутой противозаконной деятельности;
- ✓ проведение финансовой деятельности с уклонением от обязанности подачи отчета о движении наличности».

В современной рыночной экономике большинство расчетов осуществляется без использования наличных средств, в то время, когда нелегальные доходы поступают в руки преступных объединений в виде наличных. Поэтому, для того чтобы в преступной цепочке соучастники смогли свободно распоряжаться деньгами, полученными преступным путем, они должны их ввести в легальный оборот через финансовые учреждения, хозяйствующие субъекты, используя при этом длинную цепь финансово-экономических операций (так называемые каналы легализации). Отмывание денег происходит, преимущественно, в банковской системе, в системе

страхования, на рынке капиталов, а также в индустрии развлечений (например, в казино и других заведениях, которые занимаются игорным бизнесом). Кроме того, в качестве главных каналов отмывания денег используются те области рыночной экономики, в которых можно без проблем и в широких масштабах применять поддельные счета, накладные, где указаны заниженные или завышенные цены, где признаются фиктивные рекламации и прочие атрибуты преступного бизнеса. Это в первую очередь относится к таким видам бизнеса, как торговля недвижимостью, произведениями искусства, автомобилями, продажа подакцизных товаров. К особым каналам отмывания денег относят такие хозяйственные процессы, как приватизация государственных предприятий, участие в создании венчурных предприятий, банкротство и ликвидация хозяйственных субъектов.

Все перечисленные сектора экономики и хозяйственные процессы стали объектом притяжения организованной преступности, которая отмывает в них «грязные» деньги в силу следующих причин и объективно сложившихся обстоятельств:

- ✓ многогранность, скорость и в ряде случаев радикализм изменений в законодательстве ряда стран, распространившиеся на указанные секторы экономики, повлияли на эффективность изменений в функционировании всей экономики страны (их негативное проявление отразилось в сосуществовании различных законодательных предписаний – старых и новых, часто противоречащих друг другу, законодательные пробелы («дыры»), частые изменения законодательства, преобладание «расширенного» толкования законов) и т.п.;

- ✓ всеобъемлющее – снизу доверху – преобразование управленческих структур, а также создание новых звеньев в управлении (с образованием большого количества новых должностей), что связано с качественными изменениями кадрового состава; создание неправительственных управленческих структур (например, системы информации); изменения в способах управления;

- ✓ появление новых форм сотрудничества с соответствующими иностранными структурами, в результате чего возникает открытость для притока иностранных капиталов, новых моделей управления и т.п. и связанные с ними патологические формы, которые вызывают злоупотребление;

- ✓ недостаток соответствующих механизмов, оберегающих упомянутые секторы экономики от разного типа нарушений и злоупотреблений;

- ✓ уязвимость экономики к нелегальной хозяйственной деятельности, а также злоупотребления в проведении экономической политики (например, в отношении «групп давления», которые лоббируют свои интересы в правительственных учреждениях и парламентах стран).

В связи с многообразием нелегальной хозяйственной деятельности определить масштабы процесса отмывания «грязных» денег с достаточной точностью очень трудно. Такие трудности обусловлены невозможностью

получения бухгалтерской отчетности преступных организаций, а также существованием огромного количества нераскрытых преступлений. Западные эксперты утверждают, что во всем мире масса финансовых средств, полученных только от торговли наркотиками, которые отмываются, составляет ежегодно сотни миллиардов долларов США.

Одним из показателей оценки масштаба процесса отмывания «грязных» денег может быть количество сомнительных сделок, зарегистрированных финансовыми учреждениями и теми субъектами хозяйственной деятельности, которые по распоряжению власти обязаны предоставлять правоохранительным органам такую информацию.

По оценкам экспертов международной Группы по борьбе с отмыванием нелегальных доходов – FATF (Financial Action Task Force), ежегодно в мире отмывается от \$ 500 млрд долл. до \$ 1,5 трлн долл.

Было бы ошибочно считать, что «грязные» деньги появляются в результате деятельности одной только организованной преступности. «Грязные» деньги стали постоянным спутником любой экономической преступности, и особенно налоговой.

Проблема уклонения от уплаты налогов и связанная с ней проблема отмывания денег актуальна во всех странах. Так, удельный вес необлагаемого дохода в общей массе национального дохода составляет: в Австралии – 10%, в Бельгии – 15%, в Дании – 6%, во Франции – 10%, в Германии – 13%, в Греции – 50%, в Индии – 18 – 20%, в Италии – 25%, в Японии – 5%, в Норвегии – 17%, в Испании – 23%, в Швеции – 16%, в США – 15% [32, с. 259].

Сфера налоговой преступности – основной, но не единственный источник возникновения «грязных» денег в предпринимательской среде. Здесь наработан богатый и разнообразный арсенал способов и методов получения преступных денег. Это и система двойной бухгалтерии, и умышленные ошибки в бухгалтерском учете, многочисленные способы занижения прибыли, манипуляции с активами и пассивами, сделки без оформления счетов, методы скрытого фактурирования и скрытых теневых условий.

Еще один источник появления «грязных» денег – взятки. Они, как правило, не подлежат налогообложению, а потому немедленно после получения взятки становятся «грязными» деньгами, и если это большие суммы, они нуждаются в немедленном отмывании (разумеется, если источником взятки уже ранее не были «грязные» деньги). Интересно, что согласно законодательству некоторых стран сумма взятки может вычитаться из налогооблагаемой прибыли. Бельгийское законодательство допускает это для экспортных сделок при условии, если взятки необходимы, чтобы одолеть конкурентов, если они заведены в данной отрасли, если в министерство финансов представлен соответствующий документ с фамилией получателя взятки и его адресом. Если данные условия не соблюдены и не назван получатель взятки, то с предпринимателя, который платит корпоративный налог, берется за дачу взятки дополнительный налог величиной 200% взятки. В Дании закон более либеральный: здесь сумма взятки просто вычитается из

налогооблагаемой прибыли, если она несомненно вызвана производственной необходимостью и является умеренной. В Японии деньги, выплачиваемые предприятием в виде взятки, рассматриваются как производственные издержки, если указано имя и адрес получателя этих денег.

Аналогичным образом относятся к этому вопросу в Нидерландах. Здесь из суммы налогооблагаемой прибыли можно вычитать все расходы, так или иначе, связанные с предпринимательской деятельностью. Решающими здесь выступают хорошие намерения предпринимателя, например, стремление стимулировать развитие предприятия. Суды и налоговая инспекция в этой стране не в праве определять, какие расходы нельзя считать производственными, и поэтому их нельзя вычитать из суммы прибыли, подлежащей налогообложению. Необходимость указания получателя взятки здесь отсутствуют. Предприниматель должен лишь убедить налоговую инспекцию в том, что такие выплаты осуществлены в интересах предприятия.

В Великобритании также выплаты в виде взяток разрешено вычитать из суммы прибыли, подлежащей налогообложению, при условии, что целью таких выплат были интересы производства. Однако налоговая служба вправе потребовать назвать фамилию и адрес получателя таких выплат.

Наиболее строгое законодательство относительно дачи, получения взяток и превращения их в «грязные» деньги существует в США. И хотя здесь, как и в Великобритании, к производственным расходам разрешено относить и взятки, но с обязательным указанием получателя этих выплат, однако эта процедура ограничена целым рядом запретов, а именно: уголовно наказуема дача взятки всем государственным и муниципальным чиновникам, а также работникам организаций как на территории США, так и за их пределами. В целом же, несмотря на запреты и ограничения, суммы, выплачиваемые во всех странах в виде взяток, образуют огромную массу «грязных» денег, большая часть которых в разных формах проходит процедуру отмывания.

### **Организация процедуры отмывания «грязных» денег**

Процедура отмывания денег, полученных преступным путем, имеет для участников преступления важное значение. Английский криминолог Д. Мак-Клин справедливо отмечает: «С точки зрения преступника, увеличение доходов от криминальной деятельности лишено смысла до тех пор, пока нет возможности ими воспользоваться. Это, однако, не так просто, как могло бы оказаться. Определенная часть доходов, полученная преступным путем, как правило, направляется на развитие нелегальной деятельности, однако оставшуюся часть преступник хотел бы использовать в других целях. Если он намерен это сделать, не подвергая себя излишнему риску разоблачения источников происхождения денег, он должен их перед этим «очистить», то есть сделать им фальшивое, зато абсолютно легальное и добропорядочное «происхождение» [32, с. 261].

### Стадии процесса отмывания «грязных» денег

Процесс отмывания денег состоит из ряда стадий или фаз. Каждый процесс отдельно, разумеется, имеет свои особенности и отличительные черты. Общими же чертами выступают признаки, выделенные в уголовном законодательстве целого ряда стран. К ним относятся: замена имущества (включая деньги), приобретенного преступным путем, его перемещение, сокрытие, прикрытие, приобретение, владение, использование, соучастие, сотрудничество. Seriously влияют на сложность процесса отмывания денег многочисленная иерархическая организационная структура исполнителей преступления, рационально спланированное, основанное на «разделении труда» выполнение задач, изменяющаяся «технология» совершения преступления и широкий выбор способов его выполнения. К этому арсеналу относится использование финансовых учреждений путем злоупотребления со стороны банковских служащих, наличия многообразия видов банковских расчетов и, конечно, разнообразия средств перемещения через границу денежной наличности с использованием услуг коррумпированных таможенных чиновников.

Деятельность, связанная с отмыванием денег, – это всегда преобразование (видоизменение) или движение. Преобразование имеет место тогда, когда деньги меняют свою форму. Так происходит, когда, например, исполнитель в виде нелегальной «прибыли» получает денежный перевод или автомобиль. Нелегальные доходы сбрасывают свою форму наличных и превращаются в документ, легализующий получение денег, движимого или недвижимого имущества. С движением имеем дело тогда, когда те же деньги меняют не форму, а место. Это, например, почтовый или телеграфный перевод их в другое место.

Обычно отмывание денег происходит в три стадии. Вместе с тем неоднократно отмечено, что первой стадии предшествует подготовка всего процесса, который заключается в перевозке наличности с места проведения преступной деятельности в другое место, предоставляющее первоначальные гарантии успеха запланированного предприятия.

Процесс нелегального трансферта, который предшествует размещению «грязных» денег, называют «подготовкой места размещения». Выделение такой предварительной фазы в отдельную процедуру связано с существующими в западной литературе расхождениями между «странами криминальной деятельности» и «странами отмывания денег». К первой категории отнесены страны, в которых деятельность организованных преступных групп (особенно наркоторговцев) особенно интенсивна. Это США, Италия, Таиланд, Колумбия, Нигерия и т.д., тогда как ко второй категории относят государства, соседствующие с упомянутыми, например, Канада, крупные финансовые центры в Швейцарии, а также оффшорные зоны.

Кроме подготовительной стадии, процесс отмывания денег включает в себя три стадии (рис. 11.1): размещение, маскировка и интеграция. Пер-

вая стадия – размещение – это стадия, в которой доходы, полученные непосредственно от преступления, впервые размещаются в финансовых учреждениях или используются для скупки различного вида активов (включая ценные бумаги). Вторая стадия – маскировка (сокрытие) – это стадия, на которой начинается первая попытка сокрытия или маскировки источника происхождения и идентичности владельца денег. Наконец, третья стадия – стадия интеграции (легитимации), в ходе которой деньги вводятся в легальные хозяйственные структуры и финансовые системы с целью их окончательной ассимиляции со всеми присутствующими там средствами [32, с. 267].

В первой фазе исполнители преступления вводят наличность, которая получена непосредственно преступным путем, в любой банк или другое финансовое учреждение. На этой стадии относительно легко определить, являются ли вложения наличности в финансовые учреждения отмыванием денег, а также раскрыть источник происхождения «грязных» доходов.

Таким образом, для данной стадии процесса отмывания денег характерны следующие черты:

- ✓ предметом отмывания являются ценности, полученные непосредственно от преступления;
- ✓ чаще предмет отмывания выступает в виде наличности;
- ✓ действия преступников приобретают вид финансовых операций, которые поражают своей краткосрочностью, а также единообразием и простотой.

На второй стадии исполнитель пытается отделить деньги от их нелегального источника, проводя серию финансовых сделок (видоизменения и перемещение). Исполнитель желает добиться того, чтобы связь отмываемых денег с источником их происхождения найти было еще труднее или вовсе невозможно. Эта стадия называется наложением маски или маскировкой. Ее завершение приводит к отдалению – как территориально, так и во времени – маскированных денег от места преступления, например, от размещения нелегальной лаборатории, производящей наркотики, или базы оптовой поставки такого зелья.

Третья, последняя, стадия – это фабрикация объяснений о якобы законном происхождении отмытых активов, а также ввода их в легальный оборот путем инвестирования или скупки имущества. Поэтому такую стадию называют интеграцией или легитимацией. Действия преступных группировок на этой стадии направлены на вложение «отмытых» денег в хозяйственные структуры таким образом, чтобы они снова поступили в банковскую систему, приобретая признаки легальных доходов. Среди орудий и инструментов, применяемые для достижения интеграции, используют фиктивную продажу недвижимости, фиктивные фирмы для предоставления необоснованных кредитов, втягивание в незаконную деятельность банковских служащих в разных странах и т.п.

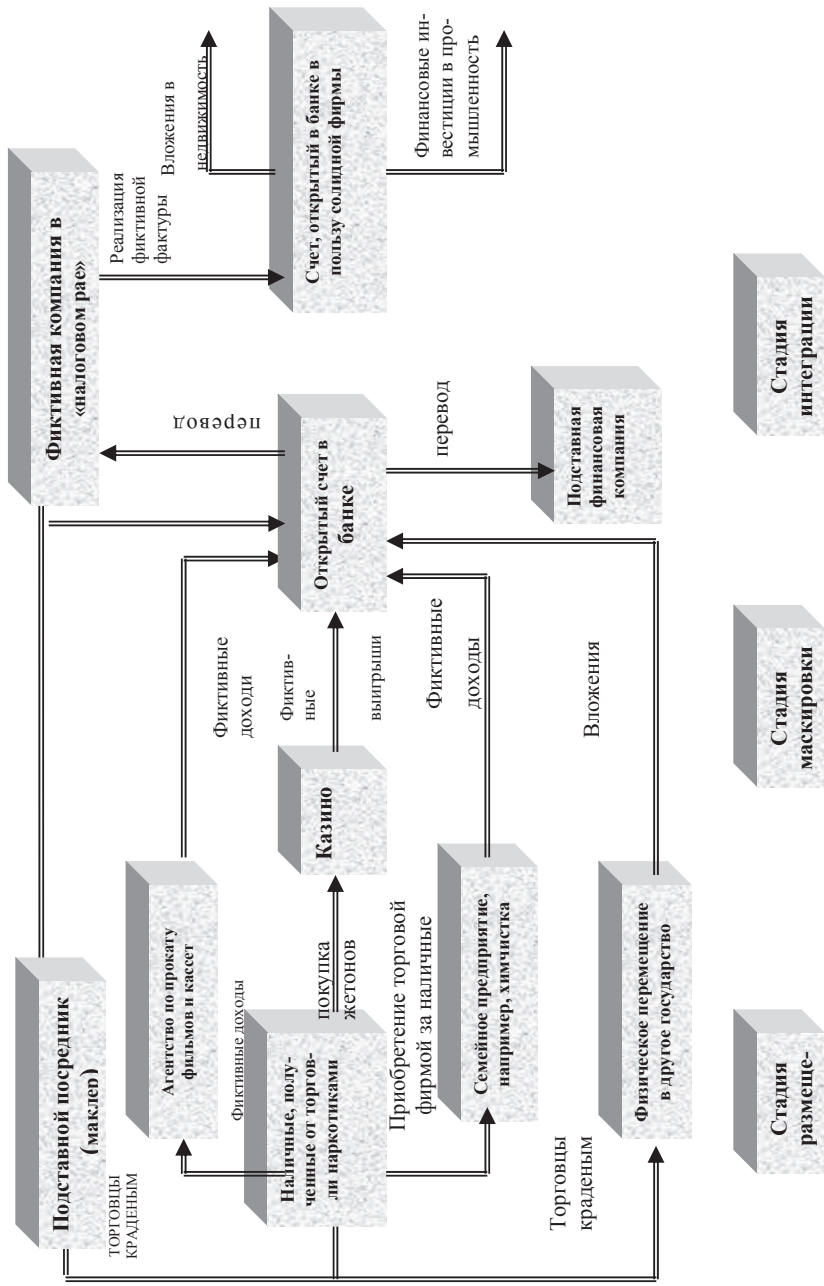


Рис. 11.1. Стадии отмывания денег

### Способы отмывания «грязных» денег

Действия, составляющие в сумме процедуру отмывания денег в банковской системе, приобретают облик легальных финансовых сделок (банковских операций), однако этот облик нарушает внутренние уставы банковской системы (подзаконные акты и инструкции) или носит характер нелегальных операций, запрещенных соответствующими распоряжениями, проведение которых угрожает применением экономических или уголовных санкций. В каждой отдельной стадии этого процесса появляются другие виды сделок. В связи с тем, что зачастую они носят незаконный характер или нарушают порядок внутрибанковской системы, их вполне уместно называть способами совершения преступлений (способами отмывания денег). Заменой этому определению может служить также выражение «техника отмывания денег».

Под этим понятием следует иметь в виду совокупность устойчивых и повторяющихся признаков, характеризующих определенное поведение, связанное с банковскими операциями; они определяют объем и возможности применения таких операций в процессе отмывания денег.

На многообразии способов отмывания денег влияют, прежде всего разногласия, связанные с финансовым характером сделки, юридическая форма проведенной операции, величина капитала, количество сделок и т.д., а также различия, которые носят нефинансовый характер: структура преступной организации (простая, сложная, иерархическая, внутренние функции, процесс принятия решений, степень доверия между членами организации и связанными с ними лицами) (табл. 11.1), общественно-экономическая ситуация, а также основанные на сговоре отношения между преступной группой, с одной стороны, и административными органами и банками – с другой.

Эффективность способа отмывания денег в банковской системе считается высокой, если обеспечено решение трех задач:

- ✓ сокрытие истинного происхождения и владельца отмытых денег;
- ✓ осуществление постоянного контроля над отмытыми деньгами;
- ✓ изменение формы наличности, полученной преступным путем

таким образом, что при уменьшении ее количества (веса, объема) сохраняется или увеличивается ее стоимость.

Таблица 11.1

#### Организованные структуры, отмывающие «грязные» деньги

1. Организованная преступная группа, занимающаяся деятельностью, приносящей большие доходы
2. Посредники, которые объединяют, например, торговцев наркотиками с «отмывателями» денег. «Пижоны»: <ul style="list-style-type: none"><li>✓ направляют торговцев к «отмывателям» или «отмывателей» к торговцам;</li><li>✓ не вмешиваются в обсуждение условий договора об отмывании денег;</li><li>✓ определяют ставки за услуги (но не процент от «отмытых» денег).</li></ul> Брокеры: связывают торговцев наркотиками с «отмывателями» и за отдельную плату заключают контракты.



3. Организаторы (спонсоры) отмывания «грязных» денег:
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ организуют всю процедуру в крупных масштабах (с большими суммами);</li> <li>✓ обеспечивают участие большого количества «отмывателей»;</li> <li>✓ оплачивают услуги каждого исполнителя в отдельности;</li> <li>✓ наводят контакты с группой, владеющей «грязными» деньгами.</li> </ul>
4. Курьеры:
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ организуют транспорт и процедуру на первой стадии процесса;</li> <li>✓ не связаны с деятельностью организованной преступной группы;</li> <li>✓ могут раскрывать свои паспортные данные;</li> <li>✓ однако, часто используют фальшивые паспорта и документы.</li> </ul>
5. Обменщики валют:
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ владельцы хозяйственных объектов, зачастую это пункты обмена валют;</li> <li>✓ бывают и нелегальными, уличными обменщиками валют.</li> </ul>
6. Профессионалы-советники:
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ предоставляют одну или несколько услуг (например, советы в области инвестиций, перевода фондов, регистрации хозяйствующих субъектов на фамилии третьих лиц – подставных владельцев);</li> <li>✓ проводят манипуляции в сфере финансов и законодательства;</li> <li>✓ банкиры.</li> </ul>

#### **А. Особенности отмывания денег на стадии размещения**

На первой стадии отмывания денег – размещение – применяются такие способы, как например, вложение денег на большое количество депозитов в суммах ниже лимитов, которые обязывают работников банков выполнять процедуру регистрации и идентификации вкладчика. Такая технология называется реструктуризацией и охватывает в большинстве случаев следующие моменты:

- ✓ многократные взносы наличности (включая валюту) на банковские счета граждан своей страны и иностранцев (это всегда суммы, по величине не выходящие за пределы, превышение которых обязывает банк идентифицировать клиента); подобные взносы делают и за счет наличных в виде иностранной валюты, перевозимой контрабандным путем из-за границы;

- ✓ перевод в инкассо имеющихся чеков на предъявителя на сумму, ниже лимитов, которые требуют идентификации;

- ✓ «смерфинг», т.е. приобретение за «грязные» деньги легко перемещаемых имущественных ценностей (в суммах, не превышающих пределы идентификации). Это касается главным образом чеков на предъявителя; многократная замена банкнот мелких номиналов на большие в сумме, не превышающей границы идентификации, без использования банковских счетов;

- ✓ другие разнообразные операции с наличностью, проведенные посредством большого количества банковских счетов, отделений, кассиров или с привлечением других лиц. Сюда входит проведение операций у многих кассиров одним лицом. Существует также возможность проведения операции у одного кассира или вложения депозитов наличными на много

разных счетов на предъявителя при небольшой величине отдельных депозитов, которые в совокупности образуют очень большую денежную сумму.

Очень популярна и распространена технология отмывания денег на стадии размещения – объединение «грязных» денег с доходами легального хозяйствующего субъекта. Эта технология называется «смешиванием». Отели, рестораны, химчистки, бары, пункты бытовых услуг для населения относятся к многочисленным видам хозяйственной деятельности, приносящей нестабильные доходы, которые меняются в зависимости от времени года, не подвергаются строгому контролю и поэтому становятся пригодными объектами для отмывания денег.

В описываемой технологии выделяют три варианта, при которых:

- ✓ владелец «грязных» денег в то же время является владельцем легального хозяйственного объекта или фирмы, которая предоставляет услуги в период отмывания денег;
- ✓ владелец «грязных» денег находит легальную фирму для использования ее преимущественно в качестве «прачечной» для отмывания денег;
- ✓ владелец «грязных» денег заключает договор с другим лицом (контрагентом), который организывает размещение денег через фирму – «прачечную».

Смешивание «грязных» и «чистых» денег позволяет без особых усилий обосновать существование крупных сумм наличности ссылками на легальную хозяйственную деятельность. До той поры, пока банк не начнет подозревать клиента в злоупотреблении своей деятельностью и использовании ее в незаконных целях (замечая, например, что доходы от хозяйственной деятельности клиента слишком высокие по сравнению с теми, которые он имел до появления в данной отрасли или в данной местности), процедура смешивания денег почти не поддается разоблачению.

Введение в ряде стран строгих юридических норм заставило организованную преступность добиваться проникновения в некоторые банковские учреждения своих соучастников или прикладывать усилия для подкупа банковских служащих и даже членов правления банков.

В отмывании денег может быть задействован один нечестный кассир, руководитель отдела или весь банк (так называемый «собственный» или «схваченный» банк). Технология «отмывания» денег на стадии размещения, в которой принимают участие банковские служащие, включает в себя:

- ✓ прием наличности без документирования идентичности личности вкладчика и без регистрации самой сделки;
- ✓ неполная регистрация данных, связанных с приемом наличных денег;
- ✓ помощь в открытии многочисленных фиктивных счетов с целью приема на них взносов наличными;
- ✓ сознательный отказ от суммирования многократных операций, проведенных в течение того же дня;

✓ однократный физический прием наличных и открытие депозитов, оформленных как принятые в течение нескольких дней;

✓ злоупотребление реестром, содержащим перечень лиц, которые пользуются освобождением от обязанностей регистрации в банковской системе, в которой есть предписание, обязывающее идентифицировать клиентов.

К широко распространенным технологиям отмывания денег в банковской сфере относят также так называемое «коллекционирование банковских счетов». Иммигранты из разных азиатских и африканских стран, а также государств Восточной Европы вкладывают небольшие суммы денег (вознаграждение за легальную работу или «черные» заработки) на один счет. Деньги эти впоследствии пересылаются в страны происхождения иммигрантов.

Еще одна технология стала порождением отсутствия в ряде стран соответствующих законодательных предписаний, регламентирующих размещение больших вкладов на банковские счета. Речь идет о депозите валютных вкладов гражданами этих стран или иностранцами. Например, в Польше и других странах достаточно предъявить банку таможенную декларацию о ввозе в страну иностранной валюты, и это освобождает вкладчика от обязанности идентификации личности. Такие банковские операции распространяются и на суммы, превышающие идентификационные лимиты, особенно если принять во внимание недостатки в учете зарегистрированных операций, проведенных теми же вкладчиками.

Простой техникой отмывания денег остается покупка и продажа иностранной валюты одновременно с записью на банковский счет или покупка и продажа наличной иностранной валюты посредством обменных пунктов в банках и вне банков.

От упомянутого способа отличаются так называемые «контракты», которые касаются обмена валют. Суть данной технологии заключается в том, что «грязная» наличность оседает на разных счетах в разных банках. В дальнейшем вкладчик заключает с помощью банковского менеджера в третьем банке договор об обмене валют, например, значительной суммы долларов США на швейцарские франки. Дальнейший этап включает реализацию договора об обмене валют по определенному курсу. Субъекты, занятые реализацией такой сделки, получают в третьем банке за это комиссионные.

Следует также назвать распространенную в случаях отмывания денег крупными суммами технологию сокрытия различных предметов и большого скопления денег в банковских сейфах. Применяется этот способ как вспомогательный в первой фазе отмывания денег.

Для отмывания денег могут быть использованы технические операции в банках, которые состоят в замене изношенных или поврежденных денежных знаков.

Очень часто для очистки денег используют денежные переводы, например, как плата за услуги. Обычно они находят применение в связи с перечислением «грязных» денег в банковскую систему другой страны.

Все перечисленные способы, используемые в фазе размещения «грязных» денег в банковской системе, поддерживаются другими преступными деяниями, которые направлены на достижение поставленной цели – «очищение» полученных средств и переход к следующей, второй стадии процесса. Все эти способы тесно связаны с обслуживанием преступников сотрудниками банков и конкретным характером банковских операций. В каждом отдельном случае преступные действия могут принимать следующие формы:

- ✓ подделка документов, создающих основу для открытия банком депозита;
- ✓ подкуп – это касается как сотрудника банка, так и юридического лица (например, коммерческого банка);
- ✓ введение в заблуждение, мошенничество в отношении физических или юридических лиц, которые становятся соучастниками отмывания денег, даже не подозревая о своем соучастии.

### **Б. Способы отмывания денег на стадии маскировки**

Эти способы имеют прямое назначение – скрыть следы происхождения преступного дохода и обеспечить анонимность владельцу «грязных» денег.

Один из наиболее доступных и широко применяемых способов отмывания денег на второй стадии этого процесса – перемещение денег с помощью электронных переводов (electronic fund transfer).

Этот способ часто выступает как начальный элемент в маскировке, сразу же после перемещения наличности в банк. Он может также быть опосредующим звеном в этой стадии после обмена наличных на денежный документ. В целях маскировки могут быть использованы также: переводы в месте продажи (point of sale transfer – POS), сделка с использованием банкоматов, прямые электронные депозиты (например, выплата вознаграждений или социальных пособий), оплата счетов за телефонные переговоры. Это могут быть почтовые переводы как внутри страны, так и международные. На территории одного государства для их реализации могут быть использованы внутренние системы межбанковских расчетов, которые существуют во многих странах мира.

Главным преимуществом электронного перевода активов у «отмывателей» денег считается скорость перемещения денег (а также информации и банковских поручений). Активы, перечисленные электронным путем, как правило, становятся доступными сразу же после поступления на счет «отмывателя» денег в банке, который принял перевод. Поэтому немедленно открывается возможность начинать дальнейшие преступные действия, связанные с отмыванием денег – или следующие маскировки капитала, или его интеграция в банковскую систему, или вне ее.

Вторым несомненным преимуществом электронного перевода активов (как и системы SWIFT в целом) является частота (интенсивность) пе-

ремещения денег. Скорость и легкость, с которой осуществляются переводы, способствуют тому, что множество внутригосударственных и международных акций по маскировке денег могут быть осуществлены в течение короткого времени – с целью камуфляжа их настоящих преступных связей.

Третье преимущество – удаленность при перемещении активов. Большие расстояния (в милях или километрах) не являются препятствием для такого вида переводов. Сегодня многие финансовые системы разных государств подключены к сети электронного перевода активов SWIFT.

Четвертое преимущество – минимальное количество документации, применяемой в соответствующих банковских операциях.

Помимо электронных форм перемещения активов и средств, можно назвать еще несколько технологий отмывания денег на стадии маскировки.

Это прежде усовершенствованная техника телеграфных переводов. Она заключается в переводе «грязных» денег из разных мест страны или региона на единый счет, в так называемый «распределительный» ящик. Когда сальдо превышает определенный уровень, переходящий установленный «порог», активы автоматически высылаются из данной страны. Применение такого «порога» помогает преступным группам избегать больших потерь в случае изъятия или блокировки счета органами правосудия.

Дополнением к этому способу является следующая технология. Она заключается в однократной или многократной смене формы нелегальных доходов путем закупок активов, т.е. акций, облигаций, дорожных чеков. Зачастую это делается очень быстро. Исполнитель таких операций может, например, скупать чеки на предъявителя с поручениями банковских выплат или выменивать такие поручения на дорожные чеки. Такие «превращения» очень затрудняют определение источников преступного дохода. Документы, сопровождающие такие «преобразования», имеют сравнительно малый физический объем, что облегчает их вывоз за границу и возвращение назад. В ряде случаев казино и другие предприятия, занимающиеся азартными играми, облегчают процедуру отмывания денег, меняя наличные на жетоны для игры. Затем «отмыватель» денег обменивает жетоны на наличные или чеки.

Часто применяемым способом отмывания денег на этой стадии выступает создание уже упомянутых «предприятий прикрытия» и использование их банковских счетов для осуществления безналичных операций. Такие субъекты в принципе существуют только на бумаге. На самом деле они не занимаются хозяйственной деятельностью (в отличие от так называемых компаний-ширм). Такая компания используется для маскировки перемещения нелегальных денег. «Предприятия прикрытия» (чаще всего это компании) дают возможность ссылаться на коммерческую тайну. Их настоящие владельцы скрываются за номинальными партнерами, которые их представляют, и членами правления. Такие компании создаются быстро, а для маскировки отмывания денег могут использоваться многократно.

С той же целью на стадии маскировки применяются незаконные внутриванковские (между отделами) и межбанковские трансферты. Такая технология начинает действовать, когда организованная преступная группа, отмывающая деньги, контролирует два или более отделения банка или два банка в разных странах (уже упоминавшиеся как «собственные» или «схваченные» банки). Деньги, подлежащие «отмыванию», попадают в отделение банка в одной стране, но оказываются в распоряжении банка другой страны в той же валюте или в любой другой. Учитывая, что оба отделения связаны между собой, не нужно физически перемещать активы. Отпадает также необходимость переводить деньги телеграфом. Такая операция осуществляется по телефону или факсу.

Характерная особенность использования банковских операций на стадии маскировки при отмывании денег – реализация большого количества расчетных чеков, которые влияют на распознавание (включая те, которые ниже границы идентификации), в том числе иностранных чеков.

Нередко для маскировки «грязных» денег используется технология, которая заключается в принятии наличности с одновременным закрытием существующих банковских счетов с целью открытия новых, в других банках в данной стране или за рубежом. По требованию клиента выполняется (так обычно делается при операциях такого типа) прекращение продолжения (стирание следов) ранее проведенных операций, при этом банковский кассир перечисляет деньги на другие, указанные клиентом счета, одновременно симулируя выплату этих денег клиенту наличными.

### **В. Способы отмывания денег на стадии интеграции**

После успешной маскировки «грязных» денег, зачастую с использованием различных технологий, исполнитель, занимающийся легализацией доходов от преступной деятельности, должен отыскать законное обоснование факта владения имуществом. Для этого он применяет различные интеграционные технологии.

Очень часто используют сделки купли-продажи предметов длительного пользования, таких как автомобили, яхты, самолеты, предметы старины, недвижимость. Для приобретения недвижимости за «грязные» деньги используются подставные фирмы. В дальнейшем недвижимость перепродается, а доходы теперь уже становятся вполне «законными», полученными от продажи. В других случаях «отмыватель» покупает за «грязные» деньги, например, яхту, декларируя при этом цену, которая значительно ниже ее действительной стоимости. Разницу выплачивает продавцу яхты наличными (так называемая сделка «под столом»). В дальнейшем он может продать ту же яхту, взяв при этом за нее цену, равную ее настоящей стоимости. Таким образом, он фиктивной прибылью обосновывает «законность» получения доходов. Отмечены многочисленные случаи, когда «отмыватель» сотрудничает, например, с дилером, продающим автомобили, или с агентством по продаже недвижимости. Владельцы таких посред-

нических фирм нередко оплачиваются преступными организациями. Эти фирмы используются преступниками для проведения различных сделок и махинаций. Предметы, получаемые с помощью этих фирм, используют также для осуществления преступной деятельности, например, транспортные средства, помещения для производства наркотиков, убежище для членов преступных групп и т.д.

Все большее распространение на стадии интеграции приобретает такая технология, как скупка обанкротившихся предприятий с целью создания видимости, будто доходы, полученные из преступных источников, – это действительно прибыль от приобретенного предприятия.

Очень популярный способ отмывания денег в стадии интеграции – так называемая технология кредитования самого себя. Заключается она, прежде всего, в создании фиктивной фирмы, получающей отмытые деньги. Регистрация ее за рубежом успешно скрывает тот факт, что эта фирма – собственность лица, занимающегося преступной деятельностью. Для использования отмытых денег преступники берут кредит в одном банке, а также второй кредит (как правило, значительно большего размера) у себя самих как от фиктивной фирмы. Законный кредит возвращается вместе с причитающимися процентами, он покрывается за счет большего, фальшивого кредита. Это дает возможность преступникам свободно использовать деньги в различных целях (например, финансировать дальнейшее развитие преступного промысла), а задолженность перед самим собой (то есть перед фиктивной фирмой) открывает возможность финансирования вполне легальных предприятий из самых солидных источников и еще пользоваться налоговыми льготами для выплаты процентов или на включение тех же процентов в расходы производства (в зависимости от действующих в данном государстве налоговых норм). Помимо простоты и доступности кредитов для самого себя, есть еще одно важное (с точки зрения преступников) преимущество. Они трудно поддаются разоблачению со стороны правоохранительных органов, их трудно найти, если учесть отсутствие информации о настоящей финансовой деятельности преступных групп и их фиктивных предприятий.

Во многих государствах раскрыт способ отмывания денег, связанных со злоупотреблением со стороны кредитных учреждений. Этот способ часто сопровождается контрабандой наличности. Протекает он в двух фазах. В первой переправляют преступные доходы в другое государство и размещают их в виде банковских депозитов. Далее (на второй фазе) берется кредит в банке, расположенном в стране происхождения «грязных» денег, а обеспечением его выплаты служат переведенные ранее в иностранный банк активы (свидетельство о депозите). Этот способ применяется также для уклонения от уплаты налогов.

Кредитные учреждения, а также займы используются в еще одной махинации, которая основывается на переводе финансовых средств на выгодных условиях (например, низкие ставки процента, выгодные условия с точки зрения сроков возврата кредита, отказ от гарантии и т.д.) на реализа-

цию различного вида инвестиционных проектов, финансируемых, например, органами территориального самоуправления.

На стадии интеграции для легализации источников отмываемых денег, широко используют сотрудничество с иностранными банками. Это, как правило, банки, имеющие резиденцию в оффшорных центрах, в которых соблюдается строгая банковская тайна, что практически делает невозможным доступ к информации об их клиентах. Сотрудничество криминальных элементов с иностранными банками на стадии интеграции зачастую осуществляется благодаря коррумпированности банковских служащих, которая состоялась еще на стадии размещения «грязных» денег на счетах этих банков или на стадии маскировки. Важно, что при использовании преступниками таких банков, их служащие принимают от своих клиентов неправдоподобные (или вообще фантастические) «обоснования» источников происхождения денег и причин депонирования.

К распространенным технологиям отмывания денег на стадии интеграции относят применение счетов-фактур на импортные и экспортные товары при проведении торговых сделок, а также использование с этой целью банковского персонала. Таковую технологию используют в четырех вариантах.

Во-первых, это контракты с двойным источником оплаты (рис. 11.2). Этот способ заключается в следующем. Заключают внешнеэкономический договор (контракт) на закупку товаров (или сырья) на чрезвычайно выгодных условиях (очень дешевая закупка), перепродажа которых может принести 100% прибыль. В действительности поставщик (продавец) принимает оплату из двух источников. Первый платеж на основе единого счета-фактуры, выставленного фирмой, составляет не более 50% фактической стоимости товара и официально производится покупателем. Второй платеж осуществляется чаще всего наличными (реже переводом) в кассу или вручается лично продавцу. Официальная прибыль покупателя, полученная во время перепродажи таким образом товара, составляет «отмытые» деньги. Данная технология используется при купле-продаже большого количества дорогих товаров, например, электронной продукции, нефтепродуктов, алкогольных напитков, сигарет.

Во-вторых, это сугубо формальные контракты, заключенные для вида, или псевдоконтракты (рис. 11.3.). Этот вариант аналогичен предыдущему, с той лишь разницей, что применяется почти исключительно в крупных импортных сделках торговых фирм. Суть его в том, что определенное количество контрактов (20–50% в стоимостном выражении) реализуется вообще без официальной оплаты фирмой-покупателем, часто все это оформляется фиктивным предоставлением кредита. Контракты предусматривают значительную отсрочку выплаты платежей по ним, величина их намного меньше стоимости реализованных поставок. На деле же платежи поступают из иностранных нелегальных источников. Для финансовых расчетов по этим сделкам часто используют банки с сомнительной репутацией, расположенные в оффшорных центрах. Кроме того, участники сделки широко используют в такого типа расчетах аккредитивы.



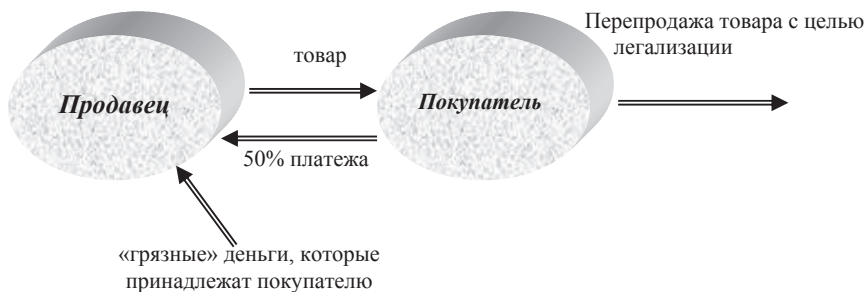


Рис. 11.2. Контракты с двойным источником оплаты

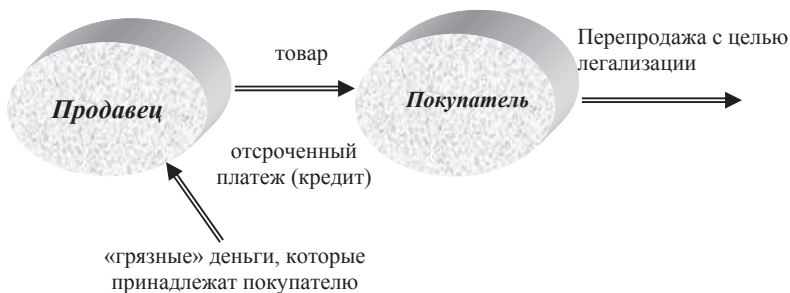


Рис. 11.3. Псевдоконтракты

Значительную роль в разнообразии подобных махинаций, связанных с отмыванием денег, могут играть работники банков разных уровней – кассиры, бухгалтеры и т.п. Большую пользу при этом может дать даже тщательный анализ счетов-фактур. Придя из разных частей света, из разных регионов и от разных фирм, они часто имеют общие, идентичные, признаки, которым характерна одинаковая лексика и даже те же орфографические ошибки. При внимательном их изучении нетрудно догадаться, что у них один и тот же исполнитель.

В-третьих, это легализация «грязных» денег путем перевода за границу (рис. 11.4.). Такая технология применяется в ситуации, когда на более ранних стадиях отмывания деньги оказались на банковских счетах какой-то отечественной фирмы и возникла острая необходимость вывезти их из страны с последующей легализацией и инвестированием за рубежом. Суть ее в том, что официально заключается невыгодный экспортный контракт о продаже товаров ниже их стоимости. Это приводит к финансовым потерям отечественной фирмы. В то же время иностранная фирма (которая находится, как правило, под контролем отечественной фирмы-экспортера) неофициально получает значительные доходы от перепродажи товаров, составляющих предмет контракта. Теперь полученная прибыль приобретает вид легально полученного дохода от торговой деятельности.

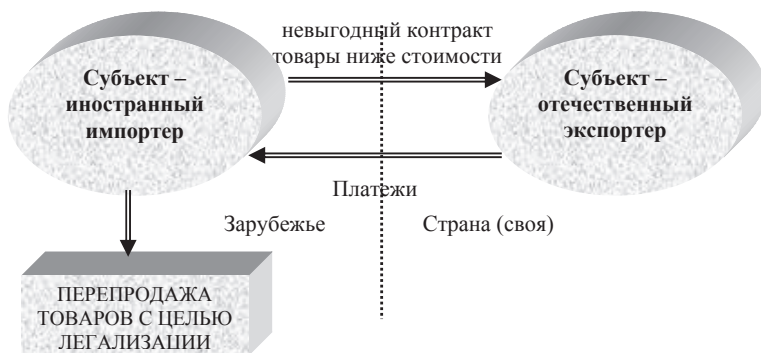


Рис. 11.4. Легализация «грязных» денег путем перевода за границу

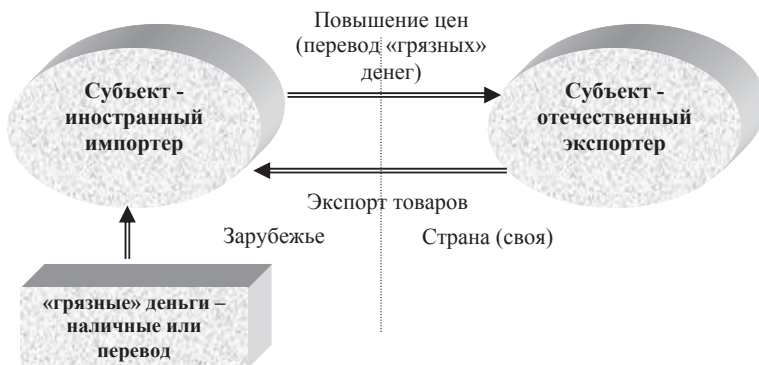


Рис. 11.5. Легализация «грязных» денег путем перевода в свою страну

Источник: [32, с. 288]

В-четвертых, это легализация «грязных» денег путем перевода в свою страну (рис. 11.5.). Этот способ основывается на том, что заключенный экспортный контракт предусматривает завышенную по сравнению с их действительной стоимостью цену на товары. Завышенная цена удачно дополняется неполной поставкой товара (т.е. меньше, чем предусмотрено контрактом). Выставленные же отечественной фирмой счета-фактуры оплачиваются полностью, хотя часть товара не поставлена и стоимость его намного ниже, чем того требуют условия контракта.

Две последние из описанных технологий отмывания денег носят общее название «трансферт цен» (transferpricing).

## 11.2. Распознавание операций, связанных с отмыванием «грязных» денег

Распознавание имеет важное значение в информировании правоохранительных органов о совершении преступления отмывания денег. Эффективность процедуры распознавания под этим углом зрения рассматривается как значительный вклад в успешную работу органов правосудия в деле по борьбе с организованной преступностью.

Распознавание попыток отмывания «грязных» денег в процессе банковской деятельности расценивается как совокупность мер, направленных на организацию постоянного или периодического поступления информации о клиентах и подозрительных сделках. Эта информация может послужить основанием для соответствующих действий, направленных на прекращение нежелательных финансовых связей. Такие действия обычно включают следующие этапы:

- ✓ сбор информации о сделках, которые могут быть использованы для отмывания денег, а также создания условий для постоянного поступления такой информации;

- ✓ обработка накопленной информации с помощью различных методов, а также классификация сомнительных и нетипичных (необычных) сделок на основе различных критериев;

- ✓ мониторинг сомнительных и нетипичных операций;

- ✓ подготовка заключений на основе обработки информации, ставшей результатом распознавания.

### **Сбор и накопление информации**

Сбор информации для распознавания составляет первый, вводный этап всего процесса. Он охватывает как активные действия, которые заключаются в создании соответствующего инструментария, облегчающего получение данных, так и действия, пассивно (косвенно) связанные с определением способа доступа к информации, которая потенциально может быть использована в следующих стадиях распознавания. Информация, необходимая для проведения распознавания, поступает преимущественно из следующих источников:

- ✓ реестров сделок (транзакций) с наличностью, превышающие установленную квоту, а также аналогичных реестров сделок с использованием безналичных расчетов, если соответствующие внутренние правила указывают на обязательность их ведения;

- ✓ других банковских отчетов и банковской документации;

- ✓ документов об операциях, реализуемых различными категориями банковских работников в рамках широко применяемой политики «знай своего клиента», особенно это касается операций, выполняемых при открытии банковских счетов для физических и юридических лиц, при ведении этих счетов, при контактах с уполномоченными представителями клиентов и т.д.;

✓ отчетов об операциях, выполняемых различными банковскими служащими в связи с контактами с лицами – не клиентами банков, например, которые вносят наличность на счета банковских клиентов;

✓ анализа основных финансовых показателей, касающихся банковской деятельности;

✓ баз данных о банковских работниках;

✓ баз данных о банковских клиентах, а также других лиц, которые прибегают к банковским услугам и использовали или пытались использовать банковские операции в преступных целях.

Основной источник информации для распознавания попыток отмывания «грязных» денег в банках – реестр имеющихся сделок, которые превышают установленный лимит.

Важным вкладом в процесс распознавания становится создание специальной базы данных банковских операций, осуществленных подставными лицами. Сбор информации о них должен быть максимально полным.

Еще одна категория информации, которая может быть полезной для распознавания, – всевозможные показатели, особенно касающиеся работы по привлечению вкладчиков. Речь здесь идет о показателях роста количества открытых счетов за определенный период времени, флуктуация (подъем или снижение численности) в сфере взносов наличными, количество открытых так называемых «замороженных» (бездействующих) счетов за определенное время (например, за квартал, за полгода), показатели, касающиеся поступлений денег на счета.

Завершает часть данных, необходимых для распознавания, различного вида «историческая» информация, которая касается случаев и событий, связанных с отмыванием денег или с подозрениями в этих преступлениях.

### **Обработка данных**

Информация, собранная и накопленная в реестрах имеющихся вкладов и полученная из других банковских источников, подлежит обработке в рамках программы распознавания, принятой и реализуемой в ряде стран. Этот этап включает действия, связанные с корреляцией, дополнением, анализом, переработкой в виде текста, а также с передачей данных, необходимых для обнаружения попыток отмывания денег.

Обработка информации должна происходить систематически. Ее целью является определение среди всех транзакций такого типа сделок, которые проходят через банковскую систему, что вероятнее всего может быть использовано для отмывания «грязных» денег. В первую очередь, речь идет о выявлении сделок нетипичных (необычных), т.е. таких, которые отличаются от других, ранее много раз реализованных данных клиентом или определенной категорией клиентов (например, торговыми предприятиями, занимающихся сбытом электронного оборудования), а также непонятных сделок, т.е. таких, в чьих финансовых характеристиках отсутствует полнота и завершенность или цель их реализации не-

определенна и неясна. Часто такого типа сделки отмечались как подозрительные.

Для обработки информации применяют ряд методов. Чаще всего это сравнение, которое заключается в сопоставлении элементов, характеризующих определенную сделку с заранее подготовленной и принятой в качестве «шаблона» базы данных. Последняя служит «эталонном» для сравнения. Цель такого метода – установление сходства и различий в определенных финансовых сделках, а также динамики тех же трансакций во времени.

Другой метод, применяемый при обработке информации, – структурный анализ, который заключается в выделении и исследовании отдельных финансовых операций. Этот метод дает возможность выявить незаконность проведения операции с использованием такого финансового инструмента, случаи мошенничества, а также отмыывание денег.

Для обработки информации можно использовать еще метод систематизации и группировки данных о финансовых сделках, который состоит в объединении определенных выделенных элементов с целью установления между ними причинно-следственных связей. Он позволяет выделить повторяющиеся операции и вычлнить группы субъектов, которые могут потенциально стать участниками процедуры отмыывания денег.

Выявление нетипичных и неясных сделок с помощью перечисленных методов может быть облегчено, если заранее в практике банковской деятельности будут определены симптомы использования банков для отмыывания «грязных» денег. Например, симптомы, связанные с поведением работников банков; с нетипичным характером сделок с наличными, а также с сохранением банковского счета; с нетипичным характером безналичных сделок; со спецификой деятельности клиента банка по месту происхождения банковского клиента, поручителя или бенефициара; а также специфические симптомы, связанные либо с уровнем показателей, определяющих финансовую деятельность банков, либо с качественными изменениями, которые возникают в результате соблюдения ими финансово-правовых обязательств и специальных инструкций.

В процессе обработки банковской информации применяют, в зависимости от вида информации, а также от методов исследования, различные способы передачи обработанных данных. Наиболее часто используются:

- ✓ диаграмма переводов, с помощью которых происходит перелив финансовых средств;
- ✓ диаграмма отношений, отражающая связь между клиентами банка, как физическими, так и юридическими лицами;
- ✓ календарь событий, облегчающий анализ сделок, проведенных в одно и то же время;
- ✓ диаграмма частоты финансовых сделок;
- ✓ памятки, касающиеся наиболее важных наблюдений банковских работников, которые обрабатывают информацию о нетипичных и неясных сделках;

✓ сопоставления и таблицы признаков, характеризующие неясные и нетипичные контракты, а также специфические симптомы трансакций такого вида.

Обработка данных должна происходить с использованием современных информационных технологий.

**Мониторинг** Важный этап распознавания процедуры отмывания «грязных» денег – мониторинг трансакций, отобранных как нетипичные и сомнительные. Цель этого процесса – наблюдение за банковским счетом клиента, а также за проведенными им другими банковскими операциями. Но основным результатом такого наблюдения должно стать подтверждение подозрений относительно признаков преступных действий клиента (или нескольких клиентов) или снятия этих подозрений и завершение распознавания. Мониторинг дает возможность исключить принятие каких-либо необоснованных решений и как результат – направлять в прокуратуру подтвержденную информацию.

Мониторинг должен привести к накоплению максимально большого количества документов и информации, которая будет необходима для определения характера подозрений, возникших у работника банка, отвечающего за эту процедуру. Ведь на этом этапе в целом формируется предположение о юридической квалификации преступного деяния или отказа от гипотезы о привлечении клиента к преступной деятельности.

Мониторинг должен быть результативным. Эффективность заключается в том, что в процессе его проведения рассеиваются подозрения в преступном характере сделок, проведенных клиентом, и в том, что подозрения находят подтверждение.

**Окончание распознавания** Распоряжение об окончании процесса распознавания отдает должностное лицо, ответственное за проведение мониторинга специально отобранных для этой цели трансакций. Это делается на основании документа, которым извещают прокуратуру о преступлении отмывания денег или об отказе от подозрений в таком преступлении. Документ, который завершает деятельность в рамках распознавания, может иметь форму:

- ✓ заявления, направленного в ревизионное отделение банка;
- ✓ предложения правлению банка принять решение о сообщении правоохранительных органов о подозрениях в отмывании денег;
- ✓ информации, направленной начальнику отдела банка;
- ✓ информации, направленной начальнику отдела банка о ходе мониторинга;
- ✓ отчета (за период, например, шесть месяцев), который включает информацию о подозрениях в отмывании денег;
- ✓ обобщающей служебной записки с выводами, которые касаются обоснованных подозрений в отмывании денег, которое наблюдалось при

осуществлении финансовых операций, с предложением принять необходимое решение.

Эти документы затем направляются на рассмотрение директору банка, который самостоятельно или после обсуждения их с юридическим советником (группы советников) принимает решение сообщить в прокуратуру о совершении преступления отмыывания денег или о поведении должностных лиц, которые уклонялись от такого сообщения.

Информация, полученная в ходе банковского распознавания, может быть использована с целью:

- ✓ придание нужного направления следственным действиям, которые проводятся органами правосудия
- ✓ исследования величины и цели использования средств, приобретенных в результате преступления;
- ✓ облегчения действий, направленных на отыскание преступного дохода;
- ✓ доведения уголовного дела до судебного разбирательства;
- ✓ подсчета незаконно полученных доходов;
- ✓ облегчения проведения арестов подозреваемых лиц.

### **11.3. Основные пути и методы противодействия отмыыванию «грязных» денег**

Методы отмыывания денег становятся все более рафинированными и трудно поддаются разоблачению. Уровень и масштабы процедуры отмыывания денег достигли во всем мире столь огромных размеров, что стали угрозой стабильности отдельных стран и внешней безопасности целых регионов.

Процедура отмыывания «грязных» денег связана со следующими серьезными проблемам:

✓ *дестабилизация экономик отдельных государств.* Деятельность крупных преступных группировок, которые оперируют миллиардами долларов, может (как это неоднократно случалось) вызвать расстройство валютной и фискальной системы государства, падение обменного курса национальной валюты. Массовое отмыывание нелегальных доходов часто приводит к нарушению принципов хозяйственной конкуренции, а также к деформации и перекосам в функционировании всей макроэкономической системы государства. Все это неизбежно сопровождается подкупом и коррупцией государственной администрации, которая принимает участие в регламентации отдельных отраслей хозяйственной деятельности. В конечном итоге, целые сектора экономики оказываются в руках преступных группировок;

✓ *отмыывание денег, происходящее преимущественно в кредитно-финансовых учреждениях, главным образом, в банках, неизбежно приводит*

к подрыву банковской системы, вызывая в некоторых случаях банкротство ряда банков или нанесение им финансовых убытков. Оно вызывает явление коррупции банковских служащих, осуществляющих подозрительные операции, а это подталкивает их к принятию экономически необоснованных решений, наносящих финансовый ущерб, или к другим должностным злоупотреблениям. Как следствие теряется доверие вкладчиков к кредитной системе этой страны, что в результате подрывает доверие к самому государству и ее финансовой системе со стороны мирового сообщества;

✓ *отмывание «грязных» денег придает ускорение росту и развитию организованной преступности.*

Широкомасштабное отмывание нелегальных доходов давно уже стало общемировой проблемой. Поэтому особое значение приобретает *международное сотрудничество в борьбе с отмыванием «грязных» денег, основывающееся на определенных нормативно-правовых актах.*

Главным побудительным мотивом, который подтолкнул правительства многих стран к объединению усилий в борьбе с международной преступностью почти столетие назад, была проблема, вызванная распространением на всей планете торговли опиумом. Накануне Первой мировой войны (1912 г.) была подписана международная Конвенция по делам, связанным с торговлей этим наркотическим веществом, а в 1931 г. она была заменена новой Конвенцией, которая ограничивала и регулировала производство и распространение в масштабе планеты медикаментов, содержащих наркотические вещества.

После окончания Второй мировой войны инициативу в борьбе с распространением наркотиков, а вместе с ней и с отмыванием «грязных» денег, взяла на себя ООН. Краеугольным камнем, заложенным в фундамент международного законодательства по данной проблеме, принято считать Единую Конвенцию ООН об одурманивающих средствах 1961 г., впоследствии дополненную и измененную Протоколом 1972 г.

Вторым важнейшим правовым актом, регулирующим проблемы, связанные с борьбой против наркобизнеса, считают Конвенцию ООН о психотропных веществах 1971 г. Она значительно расширяет сферу международного контроля на большой перечень синтетических наркотиков. Этот документ ратифицировали более 140 государств.

Однако продолжающийся рост наркобизнеса, расширение его географических границ, все более изощренные и опасные формы этого преступного бизнеса заставили ООН снова вернуться к решению этой проблемы. В ноябре 1988 г. в Вене была созвана Конференция ООН по борьбе с нелегальным оборотом одурманивающих и психотропных веществ. Конференция завершилась принятием текста международного договора, который известен во всем мире как Венская Конвенция. Сейчас к Конвенции присоединилось большинство государств планеты.

Важной особенностью Конвенции стало ее требование, о том чтобы преступления, связанные с отмыванием денег, другие преступления, свя-



занные с оборотом наркотиков, рассматривались судами всех государств-участников Конвенции с особой тщательностью. Кроме того, она требует введения в законодательные акты стран-участниц статей об экстрадиции (выдаче) виновных в осуществлении такого преступления, а также конфискации имущества преступников.

По мнению выдающихся юристов, Венская Конвенция сыграла важную роль в развитии международного права и стала серьезным вкладом в организацию интернационального сотрудничества в борьбе с наркобизнесом и отмытием денег.

Ведущую роль в укреплении международного сотрудничества по проблемам уголовного законодательства на европейском континенте играет Совет Европы.

Высокими достижениями Совета в области создания инструментов международного права стали две многосторонние конвенции, признанные фундаментом европейского сотрудничества в борьбе с преступностью. Это Европейская конвенция об экстрадиции 1957 г., а также Европейская Конвенция о взаимопомощи при расследовании уголовно наказуемых преступлений 1959 г. В 1980 г. были приняты рекомендации, названные «Меры по предотвращению трансферта и сокрытия средств, поступающих от криминальных преступлений». В последующие годы была начата работа по подготовке законодательства во вопросам конфискации нелегальных доходов, поступающих от торговли наркотиками.

Еще одним импульсом к ускорению деятельности в этом направлении стала инициатива министров юстиции Совета Европы, которые поручили в 1986 г. Европейскому комитету по проблемам преступности разработать «Международные нормы и стандарты по обеспечению эффективного сотрудничества между органами правосудия (а также в случае необходимости с полицией) по вопросам пребывания, изъятия и конфискации нелегальных доходов, имущества, оборудования и предметов, полученных от нелегальной торговли наркотиками».

Другой важный документ, который является основой международного сотрудничества в борьбе с наднациональной организованной преступностью – «Конвенция по делам отмытия доходов, полученных от совершения преступления, их обнаружение, изъятие и конфискации», подписанная в Страсбурге 18 ноября 1990 г. Документ подготовлен Комитетом экспертов Совета Европы. Специалисты по праву расценивают этот документ как наиболее полный перечень предписаний и правил, охватывающий все этапы юридической процедуры – от начала расследования до вынесения приговора и конфискации «грязных» денег.

Цель Конвенции заключается в лишении международных преступных группировок результатов их преступной деятельности и в создании для достижения этой цели действующей системы международного сотрудничества. Содержание ее во многом дополняет и развивает положения, изложенные в Венской Конвенции, но вместе с тем включает важные, прин-

ципально отличающиеся от нее положения. Конвенция Совета Европы не просто требует пенализации, то есть объявления отмывания денег преступлением, но и требует, чтобы это деяние признавалось преступлением независимо от того, связано ли оно с торговлей наркотиками, или такая связь не установлена. Это условие устанавливает уголовное наказание за отмывание доходов, полученных и накопленных в ходе осуществления любого тяжкого преступления. Все государства, подписавшие и ратифицировавшие Конвенцию, обязаны выполнить это требование.

Конвенция Совета Европы много внимания уделяет организации поиска преступных доходов, их идентификации, а также мерам, которые приводят к конфискации преступных доходов в любой форме. В четвертой статье перечислены меры, которые обеспечивают доступ к банковским, финансовым и коммерческим документам, а также разъясняется порядок мониторинга банковских счетов, организация прослушивания телефонных переговоров, вхождение в компьютерные сети и другие действия, необходимые для отслеживания процедуры отмывания «грязных» доходов как в пределах одной страны, так и за ее пределами. Это соглашение ратифицировано более чем сотней государств всего мира и остается на сегодняшний день самым исчерпывающим документом, служащим основой для борьбы с отмыванием денег. Как и Венская Конвенция, оно сыграло важную роль в совершенствовании уголовного законодательства многих стран, ориентируя его на активизацию усилий по борьбе с отмыванием денег.

Создание нормативно-правовой базы путем подготовки и заключения международных договоров – это, несомненно, важный этап в борьбе с интернациональной организованной преступностью. Но еще важнее и сложнее задача – *применения практических мер по реализации этих соглашений*, причем осуществление таких мероприятий приносит весомые конкретные результаты. С этой целью в 1990 г. была принята Генеральной Ассамблеей ООН Всемирная программа действий, во время специальной сессии, посвященной международному сотрудничеству в борьбе с нелегальным производством, предложением, спросом и распространением одурманивающих средств и психотропных веществ.

Члены ООН также обратили внимание на необходимость принятия мер, направленных на подрыв экономического потенциала преступных организаций. Сессия ООН констатировала, что «огромные финансовые доходы, поступающие от нелегальной торговли одурманивающими средствами и связанной с ней преступной деятельности, открывают возможность наднациональным преступным группам проникать в правительственные органы, развращать и коррумпировать должностных лиц, а также портить принципы правопорядка и создавать угрозу суверенности государств» [32, с. 336].

Роль основного координатора в экономическом противодействии международной преступности играет созданная под эгидой ООН специализированная организация под названием Программа ООН по контролю над наркотиками (United Nation Drug Control Programme – UNDCP) со штаб-

квартирой в Вене. Она разработала собственный план действий в области борьбы с отмыванием денег, а также конфискации доходов, поступающих от торговли наркотиками. UNDCP оказывает специализированную помощь всем, кто к ней обращается. Формы этой помощи разнообразны, например, организация обучения, – часто тематически приспособлена к условиям, – для политиков, работников правоохранительных органов, которые занимаются розыском участников наркобизнеса. Дополнением к этим программам служат учебные курсы оперативного состава, участники которых – лица, отвечающие за раскрытие экономических преступлений.

Из разнообразной деятельности UNDCP следует особо выделить оказание юридической помощи тем государствам, которые после ратификации Венской конвенции должны провести сложную и трудоемкую работу по приспособлению своих законодательных систем к ее требованиям. Больше трудностей в этой сфере деятельности испытывают развивающиеся страны. Поэтому одной из важнейших инициатив UNDCP в этом направлении стала разработка в 1993 г. «образцового законодательства», приспособленного к потребностям стран, законодательные системы основываются на принципах римского права. Сильный акцент также сделан на предотвращение использования финансовых учреждений для отмывания денег, поступающих от торговли наркотиками (а также использования других учреждений, например, казино).

В решении проблемы отмывания денег важную роль играет Отдел предупреждения преступлений и уголовного судопроизводства Венского бюро ООН. Он занимается различного рода научными исследованиями, которые обратили внимание правительств ряда стран к огромным масштабам отмывания денег, поступающих от всех видов преступлений, кроме торговли наркотиками, а также к масштабам угроз, которые порождаются ростом организованной преступности. Отдел также занимается пропагандой и рекламой «типовых договоров» ООН, например, о взаимопомощи по правовым вопросам, о сотрудничестве в уголовных делах и экстрадиции лиц, подозреваемых в совершении преступлений.

Важным документом международного права является разработанный экспертами ООН в 1993 г. Типовой закон об отмывании денег, полученных от наркотиков. Этот закон, основываясь на новейшем законодательстве разных стран, содержит рекомендации по предотвращению отмывания денег, полученных от торговли и распространения наркотиков, рекомендации по выявлению подобных деяний и установлению санкций за их совершение.

Кроме ООН и ее дочерних организаций, в борьбе с международной организованной преступностью и отмыванием денег активное участие принимают специальные службы, которые дополняют и поддерживают деятельность следственных органов и правосудия во всех странах мира. Это, прежде всего, Международная организация уголовной полиции (Интерпол), а также Всемирная таможенная организация.

На сегодняшний день ведущей международной организацией, которая борется с отмыванием денег и иного имущества, приобретенного криминальным путем, является Группа по разработке финансовых мер борьбы с отмыванием денег – ФАТФ (FATF – Financial Action Task Force) – influential межправительственный орган, созданный в 1989 г. Целью деятельности ФАТФ является развитие и внедрение на международном уровне мер и стандартов борьбы с отмыванием денег. ФАТФ отслеживает процессы внедрения таких мер, изучает способы и технику отмывания денег, разрабатывает превентивные меры, способствует общемировой имплементации стандартов борьбы с отмыванием денег. Выполняя указанные функции, ФАТФ сотрудничает со многими международными организациями, деятельность которых также направлена на противодействие отмыванию «грязных» денег.

Деятельность ФАТФ имеет три главных направления. Первое заключается в распространении выполнения принятых рекомендаций на все континенты и регионы земного шара. Второе направление – проверка того, как выполняются в государствах-членах и как внедряются в других государствах меры по борьбе с отмыванием денег, основанные на 40 рекомендациях ФАТФ, которые являются руководством к действию. Третье направление – отслеживание общемировых методов и схем отмывания преступно нажитых капиталов и разработка контрмер.

В 1990 г. ФАТФ подготовил 40 Рекомендаций. Их авторы выделили три вида первоочередных мер, ставшие основой концепции Рекомендаций, на которую будут опираться многочисленные принятые в дальнейшем конкретные предложения. Рекомендации были нацелены на устранение основных препятствий к международному сотрудничеству, а также усиление его эффективности. Три вида таких мероприятий получили вид следующих рекомендаций, которые сгруппированы в раздел А:

1. Каждое государство должно, без долгих проволочек, принять меры к ратификации, с целью полного выполнения постановлений Венской конвенции, а также начать процесс ратификации.

2. Закон о конфиденциальности данных, действующий в финансовых учреждениях, должен быть изменен таким образом, чтобы он не мешал государству принять данные рекомендации.

3. Эффективная программа противодействия процедуре отмывания денег должна предусматривать усиление многостороннего сотрудничества, а также повышение результативности взаимной правовой помощи в поиске, следствии и в судебном процессе, в экстрадиции дел, которые касаются отмывания денег, в любых случаях, когда это возможно.

В разделе В Рекомендации призывают государства к расширению дефиниции преступления «отмывание денег» таким образом, чтобы оно охватывало все другие преступления, связанные с наркотиками; альтернативным решением является введение уголовного наказания за отмывание денег, полученных в результате всех тяжких преступлений и (или) всех

преступлений, вследствие которых возникает доход крупного размера, а также в них содержится возможность распространения уголовной ответственности за отмывание денег и на юридические лица.

Третий раздел Рекомендаций (С) определяет стратегию привлечения финансовой системы в искоренение явления отмывания денег без нарушения норм и условий, необходимых для проведения эффективных финансовых операций.

Еще одна важная сфера деятельности ФАТФ – мониторинг типологии новых методов отмывания денег, применяемых в преступном мире, а также верификация средств противодействия этому явлению. Ежегодные обзоры, для подготовки которых привлекаются всемирно известные эксперты, а также материалы следствия по делам об отмывании денег, свидетельствуют о все более рафинированных методах, о растущем профессионализме международных преступных групп. В поле зрения экспертов ФАТФ постоянно находятся важнейшие инструменты преступной деятельности: подставные корпорации, электронные трансферты, небанковские финансовые учреждения, а также другие предприятия, например магазины и экспортно-импортные фирмы [32, с. 352].

Правительства многих стран большое внимание уделяет проблемам борьбы с организованной преступностью и отмыванием «грязных» денег именно в оффшорных центрах. Размещенные там компании, банки, фонды, трасты уже давно превратились в финансовую опору международного терроризма, наркобизнеса и практически всех форм организованной преступности.

Особое внимание вызывают два региона – это государства и территории бассейна Карибского моря и государства «золотого треугольника» – Бирма, Таиланд, Пакистан и Афганистан.

Государства этого региона, с бедными природными ресурсами, с отсталой экономикой и малообразованным или вовсе неграмотным населением, начиная с 1960-х годов приступили к созданию на своих территориях оффшорных центров и налоговых гаваней, которые стали достаточно привлекательными для финансовых и банковских учреждений.

Бурная деятельность финансовых учреждений в условиях слабого государственно-правового контроля привлекла пристальное внимание налоговых служб и правоохранительных органов близко расположенных стран, и в первую очередь США. В условиях, когда еще не были подписаны и ратифицированы соответствующие международные соглашения, которые распространяются на эти регионы, служба внутреннего дохода министерства финансов США не останавливалась даже перед проведением односторонних оперативно-следственных мероприятий в отношении наркodelьцов и «отмывателей» денег в этих регионах. Но они приносили временные, ограниченные результаты и сопровождались международными скандалами и даже ухудшением отношений между странами.

Для предотвращения отмывания «грязных» денег страны используют стратегию заключения двух- и многосторонних договоров по конкретным

проблемам, проводят конференции с целью разработки общих подходов к применению эффективных методов противодействия отмыванию денег, вводят в практическую деятельность 40 Рекомендаций ФАТФ, применяют процедуры самооценки и взаимопроверки стран по степени выполнения ими этих Рекомендаций. Кроме того, создаются региональные и межрегиональные международные организации, решающие вопросы борьбы с незаконно полученными доходами. Так, Организацией американских государств (ОАГ) в 1986 г. была разработана программа, получившая название Межамериканская программа действий против нелегального использования и производства наркотических средств и психотропных веществ (CICAD). Этой программой было предусмотрено подготовка проекта новых законодательных актов, расширяющих полномочия правоохранительных и фискальных органов в сфере установления фактических источников происхождения финансовых средств. Вместе с тем было принято постановление принять законодательство о криминализации отмывания денег, накопленных в результате преступлений, связанных с наркотиками, а также о конфискации финансовых средств и материальных ценностей, поступающих от нелегальной торговли наркотиками или используемых для проведения этой процедуры, независимо от места выполнения таких операций. В 1990 г. эксперты ОАГ разработали документ «Образцовые предписания, касающиеся преступлений отмывания денег, связанных с незаконной торговлей наркотиками, а также с аналогичными преступлениями», который охватывает все важные элементы современной стратегии борьбы с отмыванием преступных доходов. В них предусмотрены также превентивные меры распознавания, распространенные на частный сектор. Авторы предписаний подключили к этому противодействию не только банки, но и целый ряд других финансовых учреждений. К ним среди прочих относятся маклеры, торгующие ценными бумагами, владельцы пунктов обмена валют, а также лица, занимающиеся другими видами хозяйственной деятельности, подлежащей контролю со стороны государственных банков или со стороны других финансовых учреждений. Эти предписания распространяются и на другие виды хозяйственной деятельности, при которой осуществляются операции с наличными в сумме, превышающей установленные лимиты.

Значительный вклад в дело по борьбе с отмыванием «грязных» денег внесла международная межрегиональная организация Британское Содружество. В течение многих лет она прилагает большие усилия для укрепления международного сотрудничества и совершенствования уголовного законодательства, доказательством чему служат соглашения, касающиеся экстрадиции. Такие соглашения заключены между большинством стран Содружества. Особое значение для решения проблемы отмывания денег имеет документ Содружества «Порядок действий при оказании взаимной помощи по уголовным делам», поскольку он повлиял на формирование действенного механизма сотрудничества между странами. Содружество

добилось внесения в местное законодательство статей и поправок, гарантирующих реализацию мер, направленных на выявление, изъятие и конфискацию доходов, полученных преступным путем.

В борьбе с международной преступностью в оффшорных центрах усиливают свою активность и такие международные организации как:

✓ Азиатско-Тихоокеанская Группа по противодействию отмыванию денег (APG), которая стала влиятельным членом Интерпола, ФАТФ и ООН;

✓ Карибская Группа по противодействию отмыванию денег (CFATF), которая не только способствует внедрению в законодательства стран Карибского региона 40 Рекомендаций ФАТФ, но и разработала свои 19 Рекомендаций по противодействию отмыванию денег;

✓ Экспертный Комитет, оценивающий меры по противодействию отмыванию денег (PC-R-EV Committee)

✓ Оффшорная Группа банковских контроллеров (OGBS), которая проводит совместно с ФАТФ оценку и контроль эффективности принятых «антиотмывающих» законов в странах-членах OGBS. Основная сложность работы Группы заключается в том, что только около половины оффшорных банковских центров являются членами OGBS.

Международная общественность, обеспокоенная темпами роста организованной преступности, требует сделать все возможное, чтобы покончить с финансовой мощью преступных синдикатов или хотя бы существенно подорвать ее. Стратегия реализации этой цели включает три элемента. Первый – это традиционный, направленный на повышение ответственности отечественного уголовного законодательства, способного гарантировать соблюдение принципа «неотвратимости наказания». Второй элемент – это усиление мер, которые лишают преступников плодов их преступной деятельности. Этот элемент стратегии в дополнение к уголовному наказанию делает акцент на необходимости криминализации явления отмывания денег, а также создает основу для поиска и конфискации доходов, полученных преступным путем.

Третий, решающий элемент стратегии основывается на убеждении, что усилия в преодолении местной преступности, начавшиеся в масштабах одной страны, при всей их значимости, оказываются безрезультатными в борьбе с рафинированной международной деятельностью «отмывающих» «грязные» деньги, которые опираются на мощную поддержку «тыловых подразделений», включающих в свои ряды высококлассных специалистов и продажных правительственных чиновников разных стран. Для борьбы с этим злом нужны эффективные инструменты и механизмы международно-го сотрудничества.

## **РАЗДЕЛ 5.**

# **МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ**

### **ГЛАВА 12.**

## **СУЩНОСТЬ МЕЖДУНАРОДНОГО ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА**

### **12.1. Понятие и основные функции международного финансового менеджмента**

При выяснении сути международного финансового менеджмента нужно опираться на знания из теории финансового менеджмента, приобретенные при изучении предыдущих курсов, выделяя аспекты, которые относятся прежде всего или исключительно к международному финансовому менеджменту.

Международный менеджмент – это теория и практика управления международным бизнесом, т.е. деятельностью, связанной с перемещением ресурсов (сырья, капитала, технологий, людей), товаров и услуг за национальные границы.

Основными видами международного бизнеса являются международная торговля и зарубежные инвестиции, прежде всего прямые иностранные инвестиции (ПИИ). Одним из главных субъектов международного бизнеса является международная фирма, которая выступает как часть системы глобального предпринимательства, включающая в себя поставщиков, клиентов, конкурентов. Международная фирма отличается от национальной тем, что на ее деятельность оказывают непосредственное влияние: расстояние, тарифные барьеры, валютные курсы, отличия в уровнях процентных ставок и темпов инфляции в разных странах, язык, политические проблемы и т.п.

Ареной деятельности международных фирм могут быть научно-техническая, производственно-инвестиционная, торговая, валютно-финансовая и кредитная сферы. Международные корпорации глобальной ориентации обычно охватывают все виды и сферы деятельности.

Основной организационной и правовой формой большой фирмы является акционерное общество, которое базируется на корпоративной собственности, акционерном капитале, формирующемся за счет эмиссии акций. Характерной особенностью акционерной формы организации бизнеса является ограниченная ответственность и профессиональное управление. Держатели акций лично не несут ответственности по долгам корпорации, они могут потерять лишь свой капитал. Такая правовая и организационная структура делает акционерное общество наиболее адекватной формой транснационального бизнеса. Эта форма разрешает: 1) осуществлять в ши-



роких масштабах ПИИ, создавая филиалы и дочерние предприятия во многих странах и регионах мира; 2) приводит к созданию фондового рынка (вторичного рынка ценных бумаг), с помощью которого происходит перекачивание капитала, преобразование фиктивного капитала в реальные деньги; 3) создает возможность для инвестора вложить свои деньги сразу в несколько фирм и тем самым сократить риск инвестирования. Эта форма стала обычной формой организации компаний, известных как транснациональные корпорации (ТНК), которые занимают господствующее положение в международном бизнесе. В практике управления корпоративными финансами ТНК специфика международного финансового менеджмента и его функций представлена в наиболее полном виде.

Международный финансовый менеджмент – это система принятия экономических решений, возникающих при реализации задач финансового менеджмента в условиях интернационализации хозяйственной деятельности фирмы, ТНК.

Международный финансовый менеджмент решает ряд таких специфических задач:

- анализ состояния платежного баланса страны;
- планирование финансовых операций с точки зрения использования в международных расчетах разных валют;
- кредитование экспортной деятельности;
- международное капитальное бюджетирование, мотивация проведения прямых и портфельных инвестиций;
- операции на евровалютном, еврокредитном рынках и еврорынке ценных бумаг.

Реализация задач фирмы определяется выбором географии международного рынка, для которого характерны:

- эластичность, т.е. на рынке действует достаточное количество кредитных инструментов и финансовых институтов, которые быстро реагируют на изменения процентных ставок и условия кредитования;
- аккумуляция свободных финансовых ресурсов;
- стабильность финансовых рычагов и инструментов, невосприимчивость процентных ставок к внешнеэкономическим процессам;
- низкая стоимость участия в операциях на рынке, т.е. существует небольшая разница между ставкой процента по кредиту и процентом по депозиту;
- легкое прогнозирование условий размещения средств на данном рынке и условий кредитования.
- относительно легкий доступ к финансовым ресурсам рынка международных облигаций.

Функцией финансового менеджмента является взаимоувязка спроса и предложения в рамках финансов фирмы. Управление эффективным распределением средств в активах предприятия и их увеличение являются главной задачей финансового менеджмента. В его распоряжении находятся

рычаги финансового регулирования, а также финансовый учет и контроль, который разрешает каждую операцию в корпорации измерить в показателях прибыли и убытков и каждому менеджеру предъявить иск за успех или неудачу на доверенном ему участке.

Финансовый менеджмент ТНК выполняет как общие для всех фирм функции (хотя они и имеют свои особенности в рамках ТНК), так и функции, присущие лишь международному менеджменту, которые обусловлены функционированием в неоднородной среде, в условиях валютного риска, ограничений на международную торговлю и инвестиции, политического риска, особых условий налогообложения и учета.

Если фирму рассматривать как совокупность капиталов, которые поступают из разных источников (от инвесторов, вкладывающих свои средства в капитал компании, кредитов, доходов, полученных вследствие деятельности фирмы) и направляются на разные цели (приобретение основных средств, создание товарных запасов, приобретение ценных бумаг, наличные деньги и т.п.), то управление таким движением капитала и является функцией финансового менеджмента.

Основными специфическими операциями, которые выполняются финансовым менеджментом ТНК, являются следующие:

- зарубежная инвестиционная деятельность, включающая:
  - финансовое планирование, т.е. процесс оценки и выбора инвестиций долгосрочного назначения, прямых иностранных инвестиций;
  - управление инвестиционным риском;
  - управление портфельными инвестициями и определение диверсификации портфеля по странам:
- составление смет международных капиталовложений с определением их окупаемости;
- выбор источников и оптимального уровня финансирования;
- определение валюты получения займа и выплаты займа;
- финансирование международной торговли;
- определение стоимости капитала и прибыли на инвестированный капитал;
- денежные операции между филиалами в разных странах;
- купля-продажа иностранной валюты;
- управление валютно-кредитным и валютно-финансовым риском;
- определение путей снижения финансового риска ТНК;
- вопросы налогообложения;
- постоянная связь с рынками иностранных валют, евровалюты, еврооблигаций и т.п.;
- определение дивидендной политики.

## 12.2. Специфика внешней среды принятия финансовых решений

Эффективность финансовых управленческих решений международной фирмы зависит от того, насколько она владеет знанием конкретной ситуации, т.е. обстоятельств внутренней и внешней среды своей деятельности. Без знания конкретного набора факторов внешней и внутренней среды в данный момент и в конкретном месте нельзя выбрать наиболее эффективные методы и приемы управления организацией. Теория менеджмента утверждает, что не существует единого “лучшего” способа управления фирмой, так как наиболее эффективным методом управления в конкретной ситуации является метод, более всего отвечающий данной ситуации, данному состоянию факторов внутренней и внешней среды. “Закон ситуации” провозглашает также, что именно ситуация чаще всего определяет, какие черты и привычки нужны руководителю сферы международного бизнеса. Особое значение для международного бизнеса, прежде всего для транснациональных корпораций, имеет знание внешней среды, понимание действия сил в глобальной среде. Эта среда представляет собой сложное противоречивое единство национального пространства, с его системой экономических и социальных требований, и многочисленности национальных хозяйственных пространств с особыми в той или иной степени требованиями и условиями функционирования бизнеса.

Двойственность является спецификой внешней среды международного бизнеса и главным источником проблем международного финансового менеджмента. Поскольку производственные мощности ТНК разбросаны по разным странам, их внешняя среда характеризуется повышенной сложностью, подвижностью и неопределенностью<sup>1</sup>.

С одной стороны, деятельность транснациональной корпорации регулирует интернациональные расходы производства, мировые цены, валютные курсы, процентные ставки и движение индексов ценных бумаг на мировом финансовом рынке; с другой стороны, международный финансовый менеджмент должен тщательно и детально изучать специфику каждой страны-партнера и постоянно согласовывать свои решения и действия с такими особенностями иностранной среды, как:

- фрагментарность и разнообразие рынков;
- многочисленность валют, которые отличаются стабильностью и реальной стоимостью;

---

<sup>1</sup> Сложность внешней среды — это совокупность факторов, на которые организация должна реагировать, а также вариативность каждого фактора.

Повижимость среды — это скорость, с которой происходят изменения в окружении организации.

Неопределенность внешней среды является функцией количества информации, которой владеет организация по конкретному фактору, а также функцией уверенности в достоверности этой информации. Получение информации на иностранном языке усиливает неопределенность.

- отличия в уровнях процентных ставок и темпов инфляции;
- отличия в ценообразовании и налогообложении;
- отличия в уровнях заработной платы и в учете;
- отличия правил и норм ведения бизнеса;
- повышенная вероятность отрицательного влияния государственного вмешательства на решение и ведение бизнеса;
- разнообразие финансовых климатов, ранжированных от очень консервативных до широкоинфляционных.

Очевидно, что фирмы, работающие в мирохозяйственной среде, должны анализировать состояние экономики и тенденции развития тех стран, в которых они ведут или намерены вести дела: ВВП, платежный баланс, транспортные расходы, обменный курс, инфляция, ставки банковского процента, особенности конкурентной борьбы и др. Фирмы должны считаться с законами и регулируемыми актами по таким вопросам как налогообложение, патенты, трудовые отношения, стандарты на готовую продукцию, ценообразование, порядок предоставления сведений государственным учреждениям и т.п..

До начала выхода на рынок той или иной страны необходимо оценивать политические факторы, корректируя прогнозы по мере поступления новой информации. Центральное место в международном менеджменте отводится пониманию и такого фактора, как культура – господствующая в обществе система ценностей, верований, обычаев и преобладающих установок, влияние которых сказывается на стиле повседневной жизни. Чаще всего международный менеджмент сталкивается со значительно большей степенью риска и неопределенности на мировом рынке из-за того, что плохо знаком с культурой, политической и экономической ситуацией, институциональной структурой распределительной сети, потенциальными конкурентами и их действиями, гарантиями и законностью посредников в той или иной стране. Практически установлено и закреплено в теории, что наибольшую ошибку осуществляют те руководители, которые в своей деятельности исходят из некорректной предпосылки о похожести финансовой практики “дома” и за границей.

Финансовый менеджер ТНК должен адаптироваться к условиям внешней среды, помнить о тесной взаимосвязи функций финансовой деятельности и бухгалтерского учета. Бухгалтерский учет предоставляет финансовому директору корпорации адекватную и своевременную информацию о характере и величине активов компании. При этом бухгалтерский учет должен учитывать как специфику среды ТНК и местные требования к отчетности, так и общеприемлемые принципы и правила бухгалтерского учета в стране происхождения компании при составлении сводных отчетов.

Стандарты бухгалтерского учета значительно различаются по странам. Основные причины отличий следующие:

1) расхождение в понимании целей, например, между государствами и частными организациями.

2) несовпадение точек зрения относительно задач финансовых отчетов в том, что касается соответствия правовым нормам и предоставления правовой информации.

3) отличия относительно положения и престижа профессии бухгалтера.

4) влияние налогового законодательства.

5) правовые нормы.

6) несовпадение основных экономических показателей.

7) первичность государства или частного сектора в разработке стандартов бухгалтерского учета.

8) нежелание внедрять принятые в мире стандарты.

Однако интеграция рынков капитала требует сглаживания отличий в принципах бухгалтерского учета. Не последнюю роль в этом сыграет повсеместный рост ориентации на инвесторов: фирмы должны предоставлять информацию, отвечающую потребностям инвестора, которая разрешает им делать сравнение при размещении своих средств. ТНК также заинтересованы в унификации принципов учета как для отдельных стран, так и на консолидированной основе.

Различают три основные группы стран, которые соблюдают однотипные подходы к построению систем учета [35, с. 216]:

➤ *англоамериканская модель* бухгалтерского учета (Великобритания, США, Нидерланды, Канада, Австралия и др.). Эта модель функционирует в условиях развитого финансового рынка. Учет ориентирован на нужды инвесторов и кредиторов. Принципы и правила ведения учета и составления финансовой отчетности регулируются национальными стандартами, которые разрабатываются независимыми профессиональными организациями бухгалтеров, т.е. не устанавливаются национальным законодательством. В странах с таким типом ведения учета существует много вариантов учета в пределах профессиональной общепринятой бухгалтерской методологии;

➤ *континентальная модель* (Германия, Австрия, Франция, Швейцария, Италия и др.), которая ориентирована на государственные интересы налогообложения и макроэкономическое планирование ресурсов. Она имеет юридическую основу, т.е. бухгалтерские стандарты утверждаются законодательно и обязательны для выполнения. Существует единый план счетов и утвержденная методология финансовой отчетности. Таким образом, для этой модели характерна государственная методология;

➤ *южно-американская модель* (Бразилия, Аргентина, Чили и др.). Она ориентирована на налоговые государственные интересы и потому бухгалтерский учет законодательно унифицирован. Особенностью бухгалтерских стандартов является раскрытие методологии бухгалтерского учета в условиях инфляции.

Следует отмечать, что такое разделение стран по моделям ведения учета довольно условное. На регулирование учета в той или иной стране

могут влиять страны, которые придерживаются другой модели учета, что является следствием взаимопроникновения капиталов этих стран в экономику друг друга.

ЕС с целью устранения препятствий на пути передвижения капитала унифицировал бухгалтерский учет. Международный комитет по стандартизации бухгалтерского учета разработал стандарты (не обязательные к применению), которые во многом опираются на аналогичные стандарты США. Совет по стандартизации финансового учета (FASB) США указывает, что финансовая отчетность должна вмещать информацию, полезную для:

- принятия инвестиционных и кредитных решений;
- оценки перспектив движения денежной наличности;
- оценки ресурсов предприятий, нужд и изменений в них.

Пользователями финансовой информации являются инвесторы и кредиторы, акционеры, представители от трудящихся.

Одной из трудностей бухгалтерского учета в международном бизнесе есть то, что приходится выполнять операции с многими валютами. Отсюда вытекает необходимость перерасчетов из одной валюты в другую.

При перерасчете операций с деноминацией в иностранной валюте все статьи сначала записываются, исходя из обменного курса на дату осуществления операции. При каждом следующем составлении баланса все документы, отражающие поток денежной наличности и суммы к получению или выплате с деноминацией в иностранной валюте, корректируются по отношению к этой валюте.

В США финансовые отчеты почти всех зарубежных американских фирм пересчитываются в доллары методом текущих курсов. Все статьи баланса, кроме акционерного капитала, пересчитываются в доллары по текущему курсу на дату составления баланса. Все отчеты о прибылях и убытках пересчитываются по среднему обменному курсу за рассматриваемый период.

Валютные прибыли и убытки от операций в иностранной валюте вводятся в отчет о прибылях и убытках за тот период, на протяжении которого действовали соответствующие соглашения. Прибыли и убытки, которые вытекают из перерасчета финансовых отчетов методом текущих курсов, учитываются как особая составляющая акционерного капитала. Прибыли и убытки, которые возникают при перерасчете временным методом, вводятся непосредственно в отчет о прибылях и убытках.

Если местная валюта является функциональной, то используется метод текущих курсов, т.е. на дату составления баланса. Временной метод используется, когда функциональной является национальная валюта главной компании, в которой она составляет свои финансовые отчеты. Метод текущих курсов используется значительно чаще, чем временной метод.

Таким образом, менеджер-международник должен принимать во внимание существующие различия и постоянно согласовывать свои решения и действия со спецификой иностранной среды.

Мы видим, насколько разнообразны и сложные основные факторы, которые прямо или опосредованно влияют на международный бизнес. Если выпадает из поля зрения международного финансового менеджмента хотя бы один из факторов, не говоря уже о взаимодействии факторов внешней и внутренней среды, это может более или менее существенным образом повлиять на эффективность финансовой деятельности фирмы. Таким образом системно-ситуационный подход требует от руководителя необходимой адаптивной организации управления финансами.

Процесс адаптации базируется на контроле, который разрешает зафиксировать происшедшие изменения, выявить проблемы и скорректировать деятельность фирмы до того, как эти проблемы перерастут в кризис. Задача контроля – получение информации об изменениях в конъюнктуре, которые происходят на всех финансовых рынках, и доведение этой информации до лиц, имеющих право осуществить необходимые корректирующие действия.

В книге “Американский менеджмент на пороге XXI столетие” Дж. Грейсон и К. О’делл, сравнивая американский и японский менеджмент, отмечают, что одним из источников более высокой конкурентоспособности японских фирм является быстрое приспособление к изменению условий. Они считают, что одной из причин такой способности быстро приспосабливаться к изменяющимся условиям является прагматический подход к жизни, отсутствие незыблемой идеологии и незыблемых принципов. Здесь нет “измов”. Мораль японцев не воспринимает примитивной однозначности... Буддистская философия говорит, что нет ничего постоянного, что жизнь состоит из изменений... Способность непрерывно приспосабливаться к изменениям условий мирового рынка, изменениям в технологии, к разным потрясениям является огромным преимуществом японцев, преимуществом, которое уступает по своему значению лишь образованию [5, с. 289-294].

На протяжении последних десятилетий мировая финансовая сфера стремительно изменяется. Быстро развивается рынок евровалюты, международный кредитный рынок, рынок ценных бумаг. Усилилась роль ТНК, диверсификация их деятельности и рост совместных предприятий. Важным фактором внешней среды является постоянная глобализация бизнеса и финансов, в основе которой лежит компьютеризация и телекоммуникация, позволяющие ускорить осуществление международных операций и их объем. Вследствие этого потоки информации и капитала стали осуществляться быстрее, сбережения привлекаются из депозитных пулов всего мира и направляются заемщикам на условиях самого высокого дохода и наиболее низких расходов. Инвестиционные банки получили возможность заключать сделки в облигациях и в иностранной валюте через СВИФТ. Начал развиваться финансовый инжиниринг – творческое, целенаправленное применение финансовых инноваций (технологий, инструментов) для решения финансовых проблем, разработка новых схем осуществления финансовых операций.

Международная финансовая интеграция принесла заемщикам и кредиторам выгоду и увеличила валютный, процентный и политический риск. Новыми явлениями стали международный кризис задолженности и периодически повторяемые финансовые кризисы.

Переход промышленно развитых стран от трудоемкого к наукоемкому производству, успехи новых индустриальных стран (НИС), продвижение к рыночной экономике стран СНГ и Восточной Европы привели к росту и изменению потоков международного капитала; перед субъектами международного бизнеса открылись новые возможности и появились новые проблемы.

Перед правительствами, корпорациями и международными финансовыми институтами возникли новые задачи. Возрастающие потоки мирового капитала усилили финансовую конкуренцию между странами и вынудили правительства идти путем обеспечения благоприятной правовой, экономической и социальной среды, в которых и международный, и отечественный бизнес могли бы полноценно функционировать и развиваться.

Ныне перед развитыми странами с рыночной экономикой стоят следующие проблемы:

1. США. Сократить “двойной дефицит”: федерального бюджета и международных платежей по текущим счетам, чтобы поддержать экономический рост без инфляции.

2. Япония. Найти пути и исправить активное сальдо по текущим счетам на займы и инвестиции в другие страны.

3. Европейское сообщество. В странах ЕС, при умеренных темпах экономического роста и снижаемых темпах инфляции, снизить уровень безработицы.

Развивающиеся страны в последние десятилетия делали крупные займы. Вследствие этого инвестирование средств в эти страны сократилось и темпы экономического роста резко упали. Перед развивающимися странами стоит проблема найти способы рассчитаться по международным долгам, поддерживая при этом социальную и политическую стабильность, улучшить экономическую ситуацию путем приватизации государственных предприятий и региональной интеграции.

Новые индустриальные страны показывают высокие темпы роста и стали играть роль региональных центров мобилизации капитала. Ныне перед ними стоят такие проблемы: отрегулировать активное сальдо торгового баланса, адекватно учесть возрастающий протекционизм и конкуренцию со стороны стран, вступивших в раннюю стадию индустриализации (Индонезия, Таиланд, Бразилия, Мексика, Аргентина), выработать стратегию перехода к выпуску высокотехнологической продукции, которая нуждается в высококвалифицированной работе.

Страны с переходной экономикой нуждаются в поступлении иностранного капитала. Для этого необходима децентрализация в регулировании экономической сферы, приватизация, налоговые льготы



для привлечения иностранных инвестиций и использование новых технологий.

Перед транснациональными корпорациями стоят задачи:

- максимизировать распределение ресурсов (например, японский капитал и технологии, американский менеджмент и маркетинг);
- увеличить на рынках Западной Европы долю совместных предприятий;
- разработать методов использования мирового рынка капиталов для снижения расходов на финансирование разных проектов и устранение возможных неблагоприятных колебаний валютного курса и ставки процента.

Центральными проблемами Международного валютного фонда (МВФ) являются:

- поддержка жизнеспособности международной системы платежей и стабильности на рынке иностранной валюты;
- предоставление кредитов странам-членам этого фонда, разработка особых мер по кредитованию стран с переходной экономикой.

## ГЛАВА 13. ОБЩИЕ НАПРАВЛЕНИЯ МЕЖДУНАРОДНОГО ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

### 13.1. Капитальное бюджетирование

Одним из важных направлений деятельности международного финансового менеджмента является капитальное бюджетирование (бюджетирование капитала) – процесс анализа эффективности капиталовложений, имеющий целью оценку и отбор наилучших вариантов долгосрочного вкладывания средств. Финансовые ресурсы, материальную основу которых представляют деньги, имеют ценность во времени. Ценность во времени финансовых ресурсов может рассматриваться в двух аспектах.

Первый аспект связан с покупательной способностью денег, которая со временем может изменяться в связи с их обесцениванием вследствие инфляции. При анализе и прогнозе движения финансовых ресурсов финансовый менеджер должен учитывать этот аспект.

Второй аспект связан с обращением денежных средств как капитала и получением доходов от этого обращения. При рассмотрении вариантов инвестиций преимущество отдается тому, при котором деньги быстрее делают новые деньги, т.е. более эффективному варианту.

Существует ряд критериев оценки эффективности инвестиционных проектов фирмы. Наиболее общепринятым критерием считается чистая текущая стоимость (ЧТС). ЧТС – это текущая стоимость денежных потоков минус текущая стоимость денежных оттоков. Другими словами, ЧТС – это разность между рыночной стоимостью проекта и затратами на его реализацию. Метод ЧТС является методом дисконтирования денежных потоков с целью определения эффективности долгосрочных инвестиций (дисконтирование – метод приведения будущей стоимости денег к их стоимости в текущем периоде). В случае, если учтенные потоки наличных денежных средств превышают стоимость инвестиций, то критерий ЧТС показывает, что проект может быть принят. Если ЧТС отрицательная, то проект будет отклонен.

Формула для расчета ЧТС такая:

$$ЧТС = -I_0 + \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+K)^i} + \frac{T_n}{(1+K)^n}, \quad (13.1)$$

где  $I_0$  – стоимость первоначальных инвестиций;

$C_i$  – потоки наличных средств, связанных с проектом, после оплаты налогов в году  $i$ ;

$T_n$  – остаточная или ликвидная стоимость инвестиций в году  $n$ ;

$n$  – предполагаемых строк действия проекта или плановый период;

$K$  – стоимость использованного для осуществления проекта капитала.

Кроме ЧТС, при анализе наличных международных капиталовложений используется внутренняя норма прибыли (ВнПП) и период окупаемости капиталовложений (ПОК).

Внутренняя норма прибыли для инвестиционного проекта – это такое значение ставки дисконтирования ( $r$ ), при котором текущая стоимость ожидаемых денежных оттоков равняется те кушей стоимость ожидаемых денежных притоков, то есть такое значение  $r$ , при котором ЧТС=0.

Для практического применения расчет ВнПП выполняется по формуле:

$$I_0 = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+r)^i} + \frac{T_n}{(1+r)^n} \quad (13.2)$$

Значение  $r$  определяется на основе других известных данных формулы 13.2.

Для расчета ПОК используется формула

$$ПОК = \frac{1}{C_i}, \quad (13.3)$$

в которой для простоты расчетов предполагается, что ежегодные потоки наличных средств ( $C_i$ ), связанные с проектом, имеют равные величины.

Например, если начальные инвестиции составляют 1 млн долл., а ежегодные потоки наличных средств – 300000 долл., то период окупаемости капиталовложений будет составлять 3,3 года.

Из этих трех способов принятия решений относительно капиталовложений наиболее приемлемыми являются два метода – ЧТС и ВнПП.

Частью экономического анализа эффективности намечаемых капиталовложений является определение природного движения той части денежной наличности, которая прямо связана с проектом. Должны быть, например, оценены такие движения денежной наличности:

- начальные вложения (покупка земли, предприятия и оборудования); вложение в действующий капитал (денежная наличность, оборотные фонды и т.п.), расходы на лицензирование; организационные расходы;
- операционное движение денежной наличности: доходы от реализации товаров и услуг, полученные после реализации проекта, расходы на сырье, оплату труда и менеджмента;
- косвенное движение денежной наличности: защитные пошлины на товары; административные расходы; местные и федеральные налоги на доход;
- конечное движение денежной наличности: стоимость активов, которые имеются на конец времени действия (жизни) проекта.

Оценка движения денежной наличности для долгосрочных инвестиционных проектов – задача сложная. Она требует большого опыта и таланта.

Капитальное бюджетирование для транснациональных корпораций включает анализ возможностей фирмы осуществлять прямые иностранные инвестиции, оценку их эффективности и рискованности. Само прямое иностранное инвестирование определяет транснациональную природу корпорации, является источником средств для зарубежных подразделений ТНК.

Инвестиционная деятельность компаний за границей считается прямым зарубежным инвестированием, если:

1) осуществляется контроль путем владения значительной частью акционерного капитала реципиента инвестиций;

2) часть капитала – производство – перемещается в другую страну (страну – реципиент инвестиций).

Отличительной чертой ПИИ в сравнении с другими формами международного инвестирования является наличие контроля за управляемым объектом инвестирования и управленческими решениями.

Современная финансовая теория считает, что ТНК действуют таким образом, чтобы максимизировать рыночную стоимость акционерного капитала предприятия, распределенную между его владельцами. Для достижения этой цели прямое инвестирование должно способствовать достижению больших объемов продаж, увеличению доли рынка и прибыли. Для решения этих задач недостаточно подсчета ЧТС, ВнПП. Финансовый менеджер должен владеть способностью управления риском, связанным с ПИИ: предусмотреть риск и сопоставить конечные результаты намечаемых инвестиций с риском, связанным с их осуществлением.

### 13.2. Управление портфелем зарубежных ценных бумаг

В последнее время возрос интерес к международным портфельным инвестициям<sup>2</sup>. ТНК увеличили выпуск ценных бумаг, а также ценных бумаг зарубежных филиалов на значительном количестве национальных рынков. Такой рост обусловлен:

- стремлением повысить доходность иностранных инвестиций и диверсифицировать риски;
- ростом международного рынка евровалют;
- ростом национальных денежных рынков, альтернативой которых стали акции и облигации.

Основной экономической мотивацией международного инвестирования является диверсификация портфеля ценных бумаг (распределение инвестиций по разным направлениям), которая снижает риск инвестирования. Осуществление международных инвестиций в акции и облигации открывает возможности проведения эффективной диверсификации.

---

<sup>2</sup> В качестве грани между прямыми и портфельными инвестициями используется уровень владения 10% акций предприятия. Владение менее чем 10% – портфельные инвестиции.

Считается, что акции относятся к рискованным, если норма прибыли на инвестиции сильно колеблется. Ограничить размах колебаний доходности можно путем инвестирования в акции не одной компании, а в акции разных компаний. При этом потери по одним акциям компенсируются прибылями по другим акциям. Портфель с разными акциями обеспечивает среднюю норму доходности по акции, которая колеблется меньше. Такое сокращение риска путем выбора объема инвестиций в разные активы называется эффектом портфеля ценных бумаг.

Величину снижения риска, которую можно ожидать в результате действия эффекта портфеля, определяет корреляция<sup>3</sup> между доходностью акций. Акции с высокой степенью корреляции имеют похожие изменения в нормах прибыли. Поэтому в этом случае потери по одним акциям почти не будут компенсированы незапланированными прибылями. В том же случае, если акции в портфеле будут иметь максимально низкую степень корреляции одна с другой по их доходности, уменьшение риска, связанное с действием портфельного эффекта, будет проявляться в наибольшей степени.

Все внутренние рынки и рынки еврооблигаций в одной валюте показывают высокую степень корреляции. Так, для рынков правительственных и евродолларовых облигаций корреляция составляет 0,84, в то время как корреляция между разными валютами составляет в большинстве случаев 0,5.

Поскольку корреляция между разными рынками ценных бумаг довольно низкая, а иногда и отрицательная, а долгосрочные процентные ставки практически не согласуются во времени, иностранные зарубежные инвестиции открывают значительные возможности для сокращения риска.

Иностранные акции и облигации помогают снизить риск портфелей ценных бумаг в той степени, в которой доходность иностранных акций не коррелируется с доходностью национальных акций и облигаций или доходностью таковых в разных странах.

Более слабая коррелированность доходности на рынках ценных бумаг в разных странах в сравнении с корреляцией на внутреннем рынке объясняется такими факторами, как отличия в уровнях дивидендов и доходов от прироста капитала в разных странах, которые, в свою очередь, зависят от технологических, конкурентных, экономических и политических факторов. В разных странах – разные темпы инфляции, корпоративные подоходные налоги, контроль над ценами, фазы делового цикла и т.п..

Приобретая акции компаний разных стран, инвесторы могут хеджировать свои риски от влияния этих факторов.

Инвестиционная политика, с помощью которой снижается нестабильность портфеля ценных бумаг за счет отсутствия полной корреляции в

---

<sup>3</sup> Корреляция – статистический измеритель степени зависимости между двумя переменными. Полная положительная корреляция означает, что увеличение на определенный процент одной переменной сопровождается таким же увеличением другой. Полная отрицательная корреляция существует в том случае, когда увеличение одной переменной приводит к пропорциональному уменьшению другой.

их доходности, называется диверсификацией. Простейшей стратегией диверсификации является случайный набор по возможности наибольшего числа ценных бумаг.

Другой стратегией является изменение корреляции отдельных акций и выбор состава портфеля тех из них, которые максимально не коррелируют друг с другом. Этот способ разрешает достигать высокого уровня диверсификации, однако осуществление его на практике – дело трудное.

Чтобы уменьшить влияние на доходность неожиданных колебаний валютного курса, можно обратиться к хеджированию ценных бумаг на валютных форвардных и фьючерсных рынках.

Хеджирование на форвардных и фьючерсных рынках дает наиболее низкий уровень риска при заданном уровне хеджирования.

В практике международной диверсификации портфеля существует ряд факторов, препятствующих диверсификации как средству получения преимуществ. К их числу относятся:

- сегментированность рынков иностранных акций и облигаций, которая вызывается правовыми барьерами, ограничивающими инвестиции за границей;
- запрет для иностранцев владеть национальными компаниями;
- введение налога, который уравнивает ставки процента;
- отличия в организации рынка, методах торговли ценными бумагами и операциях (наличные операции или форвардные операции);
- порядок установления цен на акции (котировка или аукционы);
- операционные и информационные издержки.

Часто основным препятствием для международной диверсификации являются проблемы налогообложения.

Большие компании могут нести расходы, связанные с преодолением препятствий международной диверсификации портфеля, но для более мелких корпораций часто расходы по диверсификации превышают выгоды. В последние годы появились новые виды ценных бумаг, финансовых механизмов, разрешающие инвесторам со скромными средствами воспользоваться преимуществами международной диверсификации. Основные из них – депозитарные расписки, в частности американские депозитарные расписки (АДР) и международные взаимные фонды.

Сущность депозитарных расписок рассматривалась в главе 8. Поэтому рассмотрим только особенности деятельности международных взаимных фондов.

Международные взаимные фонды продают долю собственности в имеющихся у них портфелях ценных бумаг. Совладелец взаимного фонда получает доходы со всех ценных бумаг, которые находятся в портфеле фонда, пропорционально своему вкладу в общий портфель. Инвесторы вносят периодически платежи, необходимые для функционирования фонда.

Международные взаимные фонды имеют следующие характерные особенности:

- лица, отдающие свои денежные средства инвестиционному посреднику, сами несут риски, связанные с инвестированием;
- управляющий фондом объединяет средства многих людей в единый денежный пул и тем самым усредняет риски для участников коллективной инвестиционной схемы;
- схемы инвестиционных фондов не предусматривают заранее обусловленных фиксированных выплат;
- инвестор имеет возможность выбрать любую форму инвестирования.

Главными экономическими преимуществами международных взаимных фондов являются:

- *эффективность и информационная прозрачность.* Инвестиционный фонд предлагает такой доход, который не может предложить ни один из существующих финансовых институтов. Дополнительный доход получается путем снижения затрат за счет эффекта масштаба, поскольку чем крупнее пакеты ценных бумаг, которые покупаются или продаются, тем ниже стоимость заключенных соглашений. Раскрытие информации фондами оказывает содействие повышению информированности вкладчиков и накоплению опыта, который является необходимым для инвестирования. Инвесторы получают возможность самостоятельно контролировать инвестиционные решения управляющих фонда. Цены на фондовом рынке формируются вследствие торгов осведомленных инвесторов и поэтому сами цены начинают отражать всю информацию о ценных бумагах. Рынок становится менее рискованными и более надежными, т.е. “эффективным рынком”;

- *диверсификация.* Благодаря инвестиционным фондам вкладчики получают возможность создать диверсифицированный портфель ценных бумаг. Это снижает риск, поскольку инвестор владеет разными акциями в разных странах и областях экономики. Кроме того, инвесторы имеют возможность выходить на новые инвестиционные рынки и получать доходы из новых для них источников;

- *профессиональное управление.* Профессиональные управляющие взаимных фондов постоянно анализируют, какие ценные бумаги покупать-продавать, ведут активную торговлю ими с целью увеличения дохода и тем самым влияют на рыночную активность, оказывают содействие стабилизации рынка. Это выгодно отличает их от мелких инвесторов, которые опасны для рынка, поскольку, как правило, руководствуются слухами, непроверенной информацией;

- *ликвидность.* Акции, выпускаемые инвестиционными фондами, свободно продаются и покупаются на рынке без любых ограничений. При выходе из фонда инвестор получает назад свои деньги и доход в течение нескольких дней;

- *удобство*. Участник фонда имеет постоянное право на долю в доходе фонда независимо от срока, на протяжении которого он является владельцем акций;

- *льготное налогообложение*. В некоторых странах инвестиционные фонды освобождаются от налогообложения, используются схемы налоговых кредитов, налоговая отсрочка, когда рабочий вкладывает долю своих доходов в фонд, которая до выхода на пенсию освобождается от налогообложения и т.п.;

- *жесткий контроль и регулирование деятельности фондов*. Это осуществляется с помощью государственных регулирующих органов, саморегулирующихся организаций, устанавливающих высокие требования к стандартам работы фондов и осуществляющих функции надзора. Взаимные фонды должны иметь лицензию и нести ответственность за все свои действия [26, с. 474-477].

Международное портфельное управление может осуществляться на основе пассивного или активного подходов.

Теоретической основой *пассивного управления* является гипотеза о рыночной эффективности. Считается, что когда стоимость ценных бумаг была установлена на рынке с учетом всей доступной информации, и рынок рационально прореагировал на эту информацию, то управление должно ориентироваться на рынок, т.е. строиться на основе индексного метода инвестиций. Это означает, что менеджер портфеля может инвестировать весь портфель или значительную часть в рыночный индекс или в набор ценных бумаг, прогнозируемая динамика которых во многом отвечает рыночному индексу (Standard and Poor 500, Nikkei 225, Financial Times All Share Index, индекс Доу-Джонса и др.).

Пассивное управление понимается как размещение портфельных средств на ведущих 20-25 национальных фондовых рынках пропорционально весу этих рынков в мировом рыночном индексе. Необходима лишь информация о долях мировой рыночной капитализации в каждом компоненте индекса.

*Активное управление* требует составления значительного количества прогнозов и анализа. Необходимым является отбор фондовых рынков и диверсификация их. Рынкам с наилучшими характеристиками присваивается наибольший вес в портфеле. Потом проводится отбор акций в конкретных секторах промышленности. Для этого необходим значительный объем информационных прогнозов.

### **13.3. Действующая капитальная политика**

Действующая капитальная политика – это управление активами и пассивами международной фирмы на краткосрочный период, т.е. управление оборотным капиталом.



Управление оборотным капиталом включает в себя управление:

- 1) денежной наличностью;
- 2) счетами к получению и счетами к уплате;
- 3) материально-техническими запасами;
- 4) краткосрочными заимствованиями.

Цикл движения **денежной наличности** охватывает получение денежной наличности от продажи продукции и оплату денежной наличностью факторов производства. Управление этим движением является одним из наиболее важных аспектов действующей капитальной политики. Финансовый менеджер ТНК должен: 1) определить корпорационные и местные потребности в денежной наличности; 2) убедиться, что денежная наличность способна гарантировать обязательства в твердой валюте; 3) минимизировать “излишек” денежной наличности и как можно скорее и прибыльнее вложить денежную наличность, если темпы обращения денежной наличности и рыночная безопасность относительно низкие; 4) направить усилия на ускорение получения денежной наличности и на замедление ее расходования. Принимать решения по этим вопросам международному финансовому менеджеру приходится как в пределах систем денежных платежей отдельных стран, так и между этими странами.

При этом контроль и регулирование международных денежных операций должны проводиться во взаимосвязи с другими вопросами принятия финансовых решений. Прежде всего – с проводимой инвестиционной политикой.

Процесс контроля и регулирования денежных операций бывает противоречивым. Например, для того, чтобы быть уверенным, что в кассе всегда есть необходимая валюта, требуется сводить баланс соответствующих размеров. При этом принятие решения менеджером находится под сильным влиянием его умения или неумения приспособиться к риску. Так, нерасположенность к стратегическому риску влечет за собой удержание большого остатка денежной наличности или ценных бумаг в различных валютах на случай необходимости осуществления платежей. Это – *консервативная стратегия*. Она дает уверенность, что в случае необходимости средства будут в наличии. Но эта уверенность будет достигнута за счет того, что менеджер «свяжет» средства, которые могли бы быть прибыльно вложены. Такой подход выражен в тезисе “низкий риск – малая оборачиваемость”.

Другая ситуация: энергичный менеджер, осуществляющий контроль и регулирование денежных операций, может иметь очень маленький остаток денежной наличности или ценных бумагах и больше средств вкладывать в дело. Это – *энергичный подход*, направленный на прибыльное вложение средств. Но этот подход подстерегает несколько рисков. Если возрастает потребность в денежной наличности, то менеджеру придется брать кредит с неизвестной ставкой процента. Менеджер берет на себя

также риск, связанный с валютным риском. Такой подход может быть назван “высокий риск – большая оборачиваемость”.

Стремление финансового менеджера ускорить приток денежной наличности и замедлить ее отток особенно опасно для международной фирмы из-за риска колебаний валютного курса и высокого уровня инфляции, в результате которой происходит обесценивание валют. Когда происходит задержка средств, вырученных от сделок в странах с быстрым обесцениванием валют, стоимость этих средств в национальной валюте резко падает. В других условиях практика энергичного менеджера по контролю и регулированию денежных операций приводит к хорошим результатам. Так, например, французское туристическое агентство “Хавас” стало требовать с потребителей предоплату задолго до начала тура и задерживать оплату своих собственных обязательств на месяц. Поскольку процентные ставки были высокими, такая стратегия была чрезвычайно прибыльной, и агентство около половины общих прибылей получило от финансовых, а не туристических операций.

Эффективность действующей капитальной политики международных и транснациональных фирм зависит еще от двух обстоятельств: скорости перевода средств из банка в одной стране в банк в другой стране и степени централизации денежных операций. По обычному телеграфному переводу операция занимает от одного до двух рабочих дней. Всемирная межбанковская финансовая телекоммуникационная система SWIFT, Трансевропейская автоматизированная система валовых расчетов в режиме реального времени TARGET и др. позволяют осуществлять операцию перевода в течение минут.

Действующая капитальная политика ТНК, как правило, управляется централизованно. Отсутствие централизации приводит к излишним затратам и рискам. Типичным методом централизации управления, контроля и регулирования денежных операций является использование накопительных счетов.

Предположим, что фирма осуществляет свою деятельность в Чикаго, Лондоне и Мюнхене. Финансовые менеджеры в каждом регионе анализируют состояние их денежной наличности на определенное число. Анализ дает такой прогноз оборота наличности (в млн долл.):

Таблица 13.1

#### Прогноз оборота наличности

Показатели	Чикаго	Лондон	Мюнхен
Ожидаемый приход	2,0	3,6	1,7
Ожидаемый расход	2,3	3,4	1,8
Излишек или дефицит	-0,3	+0,2	-0,1

При централизованной системе действующей капитальной политики чикагские и мюнхенские операции потребуют займа общим объемом

400000 долл. для покрытия ожидаемого дефицита, в то время как лондонские операции дадут излишек в 200000 долл.

При использовании системы накопительного счета на данный день потребуется заем в размере 200000 долл. В результате, во-первых, будут уменьшены расходы на проценты по займу, поскольку ставки, по которым фирма может занять деньги, выше, чем ставки по собственным вкладам; во-вторых, поскольку материнская фирма обычно лучше известна на кредитных рынках, займы могут быть предоставлены по преференциальным (льготным) ставкам.

При централизованной системе контроля и регулирования денежными операциями движение наличности подчинено интересам корпорации в целом. ТНК функционирует как система источников денежных средств, пользователей этими средствами и финансовых координаторов. В качестве источников денежных средств выступают филиалы, у которых ограниченные инвестиционные требования, но большой объем продаж и поступлений наличных средств. В качестве пользователей денежных средств выступают филиалы, которые предъявляют значительные инвестиционные требования, но обладают ограниченными объемами продаж и потоков наличных средств. Это, обычно, более “молодые” и быстро развивающиеся подразделения. Финансовые координаторы призваны оптимизировать вложения наличных средств, содействовать избежанию валютных убытков, обеспечить взаимосвязь с банками и т.п..

Многие крупные ТНК проводят операции с международными потоками наличности через единый централизованный депозитарий. Все филиалы и отделения таких корпораций проводят транснациональные операции с денежной наличностью только через такой депозитарий. Располагаются они в крупных международных финансовых центрах (Лондон, Нью-Йорк), а также в таких, где разрешается проведение валютных обменов, имеются хорошие средства связи и банковские услуги, налогообложение осуществляется по минимальным ставкам и т.п.

Основным преимуществом пользования централизованным депозитарием является возможность осуществления многостороннего “неттинга” на международном уровне. “Неттинг” – это взаимная компенсация обязательств и активов между предприятиями ТНК.

ТНК учреждают в центральном бюро клиринговые счета. Филиалы с минусовой нетто-позицией перемещают средства на центральный клиринговый счет, а управляющий клиринговым счетом переводит затем эти средства филиалам с плюсовой нетто-позицией. Нетто-позиция отражает разность между счетами дебиторов и счетами с поставщиками и кредиторами. Управляющий клиринговым расчетом ежемесячно получает информацию по всем операциям и рассчитывает нетто-позицию каждого филиала. Потом он организует процесс окончательного расчета.

Рассмотрим на примере процесс многостороннего неттирования (табл. 13.2; рис. 13.1).

Таблица 13.2

**Нетто-позиции филиалов (в долл. США)**

	Счета дебиторов	Счета с поставщиками и кредиторами	Нетто-позиция
Франция	250000	350000	(100000)
Германия	250000	100000	150000
Италия	150000	300000	(150000)
Великобритания	300000	200000	100000

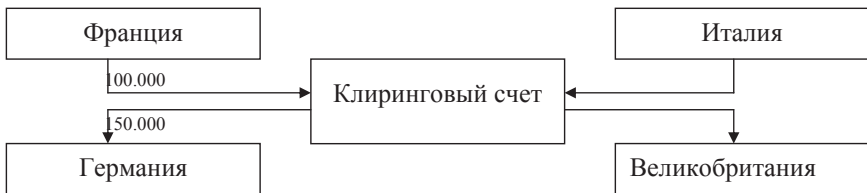


Рис. 13.1. Централизованный «неттинг» (в долл. США)

Многосторонний «неттинг» позволяет фирмам снижать интенсивность потоков денежной наличности, быстрее и эффективнее перемещать ее, сокращать расходы на валютную конвертацию, комиссионные и сборы, выплачиваемые за перемещение наличности, что обусловлено перемещениям более крупных сумм и снижением числа операций.

Некоторые крупные промышленные страны, например, Франция и Италия, запрещают или ограничивают международный «неттинг», чтобы дополнительно субсидировать свои национальные банковские системы за счет увеличения международных потоков наличности, проходящих через них.

Управление оборотным капиталом включает в себя **управление счетами к получению и счетами к уплате**<sup>4</sup>, которое сводится к нахождению оптимального соотношения между стоимостью счетов к уплате, как финансовой операцией для покупателя, и увеличением продаж поставщиком при использовании счетов к получению. При ведении международного бизнеса управление этими счетами затруднено из-за постоянных изменений валютных курсов и возможности введения ограничений на денежные переводы.

В случае небольших или нерегулярных финансовых сделок при управлении ими используется аккредитивная система. Однако эта система достаточно сложная и дорогая. Поэтому при осуществлении больших или

<sup>4</sup> Счета к получению – запись в балансовом отчете про активы, которая отображает количество денежных средств, которое клиент компании должен ей. Счета к уплате – запись в балансовом отчете, которая отражает количество денежных средств, которое компания должна поставщикам товаров и услуг

периодически повторяемых сделок, для избежания риска, счета к получению используют в качестве залога для получения банковских займов или продают их, т.е. совершают операцию факторинга. Для избежания кредитного риска при осуществлении международных торговых сделок используется встречная торговля.

При управлении **материально-техническими запасами** международный финансовый менеджмент также сталкивается с задачей преодоления осложнений, вызываемых непредсказуемыми колебаниями обменных курсов и цен, ограничениями денежных переводов, квотами, тарифами и т.п.. Для контроля над ценами на сырье и его транспортировку могут быть использованы фьючерсные контракты и опционы. Международные компании часто осуществляют предварительные закупки и накопление запасов. В период низкого спроса фирма может увеличить запасы импортированных готовых товаров и сырья и расходовать их при повышении спроса на них.

Влияние ограничений на международные денежные переводы, а также разница в величине ставок налогов на прибыль корпораций в разных странах может быть устранено или смягчено путем использования трансфертных платежей, т.е. оплат внутри самой корпорации между входящими в нее предприятиями за продукцию, которую они поставляют друг другу.

Изменения цен при взаиморасчетах между филиалами и дочерними компаниями одной и той же корпорации, а также повышение ставок отчислений этих подразделений на содержание аппарата центрального руководства делаются для того, чтобы суммарные прибыли корпорации увеличились.

И наконец, корпорации многих промышленно развитых стран используют зоны свободной торговли для накопления запасов с тем, чтобы отсрочить уплату импортных сборов и налогов и осуществить экспорт их тогда, когда рыночные условия будут более благоприятными.

### 13.4. Транснациональное финансирование

Одним из заданий финансового менеджмента ТНК является изъятие средств для финансирования зарубежных филиалов.

Финансирование ТНК в зависимости от цели может быть краткосрочным или долгосрочным [15, с. 749-751; 35, с. 225-335; 39, с. 384-397; 49, с. 195].

Целью **краткосрочного финансирования** является пополнение оборотного капитала, выполнение текущих обязательств.

Источники краткосрочного финансирования делятся на внутренние и внешние.

*Внутренними источниками* является нераспределенная прибыль и амортизация. Их перераспределение внутри фирмы осуществляется с помощью внутрифирменных международных займов. Таким образом, внутри-

фирменное краткосрочное финансирование – это взаимопредоставление валютных займов разными подразделениями компании, предоставление инвалютных кредитов материнской компанией дочерним фирмам и наоборот.

Внутрифирменные международные займы предоставляются в форме:

- прямого международного фирменного кредита. Материнская компания предоставляет временно свободные денежные средства дочерней компании и оформляется это простым векселем;
- компенсационного внутрифирменного кредита. Материнская компания помещает целевые фонды на срочный депозит в банк своей страны, который использует свой филиал за границей для перекредитования полученных средств дочерней компании в другой стране;
- параллельный внутрифирменный кредит, т.е. участники соглашения предоставляют друг другу займы в валюте своей страны на оговоренный период времени.

*Внешними источниками краткосрочного финансирования* являются банковское финансирование и получение средств с помощью рынка ценных бумаг. Банковское финансирование осуществляется в следующих видах:

- кредитная линия. Это – кредитное соглашение между банком и его клиентом, содержащее обещание банка предоставить клиенту определенную сумму средств до установленного лимита на протяжении определенного срока;
- револьверный кредит. Это – кредитные линии, которые возобновляются в течение продолжительного периода времени, юридически формализованные контракты;
- срочный заем. Это – прямой, необеспеченный кредит на срок, не превышающий 90 дней. Он оформляется в виде простого векселя;
- овердрафт. При предоставлении овердрафта банк осуществляет списание средств со счета клиента в размерах, больших чем остатки на его счете, открывая таким образом кредит.

Банковское финансирование может осуществляться в национальной и иностранной валютах. Соответственно различают национальное, иностранное и евровалютное финансирование (еврокредиты). Финансовый менеджер решает, применение какой валюты в данный момент и на данном рынке является наиболее эффективным с точки зрения риска потерь, до какого уровня валютный риск должен покрываться форвардными контрактами, соглашениями “своп” и какой должен быть оптимальный портфель инвалютных активов, т.е., какое количество средств и в каких валютах необходимо иметь компании на данный момент.

Финансирование с использования инструментов рынка ценных бумаг включает выпуск коммерческих бумаг, представляющих собой простые векселя компании. Простые векселя, которые эмитируются компанией, яв-

ляются необеспеченными, находятся в обращении от 30 до 90 дней, их номинал составляет от 100 тыс. долл. до 1 млн долл. США. Различают иностранные, евровалютные коммерческие ценные бумаги и евроноотты (краткосрочные ценные бумаги, выпущенные и гарантированные банком).

Преимуществом коммерческих бумаг является то, что процентная ставка по ним, как правило, ниже ставки по первоклассным кредитам.

Целью *долгосрочного кредитования* является получение денежных средств для финансирования долгосрочных инвестиционных и других проектов фирмы, формирование доходного долгосрочного портфеля ценных бумаг, что приводит к росту рыночной стоимости компании, росту акционерного капитала.

По источникам долгосрочное финансирование делится на внутреннее и внешнее.

*Внутренние источники финансирования* компании – это накопленные чистые денежные потоки, возникающие при осуществлении международных операций. Их основой является нераспределенная прибыль и накопленная амортизация:

Чистые денежные потоки компании (NCF) рассчитываются по формуле:

$$NCF = NP - DIV + A_m, \quad (13.4)$$

где NP – чистая прибыль компании;

DIV – выплаченные дивиденды;

$A_m$  – амортизация;

$$NP = OC - IP - T, \quad (13.5)$$

где TR – общая денежная выручка от операций;

OC – операционные расходы;

IP – процентные платежи;

T – налоги.

Основными *источниками внешнего долгосрочного финансирования* являются:

- банковское финансирование в виде банковского кредита и в форме покупки банками долгосрочных ценных бумаг компании, которые не поступают в открытую продажу, а размещаются в частном порядке среди крупных инвесторов. Банковское кредитование выступает, как правило, в виде синдицированных еврокредитов, но роль этого источника финансирования снижается из-за большей привлекательности финансирования с помощью ценных бумаг;

- привлечение средств за счет эмиссии акций и облигаций. Небанковское финансирование предусматривает использование иностранных облигаций, еврооблигаций и евроакций.

Решая задачу долгосрочного финансирования ТНК, финансовый менеджер должен выяснить:

- какой вид финансирования наилучший для компании: финансирование инвестиций в сильной валюте по низким процентным ставкам или в слабой валюте, но с высокой процентной ставкой;
- как можно аккумулировать кредиты, получаемые в разных валютах, таким образом, чтобы уменьшить или исключить валютный риск;
- до какого уровня мультивалютный кредит эффективно поддается риск-менеджменту.

Таким образом, задачей международного финансового менеджера относительно вопросов долгосрочного финансирования сводится к минимизации процентных ставок с учетом конкретного уровня риска.

На выбор источника финансирования ТНК влияют следующие факторы:

- потребность в сохранении или усилении контроля за дочерней компанией;
- потребность в получении от филиалов регулярных притоков финансовых средств;
- выбор объектов финансирования (основной или оборотный капитал);
- стремление минимизировать суммы всех налогов, уплачиваемых в мировом масштабе;
- развитие делового сотрудничества с национальными и международными финансовыми учреждениями;
- изменение процентных ставок, валютных курсов и других издержек финансирования, которые ТНК может рассматривать как источники финансирования;
- стремление минимизировать валютные, финансовые и политические риски.

### **13.5. Финансирование международной торговли**

Международные финансовые отношения по торговым операциям более сложные, чем внутринациональные, и отличаются в части используемых средств и документов.

Когда экспортер продает товары иностранному партнеру, которому предоставлен коммерческий кредит, т.е. отсрочка платежей, то он может испытывать недостаток денежной наличности. Это связано с тем, что экспортер израсходовал собственные средства на изготовление и доставку товара, но еще ничего не получил взамен.

**Финансирование экспорта** – это разные способы получения экспортером финансовых средств от разных финансовых учреждений до получения платежа от импортера.



При финансировании экспорта используются все формы кредитов, как и при внутренней торговле, а также другие формы финансирования, которые связаны с предоставленными импортеру условиями платежа [31, с. 420-426]. Итак, к формам финансирования экспорта относятся:

- кредитное финансирование, включающее денежный кредит (кратко- и долгосрочный) и открытие кредитной линии (гарантии, акцептный кредит);
- передача требований (форфейтинг и факторинг).

Финансирование экспорта бывает: краткосрочным (финансирование оборотного капитала), среднесрочным и долгосрочным.

Финансирование может быть получено обычными (традиционными) методами банковского финансирования или нетрадиционными методами.

При **краткосрочном финансировании** экспорта, традиционными методами являются:

- *необеспеченный овердрафт в национальной или в иностранной валюте.* Вероятность кредитования в национальной валюте увеличивается, если экспортер имеет полис по страхованию экспортного кредита для уменьшения риска потерь в случае отказа импортера от платежа;

- *авансы под инкассо.* Банк предоставляет их экспортеру, когда последний просит банк провести инкассо от его имени. Размер аванса определяется в каждом конкретном случае в зависимости от величины кредитного риска. Как правило, он составляет 80-85% суммы тратты;

- *учет или покупка векселей/чеков банком.* Такое финансирование оборотного капитала осуществляется в случае, если экспортер продает свои товары на условиях открытого счета, инкассо или документарного аккредитива с акцептом тратт. Клиент немедленно получает кредит за свои экспортные долги, однако должен предоставить в банк закладной лист, по котором он закладывает банку все векселя в качестве обеспечения;

- *акцептные кредитные линии,* которые представляют собой соглашение, согласно которому банк согласен акцептовать векселя, выписанные экспортером, под обеспечение в виде торгового векселя. Срок уплаты по торговому векселю должен быть более ранним или совпадать со сроком погашения ссудного векселя, который акцептован банком. Преимуществами акцептных кредитов является то, что учет векселей осуществляется по более низкой учетной ставке, чем ставка для учета торговых векселей. Поэтому акцептные кредитные линии являются дешевыми источниками краткосрочного финансирования. Недостатком данного метода финансирования является значительная сумма акцептного кредита – не менее 1 млн. долл., а также право регресса к экспортеру со стороны банка;

- *авансы покупателя.* Импортер соглашается уплатить долю стоимости товара (иногда 100%) до его фактической доставки. Авансовые платежи, как правило, составляют 10-30% суммы контракта.

Преимущества авансовой формы финансирования:

- экспортер защищен от риска того, что иностранный покупатель откажется или будет несостоятелен заплатить за отгруженный ему товар;
- экспортер получает в свое распоряжение свободные средства, которые он может использовать на закупку сырья, выплату заработной платы, техническое оснащение предприятия и т.п.;
- экспортер освобождается от необходимости обращаться в банк за кредитом с уплатой процентов и других затрат на пользование им;
- в случае отказа принять заказанный товар экспортер имеет право полученный аванс использовать на возмещение убытков.

Недостатки этой формы финансирования касаются больше импортеров:

- риск того, что экспортер не доставит товар или доставит несвоевременно и совсем другого качества или спецификации;
- несоблюдение ассортимента поставляемого товара, а также условий упаковки, что может привести к определению товара как некондиционного;
- риск израсходовать аванс;
- импортер кредитует поставку на соответствующий период, до того, как он физически получает товар в свое распоряжение.

Нетрадиционными методами краткосрочного финансирования являются экспортный факторинг, кредиты экспортных посредников, финансирование через комиссионные фирмы.

При *среднесрочном финансировании* экспорта используются банковские займы в национальной и иностранной валюте, кредиты покупателю, предоставляемые банком экспортера, кредиты, гарантируемые специальным государственным учреждением.

К нетрадиционным методам финансирования относят встречную торговлю (см. т.1, гл.1), форфейтинг, лизинг (см. т.2, гл.7), а также операции международных кредитных союзов. Международный кредитный союз – это ассоциация финансовых компаний или банков разных стран, которые заключают взаимные соглашения по предоставлению финансирования с частичными платежами. Когда иностранный покупатель желает оплатить импортируемые товары путем выполнения частичных платежей, экспортер может обратиться к члену кредитного союза в своей стране, который даст распоряжение о предоставлении финансирования через члена кредитного союза в стране импортера. Экспортер получит немедленную оплату без регресса к нему. Импортер получит финансирование частичными платежами.

*Долгосрочное финансирование* экспорта предусматривает выпуск еврооблигаций, кредит покупателю, проектное финансирование.

Кредиты покупателю осуществляются банком, который обслуживает экспортера. Он предоставляет банком страны-продавца непосредственно покупателю или его банку на сумму заключенного контракта.

Формами такого кредита являются кредиты по отдельным контрактам на поставку машин, оборудования; кредитные линии; кредиты на сооружение целых объектов с поставкой оборудования и предоставлением строительных, монтажных услуг. Договорные отношения между участниками сделки, основывающиеся на кредите покупателю, оформляются такими документами: контрактом между экспортером и импортером, кредитным соглашением между банком, предоставляющим кредит, и заемщиком (банком импортера); гарантией, предоставляемой страховым учреждением банка, который кредитует. Такой кредит составляет 80-85% контрактной цены.

Под проектным финансированием понимают все виды больших долгосрочных кредитов на реализацию крупного проекта в области строительства, добычи сырья, развития инфраструктуры или коммуникации.

Нетрадиционным методом долгосрочного финансирования является выпуск акций.

**Финансирование импорта** – это разные способы получения займа импортером от финансовых учреждений для выполнения платежа экспортеру в случае, когда у него (покупателя) возникает проблема с недостатком наличных средств.

Источники финансирования для импортеров в основном аналогичны источникам финансирования для экспортеров. Это обусловлено тем, что во-первых, предоставление кредита экспортеру дает ему возможность расширить торговый кредит импортеру; во-вторых, предоставление кредита импортеру дает возможность экспортеру получить оплату немедленно.

К способам финансирования импортеров относятся:

- *банковский овердрафт в национальной или иностранной валюте;*
- *заем в национальной или иностранной валюте;*
- *торговля по открытому счету, предусматривающая ведение партнерами друг для друга открытых счетов, на которых учитываются суммы текущей задолженности. К особенностям этой формы расчетов относятся: форма расчетов предусматривает ведение контрагентами большого объема работы по учету продаж; товарораспорядительные документы поступают к импортеру прямо, минуя банк; контроль за своевременностью платежей возлагается прежде всего на экспортера; движение товаров опережает движение валютных средств; данная форма расчетов является самой дешевой и характеризуется относительной простотой выполнения. Такой способ финансирования очень удобен для импортера, поскольку он осуществляет оплату лишь при получении товара, т.е. отсутствует риск непоставки товара;*
- *финансирование при посредничестве комиссионной фирмы;*
- *расчеты с помощью акцептного аккредитива и аккредитива с рассрочкой платежа;*

- *встречная торговля, лизинг и форфейтинг;*
- *финансирование кредита покупателю, гарантированное государственным учреждением;*
- *банковский акцепт (акцептный кредит).* Экспортер выставляет тратту для акцепта не на импортера, а на банк импортера. Формально кредит предоставляет экспортер, однако акцептантом является банк, что изменяет взаимоотношения между сторонами. При акцептном кредите экспортеру не грозит риск неплатежа, поскольку он имеет акцепт банка, берущего на себя этот риск. По такой операции банк импортера не использует своих ресурсов для финансирования (банк оплачивает тратту лишь в случае неспособности импортера осуществить оплату со своей стороны). Осуществляя акцепт тратты, банк гарантирует для экспортера оплату товара. Акцептные кредиты открываются под товарные аккредитивы или под залог импортируемых товаров;
- *банковская ссуда под продукцию,* погашаемая из денежных поступлений от продажи импортером экспортных товаров.

Выбирая конкретную форму финансирования торговых операций финансовый менеджер-международник должен всесторонне проанализировать ряд рисков: географический, валютный, инфляционный, процентный, рыночный, платежный, политический.

Для снижения рисков, связанных с осуществлением экспортно-импортных операций, как правило, используется:

- аккредитив, который является обязательством банка заплатить за товары, поставленные импортеру.
- банковская гарантия – обещание банка уплатить при первом требовании экспортера, если он заявит, что срок погашения задолженности настал, а импортер не осуществил оплату;
- гарантии и поручительства правительства;
- страховки специальных страховых учреждений;
- валютные форвардные контракты, опционы, кредиты в иностранной валюте для страхования валютного риска и т.п.

### 13.6. Дивидендная политика корпорации

Дивидендная политика корпорации прямо связана, с одной стороны, с политикой финансирования ее деятельности, с другой – с оценкой акционерами деятельности фирмы с тем, чтобы определить как дивидендные выплаты влияют на благосостояние акционеров и на стоимость фирмы.

Одним из источников финансирования корпорации является рефинансированная прибыль. Поскольку процент прибыли, выплачиваемый акционерам наличностью в виде дивиденда (показатель дивидендного выхода), уменьшает объем рефинансированной прибыли, решение о выплате

дивидендов является в то же время решением о финансировании. Рефинансирование прибыли определяет возможность распределения прибыли (как по величине, так и по срокам) между акционерами в форме дивидендов.

Существует две точки зрения по поводу дивидендной политики корпорации: 1) пассивная роль дивидендной политики в обеспечении благосостояния акционеров и влиянии на стоимость фирмы и 2) активная роль дивидендной политики.

При *пассивной роли дивидендов*, показатель дивидендного выхода не влияет на благосостояние акционеров и стоимость фирмы. Если дивидендная политика рассматривается только как решение о финансировании, то выплата дивидендов отводится место пассивного остатка. Величина дивидендного выхода изменяется от периода к периоду в соответствии с колебаниями числа приемлемых, с точки зрения фирмы, инвестиционных проектов. Если у фирмы будет достаточно много возможностей для инвестирования, то дивидендный выход может быть равен 0. И наоборот, если фирма не имеет возможностей для выгодного вложения средств, то дивидендный выход может равняться 100%. Таким образом, значение дивидендного выхода зависит от благоприятных возможностей для инвестирования средств и может колебаться в границах 0-100%.

Согласно первой точке зрения, инвесторы сами своими действиями самостоятельно принимают решение о своих дивидендах, которые являются совершенными заместителями корпоративных дивидендов. Если выплаченные дивиденды будут ниже ожидаемых, акционеры могут продать часть своих акций с целью получить желательное количество средств. Если дивиденды превзошли ожидания, то инвесторы могут израсходовать их на покупку новых акций компании. Таким образом, инвесторы могут регулировать свой доход независимо от дивидендной политики корпорации.

Согласно второй точке зрения, дивиденды играют *активную роль*. Инвесторам не все равно, получают они свой доход в форме дивидендов, или в форме продажи акций. Более того, дивиденды являются основным критерием оценки акций. Поскольку дивиденды относятся к разновидности текущего дохода, а перспектива получения дохода на капитал отодвинута в будущее, поэтому выплата дивидендов компанией дает инвесторам ощущение определенности. При других равных условиях они готовы заплатить более высокую цену за акции, дающие право на получение текущего дивиденда. Практика дает достаточное количество примеров того, что инвесторы предпочитают не принимать решение о дивидендах самостоятельно, а получить реальный доход непосредственно от компании.

Активная роль дивидендов проявляется и в том, что в условиях несовершенства рынка финансовой информации фирмы используют повышение дивидендов с тем, чтобы сообщить как об ожидаемых изменениях в тенденции роста рентабельности, так и о том, что стоимость акций не отражает в должной мере состояние дел и перспективы развития фирмы. Со-

ответственно и стоимость акций может реагировать на это изменение дивидендов и возраста.

Для того, чтобы выплата более высоких дивидендов была оправдана, на рынке должно иметь место чистое предпочтение инвесторами дивидендов.

При разработке дивидендной политики корпорация принимает во внимание множество различных критериев и анализирует ряд факторов, от которых зависит успешность дивидендной политики. Прежде всего финансовый менеджер должен оценить финансовые потребности фирмы и источники средств, проанализировать факторы, влияющие на состояние денежных остатков компании: возможность долгосрочных инвестиций, увеличения запасов и объема дебиторской задолженности и др. Он должен включить в анализ прогнозирование возможного риска и перспектив развития фирмы на определенное количество лет и, исходя из этого, определить способность фирмы поддерживать стабильный уровень дивидендов и возможность регулярной их выплаты.

Решения о выплате дивидендов зависят от состояния ликвидности компании и предполагаемом ее использовании. Чем больше ликвидность фирмы, тем выше ее способность выплачивать дивиденды. Если запас ликвидности недостаточен для выплаты дивидендов на ожидаемом уровне, фирма должна найти возможность получить заемные средства: получить кредит или выйти на рынок капитала с пакетом своих облигаций. Чем больше у фирмы возможностей привлечь заемные средства, тем шире ее возможности по выплате дивидендов и меньше беспокойства о влиянии, которое оказывает выплата наличностью дивидендов на ликвидность фирмы.

При проведении дивидендной политики компания использует информационный эффект дивидендных выплат, решая вопрос о том, какую именно информацию о существующих дивидендах и об их изменениях она хотела бы распространить.

Решения по дивидендам не всегда могут быть достаточно обоснованы, но много руководителей корпораций считают, что дивидендные выплаты влияют на стоимость акций, и строят свою деятельность, придавая большое значение вопросам, связанным с выплатой дивидендов. Фирма может, согласовывая интересы накопления с выплатой дивидендов в условиях ограниченности средств, выплатить дивиденды, а на целые накопления выпустить новые акции. Такой вариант дивидендной политики применяется довольно часто. Однако при этом финансовый менеджер должен следить за тем, чтобы выпуск новых акций как источник дивидендных выплат не привел к размыванию контрольного пакета акций. Это с одной стороны. С другой стороны, он должен иметь в виду возможность перетягивания акционеров конкурирующими фирмами, если дивидендный выход будет уменьшен.

Кроме процентного показателя дивидендного выхода, инвесторов интересует стабильность дивидендов не только потому, что они получают

стабильный доход, но и потому, что, при равных условиях, цена акций будет выше, если она обеспечивает получение стабильного текущего дивиденда на протяжении некоторого периода. Поддерживая стабильность выплаты дивидендов, фирма может влиять на позитивное отношение фондового рынка к ее акциям.

Одним из вариантов дивидендной политики может быть выплата дивидендов новыми акциями, т.е. путем передачи акционерам акций дополнительной эмиссии. Компания может прибегнуть к использованию такого варианту в случае, если она хочет сэкономить деньги, имеющиеся в ее распоряжении.

Фирма может увеличить реальный уровень дивидендных выплат акционерам и привлечь новых инвесторов путем дробления акций. Например, компания может провести дробление акций в отношении 2 к 1 и установить процентную ставку на уровне 1,20 долл. на одну акцию. До дробления акционер, владеющий 100 акциями компании, при дивидендной ставке 2 долл. на акцию получал 200 долл. в год. После дробления этот же акционер стал владельцем 200 акций и его дивиденды составили 240 долл. в год.

Объявление о выплате дивидендов акциями или дробление акций имеет информационный эффект, который заключается в том, что формируется мнение о благоприятных прогнозах руководства фирмы относительно положения дел в будущем и влечет за собой зачастую повышение стоимости акций компаний, объявивших о выплате дивидендов акциями или дроблении акций. Но продолжительность такого эффекта в конечном итоге зависит от реального увеличения прибыли фирмы.

Еще одним из элементов дивидендной политики фирмы является выкуп акций на вторичном рынке с целью изъять их из обращения. Обычно выкуп акций является сигналом для рынка о низкой оценке акций фирмы, побуждающим рынок к переоценке их стоимости. Выкуп акций как один из элементов дивидендной политики особенно удобен в ситуации, когда фирма имеет значительный объем средств, который необходимо разместить.

### 13.7. Управление рисками

#### **Управление валютным риском**

Валютный риск – это возможность финансовых потерь при осуществлении тех или иных международных экономических операций в связи с изменением рыночных условий и, соответственно, с колебанием рыночных валютных курсов.

Объективной основой валютного риска является то, что в долгосрочном плане валютные курсы зависят от экономического положения разных стран, а в краткосрочном – от решений государственных органов по эко-

номическим вопросам, спекулятивных операций, слухов и ожиданий, политических событий и, в конце концов, от неправильных решений дилеров.

Операции международного финансового менеджмента по финансированию международной торговли, долгосрочному инвестированию, текущей капитальной политике, формированию пакета ценных бумаг, купле-продаже иностранной валюты связаны с валютным риском, вызываемым необходимостью конвертации валют и колебанием валютного курса. Так, экспортеры страдают от потерь при снижении курса валюты цены по отношению к валюте платежа, поскольку они получают меньшую реальную стоимость по сравнению с контрактной. Для импортера риски возникают, если повышается курс валюты цены по отношению к валюте платежа.

Для банка, который покупает одну валюту и продает другую, возможность риска зависит от его валютной позиции, т.е. от соотношения требований и обязательств банка в иностранной валюте. Если требования и обязательства по конкретной валюте равны, то валютная позиция считается закрытой, а при несовпадении – открытой. Открытая валютная позиция может быть короткой, если пассивы и обязательства по проданной валюте превышают активы и требования к ней, и длинной, если активы и требования по купленной валюте превышают пассивы и обязательства. Открытая позиция, как длинная, так и короткая, всегда связана с риском потерь, если до момента покупки ранее проданной валюты и продажи ранее купленной обменный курс этих валют изменится в неблагоприятном для банка направлении.

Международный финансовый менеджмент отличается от внутринационального тем, что сравнительные стоимостные показатели эффективности производства зависят от курса валют, важнейшие решения о стратегии международной корпорации, прежде всего, о направлениях и размерах инвестиций, принимаются после тщательного изучения прогнозов валютных курсов. Постоянное корректирование планов происходит с учетом меняющихся конъюнктурных условий, в том числе валютных. Поэтому в центре внимания международного финансового менеджмента находится анализ и контроль валютного риска.

Колебание валютных курсов для фирм, осуществляющих международную деятельность, является одним из наиболее важных видов риска. Хотя валютные курсы – это фактор внешней среды, над которым финансовый менеджер не властен, тем не менее эффективное управление валютным риском предусматривает проведение его детального анализа, оценивание возможных последствий и выбор методов страхования. Финансовый менеджер должен использовать все возможные средства избегания риска и контролирования его; проводить ряд мероприятий по минимизации сумм возможного ущерба, если нет возможности избежать его полностью; страховать валютный риск в случае невозможности его избежания.

Основными элементами оценивания валютного риска являются определение вида иностранной валюты, в которой проводятся расчеты;



суммы валют; продолжительность периода действия валютного риска; виды валютных расчетов.

Для выражения возможности воздействия изменений валютного курса на деятельность фирмы применяется термин “иностранная валютная незащищенность”. По характеру влияния и месту возникновения различают три первичных типа иностранной валютной незащищенности (или три типа валютных рисков):

- перенесенная незащищенность (пересчетные, или бухгалтерские, риски);
- операционная (связанная с ведением дела) незащищенность (операционные риски);
- экономическая незащищенность (экономические риски).

**Перенесенный (пересчетный) валютный риск** относится к операции перевода финансовых отчетов компании из одной валюты в другую. Изменение стоимости валют влияет на финансовые отчеты фирмы, которые отражают ее финансовое состояние. Перенесенная незащищенность возникает в связи с тем, что международные и транснациональные фирмы должны периодически (не реже одного раза в год) объединять финансовые отчеты своих филиалов, расположенных в разных странах, в единую группу отчетов в национальной валюте. Термин “пересчет” используется для конвертации заявленных стоимостей в одной валюте в другую.

Например, американская фирма, владеющая филиалом в Англии, должна перевести отчет о доходах филиала и балансовый отчет, составленные в фунтах стерлингов, – в доллары, а потом объединить их с финансовыми отчетами о деятельности в США. Для иллюстрации перенесенной незащищенности предположим, что фирма, имеющая сеть отелей американского происхождения в разных странах, решила расширить свои зарубежные операции путем покупки лондонского отеля. Покупка состоялась в начале года по цене 3,0 млн ф. ст. По действующему валютному курсу 1,5 долл. за 1 фунт, инвестиции фирмы составили 4,5 млн долл. На конец года фирма должна объединить все финансовые отчеты в национальной валюте (долл.). Однако, за это время доллар поднялся до 1,3 за 1 фунт. Вследствие этого обобщенный (свободный) балансовый отчет покажет цену отеля в 3,9 млн долл. (3 ф. ст.  $\times$  1,3). Падение стоимости фунта стерлингов по отношению к доллару выразится в перенесенной потере 600000 долл.

Однако это потеря только на бумаге, реального оттока денежной наличности не произойдет. Отель может даже повыситься в цене по рыночной стоимости. Тем не менее финансовые отчеты покажут убыток как результат повышения курса доллара. А данные финансового отчета интересуют акционеров, кредиторов и инвестиционных банкиров. Они играют важную роль во взаимоотношениях фирмы с этими субъектами финансовых отношений. Кроме того, управленческая оценка и вознаграждение работников часто основывается на данных финансового отчета. Поэтому финансовые менеджеры уделяют большое внимание дестабилизирующему

влиянию изменений стоимости валют на финансовые отчеты и принимают меры для контроля над перенесенной незащищенностью. Одной из таких мер является страхование балансового отчета, т.е. использование метода встречных валютных потоков, сущность которого состоит в том, чтобы валютные обязательства или требования компании были покрыты. Для любого денежного потока должен существовать встречный поток в той же валюте, который будет закрывать открытую позицию компании. Например, фирма, купив лондонский отель, одновременно берет займы у британского банка 3 млн ф. ст. Эта операция создает фунтовый пассив, который равняется по стоимости фунтовому активу. В результате страхования балансового отчета на конец отчетного периода чистые перенесенные потери будут равнять нулю.

При переводе финансовых отчетов в национальную валюту фирма должна следовать каким-нибудь общепризнанным действующим принципам. В США по правилам учета, установленным комитетом по стандартам финансового учета (FASB), американская компания должна определить для каждой своей дочерней компании функциональную валюту, т.е. валюту, в которой осуществляется большинство операций данной фирмы. Это может быть местная денежная единица или доллар. Если инфляция превышает 100% в год, то функциональной валютой может быть только доллар.

Если используется местная валюта, то все активы и обязательства переводятся по текущему курсу обмена валют. При этом прибыль или убыток от перевода отражают не в отчете о прибылях и убытках, а в статье собственного капитала компании как поправку перевода. Тот факт, что подобная поправка не влияет на величину балансовой прибыли, является привлекательным для многих стран.

Если в качестве функциональной валюты используется доллар, то прибыли или убытки отображаются в отчете о прибылях и убытках главной компании по так называемому временному методу. При этом наблюдаются большие колебания балансовой прибыли и меньшие колебания величины статей баланса, чем при учете в местной валюте.

При переводе финансовых отчетов в национальную валюту статьи балансового отчета (активы и пассивы) должны быть переведены по валютному курсу, действующему на конец отчетного периода. Доходные статьи отчета (годовой доход и расходы) должны быть переведены либо по валютному курсу, действующему на дату получения дохода или осуществления расходов, либо по средневзвешенному валютному курсу за отчетный период.

**Операционный валютный риск** – это такой риск, которому подвергаются фирмы и частные лица при осуществлении международных экономических операций, когда будущие платежи или полученные средства должны быть выполнены в валюте, будущая стоимость которой не определена. Валютные риски, вызванные изменениями валютных курсов,

могут быть связаны с движением наличности и с активами. Они могут происходить в краткосрочной перспективе и в долгосрочном периоде. Изменения обменного курса могут привести к изменениям факторов производства, необходимых фирме для производства, а также к изменению доходов, получаемых от выпуска продукции. Риск в долгосрочном периоде (текущий) затрагивает весь объем инвестиций. Таким образом, операционная незащищенность происходит вследствие того, что валютный курс может измениться за время от заключения сделки до осуществления платежа. В противовес перенесенной незащищенности операционная незащищенность приводит к реальному притоку или оттоку денежной наличности.

Для иллюстрации рассмотрим такой пример. Американская фирма заказала товар во Франции. Стороны договорились, что платеж будет осуществлено в размере 12000 евро, если товар будет отгружен на протяжении 90 дней. По текущему валютному курсу 0,8 евро за доллар это будет составлять платеж в 1500 долл. Однако, если на протяжении следующих 90 дней евро возрастет, то платеж будет большим в долларовом выражении, а если упадет, то платеж будет меньшим. Таким образом, операционная незащищенность отражает неопределенность, связанную с окончательным объемом обязательства в национальной валюте.

Для фирмы существует несколько способов контроля операционной незащищенности. Простейший способ изменить операционный валютный риск – это передача его другой компании. Экспортер какого-либо товара может установить продажные цены в валюте своей страны. В этом случае уже импортер столкнется с операционным валютным риском, связанным с конвертацией иностранной валюты в национальную. Возможен также способ требования немедленной оплаты. Тогда стоимость экспорта будет определяться текущим курсом спот. Однако такие способы чаще всего заканчиваются сорванными сделками или скрытыми издержками.

Фирма может застраховаться на будущем рынке, форвардном или опционном. Например, французская фирма планирует осуществить хеджирование. С помощью форвардной операции она рассчитывает на платеж в сумме 2000 долл. и решает заключить трехмесячные форвардные контракты на куплю-продажу 2 тис. долл. В момент заключения контракта курс спот составлял 0,8 евро за 1 долл., а трехмесячный форвардный курс по контракту — 0,9 евро за 1 долл. Следовательно, затраты на покупку 2 тыс. долл. по курсу спот составляют 1600 евро ( $2000 \times 0,8$ ), а по контракту — 1800 евро ( $2000 \times 0,9$ ). Если через 3 месяца на день выполнения контракта курс спот повысится до 1 евро за 1 долл., то затраты фирмы на покупку валюты будут составлять 2000 евро. Если бы фирма не заключала срочный контракт, то затраты на покупку валюты составили бы 2000 евро ( $2000 \times 1$ ). Экономия денежных ресурсов, или потенциальная прибыль, составит 200 евро. Если через три месяца курс спот снизится до 0,7 евро за долл., то при затратах 1800 евро по срочному контракту утраченная выгода (потенциальные потери) составят 400 евро [ $1800 - (2000 \times 0,7)$ ].

Второй пример – хеджирование на фьючерсном рынке. Американская компания продает оборудование французской фирме за 1 млн евро через свой филиал в Париже с поставкой через 90 дней. После оплаты компания намеривается конвертировать евро в доллары. На момент сделки курсы евро в долларах были:

- курс спот – 1,20;
- 90-дневной фьючерсный курс – 1,15.

Поскольку форвардная цена евро ниже спотовой, то это означает, что евро продается с форвардной скидкой.

Если американская фирма хочет избежать риска международного обмена, ей нужно продать 1 млн евро через 90 дней. Если она поставит евро спустя 90 дней, то получит 1150000 долл. (1 млн евро по цене 90-дневного фьючерса – 1,15). Если курс спот сохранится на уровне 1,2 долл., то фирма скорее всего не будет продавать евро по форвардной сделке. Компания продала бы 1 млн евро на рынке спот за 1200000 долл. В связи с этим она платит 0,05 долл. за евро (1,20 – 1,15), или в сумме 50000 долл., чтобы обеспечить себе возможность конвертировать евро в доллары. В перерасчете за год стоимость этой защиты составит

$$(0,05/1,2) \times (360/90) = 16,7\%.$$

Для устойчивых пар валют убыток или прибыль от разницы между форвардным курсом и курсом спот колеблется в пределах от 0 до 3% в годовом исчислении. Для менее устойчивых валют он выше. Для неустойчивых валют убыток может достигать до 20%. При значительном превышении этого уровня нестабильности форвардный рынок для такой валюты перестает существовать.

Преимущество форвардной операции проявляется в отсутствии предварительных затрат и защите от неблагоприятного изменения курса валюты. Недостатком являются потенциальные потери, связанные с риском утраченной выгоды.

Валютный риск возможно минимизировать или избежать его также путем использования валютных опционов. Например, фирма предполагает через три месяца произвести платежи в размере 2 тыс. долл. и зафиксировать минимальный обменный курс доллара. Она покупает опцион на покупку долларов по следующим параметрам:

Сумма	2 тыс. долл.
Срок	3 месяца
Курс опциона	0,7 евро за 1 долл.
Премия	0,025 евро за 1 долл.
Вид	европейский

Данный опцион дает право фирме купить 2 тыс. долл. через три месяца по курсу 0,7 евро за 1 долл. Фирма платит продавцу валюты опцион-

ную премию в размере 50 евро ( $2000 \times 0,025$ ), т.е. цена данного опциона составляет 50 евро. Если через три месяца на день исполнения опциона курс доллара спот упадет до 0,5 евро за 1 долл., то фирма откажется от опциона и купит валюту на наличном рынке, заплатив за покупку валюты 1050 евро ( $1000 + 50$ ).

Если через три месяца курс доллара спот повысится до 0,8 евро за 1 долл., то будущие расходы на покупку валюты уже застрахованы. Фирма реализует опцион и затратит на покупку валюты 1400 евро. Если бы она покупала валюту на наличном рынке по курсу спот 0,8 евро за 1 доллар, то расходы составили бы 1600 евро ( $2000 \times 0,8$ ). Экономия денежных средств, или потенциальная выгода, при использовании опциона составит 150 евро [ $1600 - (1400 + 50)$ ].

Преимуществом валютного опциона является защита от неблагоприятного изменения курса валюты. Недостатком являются затраты на уплату опционной премии.

Управление долгосрочными операционными рисками – более сложный процесс. Долгосрочные форвардные контракты со сроком действия до 7 лет крупные межнациональные банки заключают только с наиболее известными и кредитоспособными корпорациями. Поэтому ТНК для взаимного снижения долгосрочных операционных рисков часто заключают между собой соглашение – параллельный или компенсационный заем. Суть этого способа такова. Если, например, американской компании, которая хочет инвестировать определенную сумму во Франции, удастся найти французскую компанию, которая готова инвестировать такую же сумму в США, то это позволяет договориться о взаимно компенсирующих займах. Французская компания предоставляет американской компании кредит в евро, а американская французской – в долларах. После окончания срока инвестирования американская компания расплачивается за полученный кредит заработанными во Франции евро, а французская – полученными в США долларами. Таким образом, компаниям не приходится обменивать валюты на валютном рынке. Однако обе компании подвергаются риску невыплаты займа. Чтобы избавиться от риска невыплаты займа (кредитного риска), связанного с компенсационным займом, компании могут использовать валютный своп (соглашение между двумя компаниями об обмене оговоренным количеством валюты в данный момент и об обратном обмене ее в определенное время в будущем). Обменные курсы могут измениться, но значительный кредитный риск устраняется. Неиспользование валютного свопа означает, что в будущем не состоится предусмотренный валютный обмен, в то время как невыполнение компенсационного займа означает невозвращение полученного кредита. Единственным следствием неиспользования валютного свопа становится то, что компании должны обменять свою валюту на валютных рынках по новому обменному курсу. Неиспользование же компенсационного займа одной компанией ведет к потере другой компанией и номинала инвестиции и дохода от нее.

Кроме использования форвардных контрактов, валютных фьючерсов, опционов, свопов для хеджирования и минимизации операционного валютного риска используют также метод “опережений и запаздываний”, метод разделения риска, реинвойсинговые центры.

Метод “опережений и запаздываний” предусматривает свободный выбор даты платежа. Две фирмы, которые тесно связаны друг с другом, находят наилучший вариант взаиморасчетов. Данный метод дает возможность просчитать объемы финансовых потоков между фирмами на определенную дату и таким образом опосредованно повлиять на платежеспособность каждой из фирм. Наиболее эффективно метод “опережений и запаздываний” используется, когда материнская компания имеет полный контроль над своими филиалами и дочерними компаниями.

Метод разделения рисков предусматривает заключение соглашения между компаниями в форме договора, в котором экспортер и импортер соглашаются взять на себя определенную часть потерь, связанных с колебанием валютных курсов, независимо от того, какие потери в действительности понесла компания. Такая стратегия разделения рисков способствует увеличению торгового оборота между компаниями, предсказуемости финансовых потоков при условии, тому, что между компаниями сложилось долгосрочные взаимовыгодные отношения и что колебания валютных курсов не смогут существенно повлиять на их финансовое положение. Заключение таких соглашений является экономически эффективным.

ТНК иногда создают филиалы – реинвойсинговые центры, которые централизованно занимаются всеми валютными рисками, возникающими при международной торговле. Например, филиал X в стране X продает производимые ею товары филиалу Y в стране Y, который занимается дистрибуцией. Однако продажа происходит через посредника – реинвойсинговый центр в стране Z. Товары как бы продаются сначала центру, а потом уже центр перепродает товар филиалу Y. Между тем, движение товаров осуществляется напрямую между филиалами X и Y, а реинвойсинговый центр фактически привлечен только в документооборот. Филиал X направляет счет в валюте X в реинвойсинговый центр и получает по своим счетам национальную валюту X. Филиал Y покупает товары через центр в валюте Y, т.е. в валюте своей страны. Таким образом все вопросы, связанные с перечислением валют решаются в центре.

Преимущества использования реинвойсинговых центров:

- при внутрикорпоративной торговле управление валютными рисками сосредотачивается в одном месте. Менеджеры центра выбирают наилучшую стратегию хеджирования валютных рисков, а большой объем сделок в разных валютах дает возможность выбрать наиболее приемлемый курс обмена валют за счет покрытия одних сделок другими;
- менеджеры центра на базе форвардных курсов определяют стоимость товара на определенную дату, что позволяет филиалам

рассчитать свои будущие расходы. Благодаря этому филиалы – дистрибьюторы имеют возможность устанавливать твердые цены на товар и не беспокоиться о проблемах, связанных с изменением валютных курсов;

- филиалы ТНК имеют возможность вести расчеты только в национальной валюте, поскольку центр занимается управлением денежных средств между ними.

Главным недостатком использования реинвойсинговых центров является большие расходы по их содержанию [26, с. 382].

Операционная незащищенность является естественно сложной проблемой для маленькой фирмы, вовлеченной в случайный экспорт и импорт. Крупные ТНК, осуществляющие одновременно много операций в различных валютах, меньше страдают от операционной незащищенности. Поскольку степень колебаний валют пересекается, потери и выигрыши всякий раз имеют тенденцию уравнивать друг друга. Кроме того, ТНК способны иметь активы и пассивы, выраженные в разных валютах, что также уменьшает операционную незащищенность.

**Экономический валютный риск**, в отличие от пересчетного и операционного рисков, относящихся к разовым операциям, явление долгосрочное. Этому виду риска подвержены ТНК и фирмы, занимающиеся экспортно-импортными операциями. Экономическая незащищенность вытекает из возможности существенного воздействия изменений стоимости валют на доходы или конкурентоспособность фирмы в длительной перспективе. Экономический валютный риск связан с изменениями стоимости компании, которые зависят от изменений обменных курсов. Напомним, что стоимость компании рассчитывается как произведение рыночной цены 1 акции компании на количество акций, выпущенных в обращение. Рыночная цена акции – это цена, при которой спрос и предложение равны.

Изменения обменного курса валют влияют на рыночную стоимость компании в том случае, когда их действие распространяется на ожидаемые поступления денежных средств.

Примером экономической незащищенности может быть японский экспорт промышленной продукции середины 90-х годов XX ст. На протяжении этого периода происходил большой и продолжительный рост курса иены по отношению к доллару, что делало японский экспорт неконкурентоспособным. Японские фирмы, экспортирующие товары в США, имели выбор между двумя нежелательными альтернативами. Если они сохраняли долларские цены на том же уровне для поддержания конкурентоспособности с американскими фирмами, объем их доходов в иенах снизится. Если они поднимут цены в долларах для компенсации роста иены, тогда снизится конкурентоспособность. В противном случае падение доходов трудно избежать. Кроме того, для фирм, которые производили продукцию в Японии, эксплуатационные затраты в иенах не снижались пропорционально снижению доходов.

Какие возможности контроля над экономической незащищенностью? Быстрая реакция и приспособление к изменениям в окружающей экономической среде. Здесь могут быть такие возможности: изменение экспортного рынка на рынок, где иена не котируется слишком высоко, отдача приоритета национальному рынку, увеличение прямых инвестиций, объединение с другими фирмами и т.п.

Для примера рассмотрим реакцию двух крупных японских фирм на повышение курса иены.

“Мацисита Электрик”, фирма по производству потребительских электронных товаров, избрала две стратегии в борьбе с экономической незащищенностью. Во-первых, она запланировала увеличение производства для стран АСЕАН. Во-вторых, она начала сосредотачиваться на производстве высокоточных товаров (например, 43-дюймовый цветной телевизор), которые наименее подвержены влиянию изменений валютных курсов.

Фирма “Кобе Стил” посчитала диверсификацию наиболее важным направлением. Фирма запланировала перемещение труда и капитала из производства стали в производство продукции для национальных нужд: металлообработку, охрану среды и консалтинг (разработку рекомендаций фирмам, наиболее пострадавшим от повышения курса иены).

Экономический валютный риск включает в себя и операционный и пересчетный валютный риск в той степени, в какой изменения в бухгалтерской стоимости фирмы влияют на ее рыночную стоимость.

Бухгалтерская и рыночная стоимость часто отличаются друг от друга. Рыночная стоимость активов может быстро снижаться из-за их устранения, а бухгалтерская стоимость при этом оставаться неизменной. Рыночные условия могут повысить рыночную стоимость некоторых активов, например, недвижимости. Пересчет стоимости компании из одной валюты в другую может или увеличить расхождение между рыночной и бухгалтерской стоимостями, или уменьшить его. Это зависит от экономических факторов, связанных с изменениями валютных курсов.

Экономический валютный риск численно можно определить с помощью регрессивного анализа предыдущих цен акций компании и соответствующих обменных курсов валют, влияющих на эти цены. Коэффициенты при единичном изменении стоимости какой-то отдельной валюты дают линейные оценки экономического валютного риска компании по каждой из валют.

Подход к измерению экономического валютного риска следующий. При предположении, что рыночная стоимость компании ( $V$ ) линейно связана со стоимостью валюты  $\$/X$ :

$$V = b_0 + b_1(\$/X), \quad (13.6)$$

где  $b_0$  — часть стоимости компании, которая не зависит от изменения стоимости валюты;



$b_1$  — изменение стоимости компании на единицу изменения стоимости валюты X.

Если стоимость компании линейно связана со стоимостями нескольких валют ( $\$/X_1$ ,  $\$/X_2$ ,  $\$/X_3$  и т.п.), предыдущее выражение может быть преобразовано в следующий вид:

$$V = b_0 = b_1(\$/X_1) + b_2(\$/X_2) + b_3(\$/X_3) + \dots + b_n(\$/X_n), \quad (13.7)$$

где  $b_n$  — изменение стоимости компании на единицу изменения стоимости валюты  $X_n$ . Экономический валютный риск для того или иного вида бизнеса представлен соответствующим коэффициентом ( $b_1$ ,  $b_2$ ,  $b_3$  и т.п.).

Если компания не связана линейно со стоимостью валют, то прибегают к другим, более сложным, методам нелинейной регрессии и анализу временных рядов.

Для снижения экономического валютного риска применяют методы: выравнивание валют платежей компании с валютными поступлениями денежных средств; диверсификацию финансирования деятельности за границей.

Основной управлению валютным риском является четкое определение круга задач, которые стоят перед финансовым менеджером на начальном этапе страхования и минимизации валютных рисков. К ним относятся:

- оценка необходимости управления валютным риском. Это зависит от позиции руководства компании. Учитываются все “за” и “против” относительно страхования валютных рисков;
- определение круга проблем, связанных с прогнозированием динамики валютных курсов. Финансовый менеджер должен владеть методиками прогнозирования валютных курсов;
- определение цели хеджирования, которая зависит от общей стратегии и задач компании. Так, управление обменным курсом может осуществляться компанией с целью долгосрочного планирования своих финансовых средств или с целью получения максимальной прибыли от предполагаемого изменения цены валюты;
- выбор средств страхования (сравнение альтернатив);
- разработка оптимальной стратегии страхования.

### **Риски при принятии решений о ПИИ**

Международные инвестиционные проекты скрывают в себе ряд особых рисков, главными из которых являются:

- риски, вытекающие из международных проблем инвестирования;
- риски, связанные с альтернативным выбором соотношения разных видов финансирования инвестиций.

*Риски, вытекающие из международных проблем инвестирования, связаны в основном с двумя обстоятельствами. Первое — структура*

ТНК — материнская компания в стране базирования и дочерние (филиалы) — в других (принимающих) странах. При оценке инвестиционных проектов выводы могут быть различны в зависимости от того, с каких позиций она будет проведена: с позиции эффективности ПИИ как таковых или с позиции возможности поступления прироста денежной наличности (дохода) в материнскую компанию. Эти различия могут быть вызваны несколькими факторами. Во-первых, принимающая страна может ввести ограничения на репатриацию средств материнской компании. Поэтому ПИИ могут быть высокорентабельными, но средства не будут поступать в материнскую компанию. Во-вторых, страна базирования может установить сборы на иностранные операции с конкретными товарами или услугами, что приводит к удорожанию иностранных операций. В-третьих, изменения валютного курса могут отрицательно влиять на величину переводимых прибылей. Например, из страны с высокой инфляцией размер прибыли, переводимой материнской компании, будет уменьшаться по мере падения курса валюты принимающей страны. Поэтому всегда возникает вопрос: что положить в основу при определении величины ЧТС: движение денежной наличности, вызванное иностранным инвестированием, или движение денежной наличности, полученной материнской компанией. Как правило, при принятии решения об инвестициях международные фирмы ориентируются на результаты анализа, проведенного с позиций материнской компании, поскольку движение денежной наличности в материнскую компанию может служить источником выплаты дивидендов держателям акций, возможных инвестиций в другом месте, уплаты процентов по долгам корпорации и т.п.

При этом важным моментом, во-первых, является возможность не-медленного получения денежной наличности материнской компанией, так как любая отсрочка приведет к ее обесцениванию, и во-вторых, — учет дополнительных рисков, вытекающих из международного характера всей совокупности отношений, опосредующих инвестиционную деятельность международных фирм.

К таким рискам относятся:

- неблагоприятные движения валютного курса;
- непредсказуемые изменения темпов инфляции;
- замораживание (блокирование) средств или валютный контроль;
- экспроприация;
- меры контроля за иностранной валютой;
- изменения в налоговом законодательстве.

Осуществление ПИИ без учета в той или иной мере этих рисков, невозможно. Эффективное управление рисками, связанными с ПИИ, — это не уклонение от рисков, а их анализ, сопоставление выгоды вложений и рисков, нахождение путей устранения или уменьшения риска.

Рассмотрим это на примере принятия решений компанией “Дженерал Моторс” относительно инвестиций в Египте.

В 90-х годах XX ст. в Европе наблюдалась тенденция повышения стоимости валют. Это стало препятствием планам “Дженерал Моторс” расширить производство автомашин в Европе. “Дженерал Моторс” разработала план сборки автомобилей в Египте из деталей, полученных в Европе, что помогло “Дженерал Моторс” победить “Пежо”, “Фиат” и “Ниссан” в конкурентной борьбе за то, чтобы стать основным сборщиком автомобилей в Египте совместно с египетской государственной компанией “ЭЛ Наср”. Однако опасения продолжающегося роста стоимости европейских валют приостановило реализацию этого инвестиционного проекта. Представитель “Дженерал Моторс” объяснил, что препятствием в реализации проекта «явились валютные курсы, которые вызвали определенные риски и проблемы, неразрешимые в настоящее время». Финансовый менеджер “Дженерал Моторс” не захотел наличия в проекте валютного риска. Таким было решение. Но возможно и другое, альтернативное, решение – приспособиться к риску. Наиболее распространенным способом приспособления к валютному риску считается увеличение требований к норме оборачиваемости инвестиций. Например, компания повышает требования к норме оборота, определив ожидаемую норму оборачиваемости инвестиций для международного процесса в 20% против 10% для относительно безопасных внутренних инвестиций. В этом случае менеджер получает больший предел на ошибку.

Второй вид рисков — это *риски, связанные с альтернативным выбором соотношения разных видов финансирования инвестиций.*

Финансирование зарубежных инвестиций имеет ряд альтернатив. Прежде всего, финансовый менеджер должен выбрать наиболее подходящее сочетание финансирования путем получения займов и финансирование путем выпуска новых акций. Такое сочетание известно как структура капитала. Анализ и выбор структуры капитала, подобно другим решением в финансовом менеджменте, основывается на соотношении оборотов и рисков.

Использование преимущественно финансирования за счет займов по отношению к финансированию за счет выпуска новых акций определяется стратегией “высокий риск, быстрый оборот”. Фирма, использующая преимущественно финансирование за счет займов, подвергается большему риску, чем фирма, использующая преимущественно финансирование за счет выпуска новых акций. В отличие от владельцев акций, заимодавцы могут привести фирму к банкротству, если фирма не выполнит обязательства по займу (выплата процентов и суммы долга). Однако менеджер идет на этот риск, если рассчитывает, что ускорение оборота будет большим, чем компенсация повышенного риска. При этом он учитывает два обстоятельства. Во-первых, то, что использование финансирования за счет займов уменьшает инвестиции акционеров и тем самым повышает норму оборота этих инвестиций. Во-вторых, налоговые системы многих стран отдают предпочтение финансированию за счет займов, а не за счет выпус-

ка новых акций. Например, в США все процентные расходы, связанные с бизнесом, не подлежат налогообложению, в то время как дивиденды выплачиваются из дохода после вычета налогов. Налоговые законодательства, подобные этому, значительно снижают затраты финансирования за счет займов.

После того, как проведено исследование и сделан выбор структуры капитала, финансовый менеджер должен выбрать тип инвестирования за счет займов и за счет выпуска новых акций. В последнее время на финансовом рынке появилось много новых форм финансирования международных инвестиций. Основными являются следующие:

- долгосрочное инвестирование за счет выпуска новых акций страны базирования и принимающей страны;
- выпуск облигаций страны базирования, т.е. материнской компании;
- выпуск еврооблигаций;
- выпуск иностранных облигаций.

Выпуск облигаций страны базирования предпочтителен тогда, когда фирма желает, чтобы ее облигации могли обмениваться на ее национальную валюту. Кроме того, во многих странах (например, США) законодательство разрешает фирмам выпускать облигации быстрее и легче, чем они могли бы это сделать на иностранных рынках.

Фактором, определяющим использование для финансирования инвестиций облигаций принимающей страны, является также поддержка со стороны правительства этой страны, которое заинтересовано в привлечении прямых инвестиций.

ПИИ частично финансируются за счет выпуска новых акций. Акции могут быть выпущены в стране базирования материнской компанией, если фирма хочет получить средства в валюте страны базирования, или на рынок принимающей страны, если хочет осуществить финансирование инвестиций в валюте страны, где она проводит свои операции.

Инвестирование международных проектов в значительно большей степени подвержено риску, чем аналогичное инвестирование внутренних проектов. Оно имеет дополнительный риск – региональный риск, т.е. неблагоприятное действие факторов, находящихся за пределами контроля зарубежной дочерней компании и ее отрасли. Обычно этот риск связан с изменениями в политике и влиянием этой политики на операционную среду филиала или дочернего предприятия ТНК на микроэкономическом уровне (инфляция, контроль за импортом, изменения в зарубежной политике, налоговом законодательстве и т.п.).

Теоретически наиболее предпочтительным способом учета элементов риска в сметах капиталовложений и их окупаемости является включение всех известных показателей величины и влияния риска с помощью корректировок в потоки наличных средств ( $C_t$ ), т.е. получение детерминированного эквивалента потоков наличных средств.

Метод включения показателей риска в расчеты иллюстрирует следующая формула:

$$\text{ЧТС}_{\text{дэ}} = -I_0 + \sum_{i=1}^n \frac{P_i \times C_i}{(1+K)^i} + \frac{q_n \times T_n}{(1+K)^n}, \text{ где } 0 \leq P_i \leq 1 \quad i \quad 0 \leq q_n \leq 1, \quad (13.8)$$

где  $\text{ЧТС}_{\text{дэ}}$  — детерминированный эквивалент чистой текущей стоимости;  
 $P_t$  — факторы детерминированного эквивалента в году  $t$ , применяемые к потокам наличных средств в соответствующие годы;

$q_n$  — фактор детерминированного эквивалента, применяемого в качестве остаточной или ликвидной стоимости инвестиций в году  $n$ ;

$K$  — стоимость используемого для осуществления роста капитала;

$T_n$  — остаточная или ликвидная стоимость инвестиций в году  $n$ .

Чаще всего коэффициент неопределенности ( $P_i$ ) увеличивается по мере включения в уравнение все большего количества будущих периодов, следовательно,  $P_t > P_{t-1}$ .

Метод детерминированного эквивалента чистой текущей стоимости наиболее успешно используется в ситуациях, связанных с коммерческими или кредитными рисками, когда результаты воздействия отдельных прогнозируемых событий на деятельность фирмы можно предусмотреть с достаточной определенностью.

Изменения в валютных курсах и уровне инфляции, которые называются “денежными изменениями”, относятся к экономическому риску потенциальных убытков. Оценка экономических последствий денежных изменений может проводиться, из-за сложностей технической и экономической экспертизы, лишь менеджерами материнской компании ТНК. На уровне дочерних компаний некоторые финансовые менеджеры при управлении рисками используют анализ периода окупаемости капиталовложений (ПОК) как итогового показателя перед вынесением окончательного решения по инвестиционному проекту.

Для уменьшения риска непредсказуемых колебаний стоимости валют, в которых выпущены иностранные облигации, используют валютные коктейли – деноминация в любой комбинации любого числа валют. Это может быть деноминация облигации в единицах среднего значения корзины валют, в единицах специальных прав заимствования (СПЗ), в европейской валютной единице (евро). Основное количество валютных коктейлей деноминируется в евро. Могут быть использованы и так называемые индексированные облигации – облигации, которые предусматривают выплату процентов и номинала по ним в соответствии со стоимостью товаров или какого-либо установленного индекса. Большинство индексированных облигаций привязывается к стоимости золота. Выпускаются также евробонды – облигации иностранных или национальных компаний, деноминированные в иностранной валюте, предусматривающие платежи по какому-нибудь показателю деятельности компании, например, по показателю доходов или прибылей.

## **Управление политическим риском**

Компании, ведущие свой бизнес в иностранных государствах, подвергаются политическому риску в значительно большей мере, чем компании отечественные. Политический риск относится к последствиям, возникающим в результате будущих изменений политики той или иной страны, неопределенности и нестабильности правительственного курса в отношении бизнеса или инвесторов. Изменения законов и правил ведения бизнеса могут повлиять на ведение дел, поэтому в функцию международного финансового менеджмента входит оценка степени влияния политического риска на финансовое состояние компании и разработку методов его снижения.

Возможными изменениями в политике по отношению к международному бизнесу и инвесторам может быть:

- введение контроля за учетом валют, который ограничивает или блокирует способность филиала перевести прибыль своей базовой компании;
- использование контроля за ценами;
- изменения в валютном законодательстве, препятствующего выполнению международных контрактов или репатриации валютной выручки;
- изменения юридической базы, мешающей осуществлять предпринимательскую деятельность;
- внесение изменений в арбитражное право;
- экспроприация или национализация;
- правительственное вмешательство в ведение бизнеса или управление активами в открытой форме (официальное регулирование, лицензирование, контроль над ценами) и в скрытой (бюрократические волокиты, требование взяток, различия в платежах за услуги инфраструктуры, конвертация валюты по дискриминационному валютному курсу и т.п.);
- изменения в налогообложении как корпоративных прибылей или доходов, так и доходов физических лиц. Изменения налоговых законов могут иметь большее влияние на стоимость фирмы, чем национализация и экспроприация. И поскольку вероятность налоговых изменений намного выше, именно они представляют основной источник политического риска.

Поскольку политический риск относится к событиям, которые могут произойти в будущем, точных методов его измерения не существует. Используются субъективные и количественные методы. Субъективные:

1) посещение руководством компании рассматриваемой страны (метод “большого турне”) и 2) обращение к консультативным фирмам (метод “Дельфи”).

Количественные методы: 1) статистический, который основывается на исторических корреляциях между некоторыми измеряемыми перемен-

ными и последующими убытками из-за политического риска и 2) выводы на основе социально-политико-поведенческой теории, учитывающей факторы, которые приводят к действиям, имеющим своими результатами потери из-за политического риска.

Устранить или полностью контролировать политический риск невозможно, но компании могут предпринять определенные меры, которые снизят воздействие неблагоприятных политических действий на фирму. Прежде всего компания должна добиться понимания принимающей стороной (правительством, гражданами) взаимной выгоды от инвестиций. Формальной процедурой такого понимания является концессионное соглашение, в котором оговариваются права и обязанности иностранной компании. Однако необходимо иметь в виду, что выполнение условий такого соглашения для страны пребывания необязательно. Стратегией управления политическим риском может быть получение страхового полиса в каком-нибудь правительственном агентстве по страхованию политических рисков. Например, американская правительственная Корпорация зарубежных частных инвестиций (КЗЧИ) по страхованию политических рисков американских компаний, которая занимается прямыми иностранными инвестициями, предлагает четыре вида страхования:

- 1) против введения ограничений на перевод денежных средств в долларах от прибылей иностранных отделений и филиалов;
- 2) от экспроприации и национализации;
- 3) против убытков в прибылях, вызванных политическими конфликтами и беспорядками;
- 4) против ущерба имущества, понесенного в результате военных действий, социальных волнений и т.п..

Родительская компания может уменьшить влияние политического риска, если она будет ориентироваться в зарубежной инвестиционной деятельности на рынки местных кредитов или путем размещения своих акций среди местных инвесторов. Соглашение о совместной деятельности также снижает политический риск. Возможна передача разрешения спорных моментов на рассмотрение Международного центра разрешения инвестиционных споров, обеспечивающего посредничество в проведении арбитража, решения которого становятся обязательными для участников споров.

В любом случае, когда компании ведут дела с суверенными правительствами, их руководящим принципом должно быть достижение взаимного интереса.

## **РАЗДЕЛ 6.**

# **РЕГУЛИРОВАНИЕ МЕЖДУНАРОДНОЙ МАКРОЭКОНОМИКИ**

### **ГЛАВА 14.**

## **РЕГУЛИРОВАНИЕ ВАЛЮТНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ СТРАН**

### **14.1. Международный валютный фонд**

Международный валютный фонд – МВФ (International Monetary Fund – IMF) основан в 1945 г. согласно решению Бреттон-Вудской конференции. Членами Фонда являются 186 государств, в том числе и Украина. Штаб-квартира МВФ находится в Вашингтоне.

#### **Основные цели МВФ:**

- укрепление международного сотрудничества в сфере валютной политики;
- обеспечение жизнеспособности международной системы платежей и стабилизация рынка иностранной валюты;
- предоставление кредитов странам-членам.

С момента своего основания МВФ имел целью способствовать преодолению проблем неконвертируемости валют, торговых и платежных ограничений, нестабильности валютного рынка, которые господствовали в 30-х и 40-х годах. Самой сложной является проблема стабилизации валютного рынка. Существенное изменение позиций ключевых валют (доллар США, евро, фунт стерлингов) может дестабилизировать мировые финансовые рынки. Для снижения валютного риска центральные банки страны могут сократить операции с иностранной валютой, и это также уменьшает эффективность функционирования международного валютного рынка. Чтобы предотвратить такую ситуацию, МВФ прибегает к целому комплексу мероприятий, которые будут рассмотрены ниже.

Процедура голосования является существенным инструментом деятельности МВФ. В зависимости от важности обсуждаемого вопроса, решение принимается простым или квалифицированным большинством. Обычно решение принимается простым большинством, но по важнейшим вопросам необходимо “специальное большинство” – 70 или 85% голосов. Страны-члены имеют неодинаковое количество голосов; оно зависит от доли каждой страны (квоты) в капитале Фонда. Каждое государство имеет 250 базовых (исходных) голосов плюс еще по одному голосу за каждые 100 тысяч единиц СДР, которые она имеет в Фонде. Поэтому распределение голосов очень неравномерно.

Наибольшее количество голосов в МВФ имеют: США – 17,8; Япония – 6,13%; Германия – 5,99%; Великобритания – 4,95%; Франция – 4,95%;



Италия – 4,18%; Саудовская Аравия – 3,22%; Россия – 2,74%. Доля Украины – 0,6%. Страны ОЭСР имеют 63% голосов, остальные страны – 37%.

МВФ выполняет такие группы функций: надзор за валютной политикой стран-членов; кредитно-финансовая деятельность, техническая помощь; эмиссия СДР (рис. 14.1).

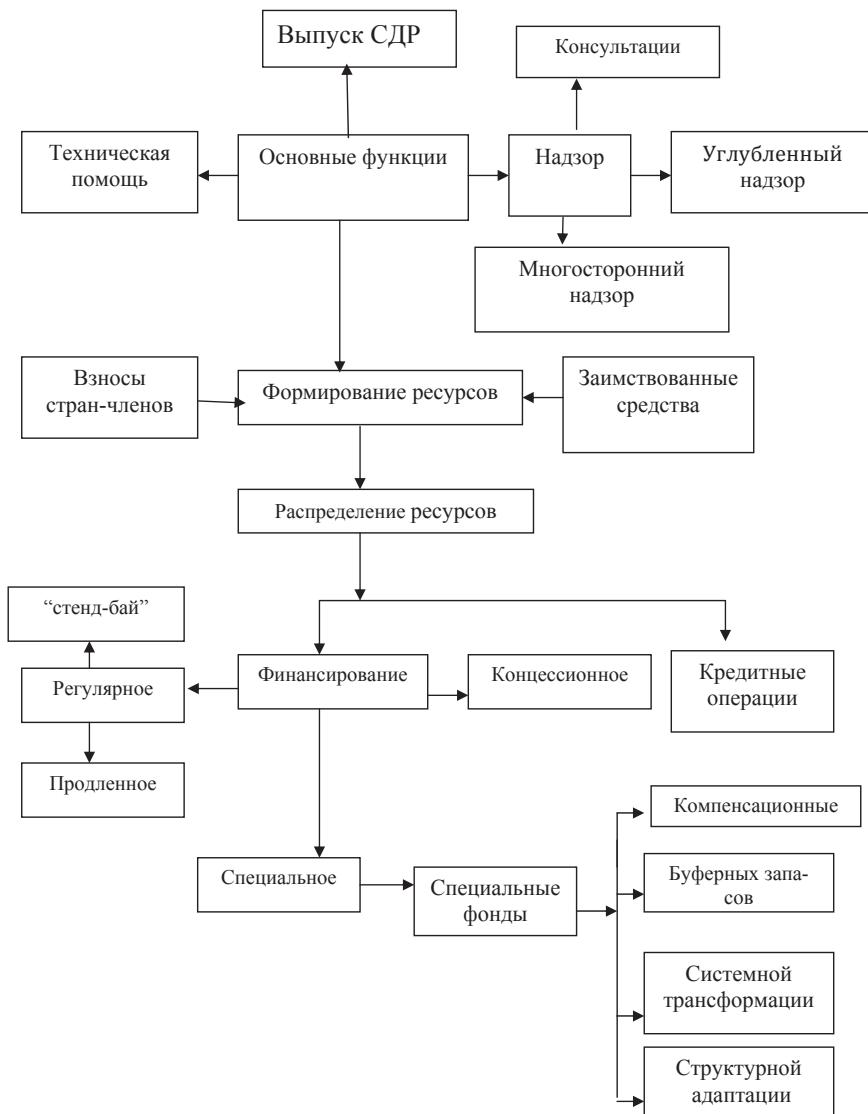


Рис.14.1. Функциональная структура МВФ

**1. Надзор за валютной политикой** стран-членов представляет собой наблюдение за политикой стран-членов в области установления валютных курсов. Каждая страна обязана предоставить МВФ по его запросу информацию, необходимую для осуществления надзора. Это – информация о реальном денежном, бюджетном и внешнем секторе экономики, о структурной политике правительства (приватизация, рынок труда, окружающая среда). В процессе надзора обнаруживаются потенциальные дисбалансы, которые могут дестабилизировать валютные курсы. По итогам надзора МВФ предоставляет правительствам соответствующие рекомендации.

Надзор осуществляется в трех основных формах: консультации, многосторонний надзор, углубленный надзор.

Консультации представляют собой итоговую деятельность миссий МВФ, которые ежегодно посещают страну-члена и ведут переговоры с руководителями основных экономических институтов, с министрами финансов, экономики, директорами центральных банков. По результатам переговоров миссия составляет свое мнение о состоянии экономики страны и разрабатывает соответствующие рекомендации. Эти документы докладываются на заседании Исполнительного совета, который принимает окончательное решение.

Многосторонний надзор осуществляется в форме анализа Исполнительным советом международной экономики в целом. Анализ содержится в специальном докладе “Мировой экономический обзор” (“World Economic Outlook”), на основе которого составляется прогноз развития мировой экономики на ближайшие 2-3 года. Прогноз включает определение темпов роста реального ВВП, инфляции, состояния платежных балансов, размеров внешнего долга, условий торговли, объемов международных резервов. В процессе анализа определяется место каждой страны-члена в международной экономике и специфика ее проблем.

Углубленный надзор осуществляется по просьбе правительства страны с целью исправления макроэкономических дисбалансов. Обычно он проводится тогда, когда страна оказывается в тяжелом финансовом положении, имеет большую внешнюю задолженность и просит перенести сроки платежей по внешнему долгу. В таком случае МВФ осуществляет поквартальный анализ экономики страны. По результатам анализа разрабатываются рекомендации по коррекции экономической политики, этим рекомендациям правительство должно неуклонно следовать.

**2. Кредитно-финансовая деятельность** является одной из важнейших функций МВФ. Она заключается в использовании финансовых ресурсов МВФ странами-членами и кредитование с помощью привлеченных ресурсов.

**Формирование ресурсов МВФ.** Структура ресурсов фонда состоит из двух блоков:

- взнос каждой страны в уставный капитал МВФ соответственно с ее квотой;

- заимствованные средства: кредитные линии от правительств и центральных банков его членов.

**Квоты.** Взнос каждой страны в капитал Фонда осуществляется на 25% в иностранной твердой валюте (раньше – золотом), а остальные – в национальной валюте. Размеры квот устанавливаются на основе удельного веса страны в мировой экономике. При этом учитывается: размер ВВП страны; среднемесячные резервы; среднегодовые текущие платежи и поступления.

Квоты периодически пересматриваются, обычно через каждые пять лет, в связи с тем, что изменяется место страны в мировой экономике.

Фонд также использует *заимствованные средства*. По согласованию с “Группой десяти” (Г-10) МВФ пользуется кредитом стран Г-10 в пределах лимита до 17 млрд СДР. Кроме того, Фонд получает ссуды у центральных банков и казначейств Саудовской Аравии и некоторых других государств. Общая величина заимствованных средств не должна превышать 60% общего объема квот.

Кредитно-финансовая деятельность МВФ осуществляется в двух модификациях:

- соглашение или транзакция (transaction), которая заключается в предоставлении странам средств из собственных ресурсов Фонда;

- операция (operation), которая заключается в предоставлении посреднических финансовых и технических услуг за счет заимствованных средств.

Кредитные операции осуществляются только с центральными банками и стабилизационными фондами.

Соглашение или транзакция не является кредитованием в полном смысле этого слова. Это финансовая помощь. Она представляет собой обмен национальной валюты на соответствующую сумму иностранной валюты. Когда страна берет кредит МВФ, она осуществляет покупку иностранной валюты за собственную; когда платит долг – осуществляет обратную операцию: выкупает собственную валюту за иностранную.

Страны-члены могут использовать ресурсы МВФ соответственно с их квотами. Квота делится на 4 части, называемые траншами. Первый кредитный транш – до 25% квоты. Эта часть квоты называется первой частью квоты; она может быть использована автоматически по первому требованию. Первая часть квоты называется также резервной частью. Сумма ссуды, предоставляемой Фондом сверх резервной части страны, называется ее кредитной позицией. Резервная часть и кредитная позиция вместе образуют резервную позицию страны.

Если же страна желает получить средства, превышающие ее резервную позицию, то МВФ выставляет более жесткие требования для ее полу-

чения. Особенно они растут при предоставлении третьего и четвертого траншей. Условия, которые при этом выдвигает МВФ, касаются проведения правительством страны определенной экономической политики. Она должна быть направлена на снижение дефицита национального бюджета до определенного процента от ВВП, улучшение торгового баланса, ограничение номинальной заработной платы до определенного уровня. Стабилизационные программы Фонда включают также сокращение государственных расходов на образование, здравоохранение, пенсионное обеспечение. Они содержат часто требования увеличения налогов, особенно косвенных, отмены субсидий на продовольственные товары. Иногда одним из требований является девальвация национальной валюты. В связи с этим выполнение жестких программ МВФ в странах с дефицитом платежного баланса часто приводит (по крайней мере, на некоторое время) к ограничению жизненного уровня населения.

**Механизм финансирования.** Финансовые ресурсы МВФ предоставляются в форме трех модификаций, которые называются финансовыми возможностями: регулярные, концессионные и специальные.

1. Регулярное финансирование, в свою очередь, разделяется на краткосрочное и продленное.

Краткосрочное или “стенд-бай” (stand-by) осуществляется в пределах резервных соглашений сроком на 12-18 месяцев. Это финансирование для исправления краткосрочных макроэкономических дисбалансов. Предоставляется траншами в 25% от квоты. Покупка валюты осуществляется на условиях 2-7% годовых. Кроме того, предоставляя кредит, МВФ взимает одноразовый комиссионный сбор в размере 0,5% от суммы соглашения. Выкуп валюты должен состояться через 5 лет.

Продленные соглашения заключаются сроком на три года. Они направлены на поддержку экономических реформ в странах-членах. Выкуп валюты должен состояться не позже, чем через 10 лет.

2. Концессионное финансирование предназначено для наименее развитых стран, чей доход на душу населения не превышает 825 долл. Этот вид финансирования предоставляется на льготных условиях под 0,5% годовых с выплатой долга через 10 лет.

3. Специальное финансирование предоставляется в связи с чрезвычайными обстоятельствами. К ним относятся стихийные бедствия, социальные беспорядки, резкое падение цен на экспортные товары или их повышение – на импортные. Специальное финансирование осуществляется также с учетом трудностей переходного периода, который свойственен, в частности, странам Центральной и Восточной Европы.

Для такого вида финансирования созданы специальные фонды:

- Фонд компенсационного и непредвиденного финансирования предоставляет возможность давать помощь государствам-членам в случае убытков от стихийного бедствия и других внешних причин;

- Фонд финансирования буферных запасов предназначен для обновления запасов сырья или накопления его резервов;
- Фонд системной трансформации оказывает финансовую помощь странам, которые испытывают трудности в торговой и платежной системах в связи с переходом к рыночной экономике;
- Фонд структурной адаптации предназначен для предоставления помощи в проведении структурных экономических реформ в развивающихся странах и имеют низкий доход, а также для реализации среднесрочных макроэкономических программ. Этот фонд обслуживает также страны с переходной экономикой.

Средства, полученные из специальных фондов, являются дополнением к кредитным частям стран-членов; они позволяют увеличить в МВФ запас их национальной валюты сверх установленных пределов.

**Размеры финансирования.** В рамках регулярного финансирования страна может получить средств до 300% своей квоты; по концессионному соглашению – до 50%; специальное финансирование осуществляется в размере до 30% квоты.

**Кредитные операции МВФ.** Кроме финансовых операций Фонд осуществляет и чисто кредитные. К середине 70-х годов кредиты предоставлялись преимущественно развитым странам; потом ситуация резко изменилась, и практически все кредиты идут в развивающиеся страны и в страны с переходной экономикой. В 2007 г. общая сумма предоставленных средств МВФ составляла 2,3 млрд СДР

МВФ часто заключает соглашение со страной-членом с обязательством предоставить определенную сумму кредита в момент ее обращения к Фонду. В таком случае страна получает не наличность, а договаривается о ссуде на оговоренную сумму. Страна может использовать эту сумму на предусмотренных соглашением условиях. Такие кредиты могут быть продлены на срок, превышающий установленный.

МВФ предоставляет так называемые обусловленные кредиты: главным элементом кредитного соглашения с МВФ является определение экономических и политических условий. Отказ страны выполнить условия МВФ закрывает ее доступ к мировому рынку капиталов, и, напротив, даже небольшая ссуда МВФ дает стране возможность получить больший кредит в банках.

Наименее развитым странам кредиты предоставляются на льготных условиях.

Кредиты МВФ, кроме прямого назначения, играют роль гаранта для получения страной средств от других кредиторов. Если МВФ дал кредит, то это – выражение доверия к стране относительно ее платежеспособности.

**3. Техническая помощь МВФ** заключается в содействии странам-членам в осуществлении ими денежной, валютной политики, банковского надзора, бюджетной и налоговой политики, упорядочивании статистики, в разработке финансового и экономического законодательства.

Техническая помощь осуществляется путем направления миссий МВФ в центральные банки и министерства финансов страны. Такая помощь предоставляется по просьбе страны. Эксперты миссии работают в стране обычно 2-3 года.

Для подготовки кадров в рамках технической помощи в Вашингтоне образован институт МВФ. Он организывает курсы и семинары по повышению квалификации государственных служащих из стран-членов МВФ.

**4. Выпуск СДР** является специфической функцией МВФ для пополнения международных валютных резервов.

СДР (СПЗ) – специальные права заимствования (Special Drawing Rights – SDR) – это международный валютный актив. Они предназначены для пополнения официальных валютных резервов, погашения дефицита платежного баланса страны и расчетов ее с Фондом.

СДР делятся между странами-членами пропорционально их квотам. Страны, имеющие свой счет в СДР, могут приобрести в других странах-членах их валюту на соответствующую сумму. За хранение СДР сверх распределенных лимитов МВФ платит их владельцам процентные ставки, которые колеблются в пределах 1-14%.

Доля СДР в мировых валютных резервах составляет 2%. Курс СДР относительно доллара рассчитывается на основании “корзины” курсов ведущих валют – доллара США, фунта стерлингов, евро, иены.

Международный валютный фонд, несмотря на определенную противоречивость и трудности функционирования, является главным органом регулирования международных валютно-кредитных отношений.

## **14.2. Международный банк реконструкции и развития**

Международный банк реконструкции и развития – МБРР (International Bank for Reconstruction and Development – IBRD) основан в 1945 г. Местонахождение – г. Вашингтон. В число участников банка входит 186 стран, в том числе и Украина (вошла в 1992 г.).

### **Основные цели:**

- содействие странам-членам в развитии экономики путем предоставления им долгосрочных займов и кредитов;
- поощрение иностранного инвестирования путем предоставления гарантий или участия в займах и других инвестициях частных кредиторов;
- стимулирование длительного сбалансированного роста международной торговли, поддержка сбалансированности платежных балансов стран-членов.

**Формирование ресурсов.** Источниками их формирования является уставный капитал, который формируется подпиской стран-членов; заемные средства; платежи в счет погашения долга.

Уставный капитал банка формируется нетрадиционно. Правительства стран-членов покупают акции, но оплачивают лишь небольшую часть их стоимости (6%). Остальной капитал является “неприкосновенным” и может быть востребован банком лишь в случае отсутствия у него ресурсов для срочного погашения своих обязательств. Пока еще таких случаев не было. Этот гарантийный капитал нельзя использовать для предоставления кредитов.

Подписка стран-членов на акции банка осуществляется в соответствии с их экономической мощностью. Каждая страна имеет свою квоту в уставном капитале. Квота Украины составляет 0,8% капитала банка, США – 17%, Японии – 6, 24%, России, Канады, Саудовской Аравии, Индии и Италии – по 2,99% [33, с. 167].

**Внешние источники финансирования.** МБРР является значительным заемщиком на мировом финансовом рынке. Он выпускает облигации под 7% годовых, что очень выгодно частным инвесторам. Их интерес подогревается еще и тем, что банк дает гарантии под эти облигации. Кроме того, частные банки и другие кредитные институты вкладывают также свои капиталы в облигации МБРР. За счет эмиссии облигаций МБРР формирует 94% своих ресурсов.

**Кредитная политика МБРР.** Основное назначение кредитов – стимулирование развития частного сектора в странах-членах. До принятия решения о предоставлении кредита в страну направляется миссия МБРР, изучающая экономическую ситуацию, оценивающая целесообразность осуществления проектов, под которые планируются кредиты. Миссия дает свой вывод и рекомендации, которые страна должна принять, иначе может и не получить кредит.

Кредиты предоставляются только правительствам, соответственно их центральным банкам для финансирования крупных проектов под гарантии правительств.

Кредиты предоставляются на срок 15-20 лет. Ставка кредита в среднем превышает на 0,5% ставку по ссудным средствам банка. Поскольку МБРР привлекает ссуды из расчета 7% годовых, то кредитная ставка составляет в среднем 7,5%.

Для развивающихся стран ставка несколько ниже. Самым бедным странам МБРР может предоставить беспроцентный кредит.

Одной из особенностей деятельности МБРР является отказ от реструктуризации задолженности клиентов: случаев невозвращения кредитов еще не было. Хотя прибыль не является главной целью МБРР, он работает прибыльно. Среднегодовая прибыль составляет свыше 1 млрд долл. и используется для пополнения ресурсов МБРР. Дивидендов своим членам банк не платит.

МБРР сначала кредитовал конкретные объекты, преимущественно инфраструктуры, тщательным образом их отбирая. Это ограничивало за-

емщикам возможность маневра, что вызывало их недовольство. С 80-х годов кредиты стали меньше привязываться к конкретным объектам. Кроме предприятий частного сектора, банк стал кредитовать и государственные предприятия, но под гарантии правительства. Банк кредитует и отрасли, куда частный капитал идет неохотно из-за их высокой капиталоемкости или низкой рентабельности (энергетика, транспорт, сельское хозяйство).

Банк покрывает своими кредитами лишь 30% стоимости объекта. В промышленность направляется около 15% кредитов Банка, в сельское хозяйство – 20%.

В последние годы МБРР занимается проблемой урегулирования внешнего долга развивающихся стран: выдает структурные кредиты для урегулирования структуры экономики, оздоровления платежного баланса.

По целевому назначению кредиты МБРР разделяются на две группы – инвестиционные и системные. Первые предоставляются под конкретные проекты и программы предприятиям, учреждениям, на учебу и инновации. Вторые предназначены для преодоления трудностей макроэкономического характера. Если раньше преимущество отдавалось инвестиционным проектам, то впоследствии МБРР изменил стратегию в интересах системных проектов (их доля составляет больше 60%). Новая стратегия заключается в переходе от финансирования отдельных проектов к сотрудничеству с государственными и общественными организациями, а также частным сектором.

Системные кредиты разделяются на такие виды:

- структурного регулирования – на финансовую поддержку трансформации экономической политики и осуществление институциональных реформ в странах, получающих кредиты;
- структурной перестройки сектора – в поддержку изменений в политике и институциональных реформ в важнейших секторах;
- кредиты на восстановление – в поддержку правительственной политики реформ, направленных на развитие частного сектора;
- кредиты на сокращение задолженности – на помощь странам с высоким уровнем задолженности [33, с. 169].

### **14.3. Банк международных расчетов**

Банк международных расчетов – БМР (Bank for International Settlements – BIS) – один из самых старых международных банков. Он был основан в 1930 г. на основе межправительственного соглашения шестью государствами – Великобританией, Бельгией, Германией, Италией, Францией и Японией. Членом банка стала также Швейцария, на территории которой функционирует (г. Базель). Первоначальным назначением банка было урегулирование выплат немецких репараций по итогам Первой мировой



войны. В 30-ые годы состав БМР пополнился еще рядом европейских стран, а в послевоенный период – и неевропейскими странами, в том числе США, Австралией, ЮАР и др. В настоящий момент количество членов – 54 страны.

Существенная особенность БМР заключается в том, что его главными подписчиками являются центральные банки стран-членов. По этой причине БМР часто называют “банком центральных банков”. Кроме того, участниками БМР являются и некоторые частные коммерческие банки, в частности крупные американские банки группы Моргана.

Банк международных расчетов – акционерное общество. Денежной единицей, которую он использует, является золотой швейцарский франк с содержанием 0,29 г. чистого золота.

**Формирование ресурсов.** Основным источником – заемные средства (вклады) центральных банков стран-членов в иностранной валюте или золоте. Вклады краткосрочные, до трех месяцев. Эти средства БМР размещает на рыночных условиях в других центральных банках, международных организациях и банках-корреспондентах для получения прибыли и выплаты процентов по вкладам.

#### **Основные цели и функции БМР:**

- содействие центральным банкам в управлении их валютными резервами;
- обсуждение стратегических вопросов валютной политики стран-членов;
- выполнение функций агента по выполнению международных финансовых соглашений стран-членов;
- исследования в области валютной и денежной политики в интересах центральных банков.

В соответствии с основными функциями БМР осуществляет: куплю-продажу и хранение золота; депозитно-ссудные операции с центральными банками; операции с валютой и ценными бумагами на международных рынках.

Одна из важнейших функций БМР – регулирование международных расчетов и разработка нормативных документов по банковскому надзору. С этой целью при БМР образованы три комитета: Базельский комитет по банковскому надзору, Базельский комитет по системам платежей и расчетов, Постоянный комитет по евровалютам.

Задачей Базельского комитета по банковскому надзору является разработка принципов эффективного банковского надзора для предупреждения банковских кризисов. Комитет разработал ряд документов, которыми руководствуются практически все страны мира. Кроме того, разработаны нормы и нормативы международной деятельности в разных областях.

С 90-х годов в сфере внимания Комитета оказались страны Центральной и Восточной Европы. Органы надзора большой группы стран

этого региона (среди них – Украина) образовали региональную Группу банковского надзора стран ЦВЕ. Комитет поддерживает Группу, оказывает ей экспертную и информационную помощь, помощь в подготовке специалистов. Служба банковского надзора Национального банка Украины поддерживает тесные контакты с членами Группы, активно участвует в работе ее органов.

БМР активно взаимодействует с международными институтами валютно-кредитного рынка, в первую очередь, с МВФ и Группой Всемирного банка. Особые отношения БМР имеет с «Группой Десяти» (Г-10), чьим фактическим валютно-финансовым центром он является.

С 80-х годов БМР осуществляет новый вид деятельности. Он предоставляет промежуточный кредит странам, ожидающих кредит от МВФ и находящихся в сложном финансовом положении. Делается это для того, чтобы поддержать экономику этих стран до получения кредитов МВФ.

## **ГЛАВА 15.** **РЕГУЛИРОВАНИЕ ВНЕШНЕЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ** **СТРАН**

### **15.1. Деятельность Парижского клуба**

Парижский клуб – неформальное объединение правительств стран-кредиторов, которыми являются Австралия, Австрия, Бельгия, Норвегия, Великобритания, Германия, Дания, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Норвегия, Португалия, США, Швейцария, Швеция, Франция, Финляндия и Япония. Это объединение было создано в 1956 г. с целью реструктуризации задолженности развивающихся стран. Нужно отметить тот факт, что Парижский клуб не имеет штаб-квартиры, секретариата, а главное, – устава, другими словами – этот клуб не имеет юридического статуса. Участие в Парижском клубе означает постоянный обмен информацией между кредиторами о задолженности и ходе ее погашения. Все соглашения стран-должников с Парижским клубом имеют статью, регламентирующую их обязанность не предоставлять третьим странам более выгодных условий погашения долга, чем условия, которые были предоставлены членам клуба. Самым бедным странам идут на уступки и могут списать до 80% их внешнего долга официальным кредиторам.

Парижский клуб функционирует в тесном сотрудничестве с МВФ. Если какое-либо государство, являющееся должником, переживает экономические трудности, начинает оздоровительную программу по санации экономической ситуации под эгидой МВФ, Парижский клуб предлагает соглашение по реструктуризации ее внешнего долга правительству страны. Результатом этого процесса, как правило, становится возможность уменьшить пассивное сальдо платежного баланса без сокращения объема импорта товаров и капиталов.

Нужно отметить, что в переговорах в рамках Парижского клуба может принимать участие любая страна-кредитор, которая является держателем обязательств по долгам, по которым может потребоваться пересмотр условий погашения.

Наибольшую долю займов и кредитов в современных условиях международной экономики развивающиеся страны, а также страны Восточной и Центральной Европы получили от стран-участниц Организации экономического сотрудничества и развития, поэтому эти страны почти постоянно являются участниками переговорного процесса. Среди других традиционных участников переговоров в Парижском клубе следует назвать МВФ, Всемирный банк, Конференцию ООН по торговле и развитию, а также, естественно, стран-должников, обращающихся с просьбой о пересмотре задолженности. Такой многосторонний подход является наиболее эффективным и облегчает работу в административно-организационном плане,

потому что должник имеет возможность вести переговоры со всеми кредиторами одновременно. Кроме того, кредиторы придают большое значение принципу равномерного распределения долгов, потому что хотят быть уверенными в том, что предоставленные ими льготы по условиям выплаты долга не используются для обслуживания долговых обязательств перед другими кредиторами.

В своей работе Парижский клуб придерживается трех основных принципов:

- наличие непосредственной угрозы неполучения платежей;
- обусловленность реструктуризации долга обязательством должника проводить определенную экономическую политику;
- равномерное распределение невыплаченных долгов среди кредиторов.

Первые два принципа – это условия, которые страна-должник должна выполнить, прежде чем вопрос о пересмотре старых условий погашения долга будет рассмотрен Парижским клубом. Третий принцип не является обязательным. Он говорит о том, что кредиторы должны действовать совместно и координировать свои действия и требования к должникам.

Для создания более эффективной системы реструктуризации долга Парижский клуб разработал классификацию стран по уровню их доходов, согласно которой для каждой группы стран применяются определенные условия при получении согласия на реструктуризацию долга со стороны Парижского клуба кредиторов. По отношению к самым бедным странам применяют Торонтские, Лондонские и Неаполитанские условия; к самым бедным странам со средним уровнем дохода применяют Хьюстонские условия; богатые страны со средним уровнем дохода пользуются стандартными условиями Парижского клуба.

**Торонтские условия** были приняты в 1988 г. и применяются по отношению к странам, годовой доход на душу населения в которых не превышает установленного Всемирным банком уровня, составляющего 540 долл. К таким странам относятся почти все страны Африки, такие, например, как Нигер или Центральноафриканская Республика. Для этих стран используют:

- списание трети долга с пересмотром процентных ставок по его обслуживанию;
- предоставлена возможность погасить долг в срок до 25 лет, 14 из которых проценты насчитываются по льготному режиму;
- начисление процентов проводится по ставкам вдвое меньше рыночных.

**Хьюстонские условия** приняты в 1990 г. по отношению к бедным странам, в которых годовой доход на душу населения превышает максимальный уровень, установленный Всемирным банком, составляющий сегодня приблизительно 785 долл. Согласно этим условиям:

- срок погашения коммерческих кредитов увеличивается до 15 лет с льготным периодом в 8 лет;
- по программам официальной помощи срок погашения и льготный период составляют 20 и 10 лет соответственно.

#### **Лондонские условия означают:**

- аннулирование 25% долга с последующей реструктуризацией суммы, которая осталась, на 23 года с шестилетним льготным периодом;
- реструктуризацию долга по рыночным процентным ставкам на 25 лет из 16-летним льготным периодом;
- реструктуризацию обязательств по обслуживанию кредита, который был предоставлен как официальное содействие развитию страны, на 30 лет с 20-летним льготным периодом

К странам, реструктуризация долга которым проводилась на основе Лондонских условий, принадлежат такие как Гвинея, Гондурас, Мозамбик, Сьерра-Леоне.

Согласно **Неаполитанским условиям** реструктуризация долга проводится в течение 40 лет, а льготный период может составлять 16 или 20 лет. В этом случае процентная ставка не пересматривается.

С 1997 г. Парижский клуб начал применять **Лионские условия**, по которым долговые обязательства снижаются до 80%.

Наиболее распространенными являются **Стандартные условия** Парижского клуба, которые позволяют реструктуризацию 10% долга на 10 лет с 5-летним льготным периодом.

Среди нововведений Парижского клуба – так называемая „Инициатива НИРС”, предусматривающая целенаправленные усилия по снижению долга для наиболее бедных из развивающихся стран, при условии проведения у них реформ по финансовой санации, которые должны быть одобрены Всемирным банком и МВФ.

Наиболее значительными в последние годы событиями в работе Парижского клуба стали: аннулирование 100% долга Сьерра-Леоне, разрешение на досрочную выплату 22 млрд долл. долга со стороны Российской Федерации, соглашение с правительством Украины на реструктуризацию внешнего долга.

## **15.2. Деятельность Лондонского клуба**

Лондонский клуб – это форум по пересмотру сроков погашения кредитов, которые предоставлены коммерческими банками без гарантий со стороны правительств стран-кредиторов. Поскольку такие переговоры между должниками и коммерческими кредиторами чаще всего проходят именно в Лондоне, этот клуб получил название „Лондонский клуб”. Это неофициальная организация, в состав которой входят коммерческие банки,

перед которыми имеют задолженность страны так называемого „третьего мира”. Первое заседание лондонского клуба состоялось в 1976 г.

Деятельность Лондонского клуба постепенно набирала масштабы, лишь в 80-х годах прошлого столетия было подписано около 50 Соглашений по пересмотру условий погашения задолженности с развивающимися странами. В 1985 г. был разработан План Бейкера, который определил основные задачи в проведении анализа программы финансового равенства стран-должников. Такую стратегию начали применять к странам со средним уровнем дохода.

Основная цель Лондонского клуба – облегчить для развивающихся стран условия обслуживания долга.

В организационной структуре Лондонского клуба интересы банков-кредиторов представляет консультационный комитет, в состав которого входят те банки, на долю которых приходится максимальная часть долга страны. Однако при этом организация не имеет постоянного председателя или секретариата, поэтому ее процедуры имеют достаточно свободный характер, что позволяет применять гибкий подход при рассмотрении вопроса реструктуризации долга для каждой конкретной страны. Лондонский клуб не имеет формальных процедур пересмотра сроков погашения долга. Коммерческие банки, которые являются главными кредиторами страны, желающей реструктуризации своей задолженности, составляют Банковский консультативный комитет (БКК) для защиты интересов коммерческих банков-кредиторов. В состав БКК обычно входит не более 15 банков. Реструктуризация долга в Лондонском клубе проводится в семь этапов: сначала должник заявляет о моратории на платежи, создает группу по урегулированию долга и составляет Информационный меморандум. Параллельно с этим формируется БКК, после чего стороны созывают совет по изучению ситуации и согласовывают основные условия. Если между страной-должником и комитетом было достигнуто согласие по реструктуризации, она должна получить поддержку всех банков, имеющих 90-95% непоплаченных обязательств должника. После этого соглашение может быть официально подписано и оформлено.

Как правило, Лондонский клуб не пересматривает размеры процентных ставок по кредитам, обычно коммерческие банки просто предоставляют странам-должникам новую ссуду в качестве меры по реструктуризации. Однако в последнее время все большее количество коммерческих банков выражает свое неудовлетворение такой практикой предоставления дополнительных финансовых средств. Современные соглашения о пересмотре долга создают набор альтернативных финансовых возможностей по инструментам уменьшения суммы долга.

## БИБЛІОГРАФІЯ

1. Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами. – М.: Финансы и статистика, 1999.
2. Герчикова И.Н. Международные экономические организации. – М.: Консалтбанк, 2000.
3. Гіл Ч. Міжнародний бізнес. – Київ: Основи, 2001.
4. Глобальна торгова система: розвиток інститутів, правил, інструментів СОТ. /Кер. авт. кол. і наук. ред. Циганкова Т.М. – К.: КНЕУ, 2003.
5. Грейсон Дж. К., О'Делл К. Американский менеджмент на пороге XXI века. – М.: Экономика, 1995.
6. Гриффин Р., Пастей М. Международный бизнес. – СПб: Питер, 2006.
7. Денберг Р.Л. Международное налогообложение. – М.: ЮНИТИ, 1997.
8. Друкер П. Як забезпечити успіх у бізнесі. – Київ: Україна, 1994.
9. Дэниелс Дж. Д., Радеба Ли. Х. – Международный бизнес: Учебник. – М.: Дело, 1994.
10. Економіка зарубіжних країн: Навчальний посібник / За ред. Козака Ю.Г., Ковалевського В.В.. – Київ: ЦУЛ, 2007.
11. Зовнішньоекономічна діяльність підприємств. Навч. посібник / За ред. Козака Ю.Г., Логвінової Н.С. – К.: ЦНЛ, 2010.
12. Киреев А.П. Международная экономика: В 2-х ч. – Ч. II. Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование. Учебное пособие для вузов. – М.: Международные отношения, 1999.
13. Киреев А.П. Международная экономика: В 2-х ч. – Ч. I. Международная микроэкономика: движение товаров и факторов производства. Учебное пособие для вузов. – М.: Международные отношения, 1997.
14. Кириченко О., Ковас І., Ятченко А. Менеджмент зовнішньоекономічної діяльності. – Київ: Фінансист, 2000.
15. Котлер Ф. Маркетинг. Менеджмент. – СПб: Питер, 1998.
16. Красавина Л.Н. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. – М.: Финансы и статистика, 2000.
17. Кругман П.Р., Обстфельд М. Международная экономика. Учебник. – СПб: Питер, 2004.
18. Линдерт П.Х. Экономика мирохозяйственных связей: Учебник. – М.: Прогресс, 1992.
19. Лук'яненко Д.Г. Економічна інтеграція і глобальні проблеми сучасності: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 2005.
20. Луцишин З. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. – К.: Видавничий центр “Друк”, 2002.
21. Льюис Р.Д. Деловые культуры в международном бизнесе. – М.: Дело, 1999.
22. Макконнелл К.Р., Брю С.Л. Экономика: принципы, проблемы и политика. – В 2т; Т. I, М.: Республика, 1992.

23. Макконнелл К.Р., Брю С.Л. Экономика: принципы, проблемы и политика. – В 2т; Т.ІІ, М.: Республика, 1992.
24. Макогон Ю.В., Ляшенко В.І., Кравченко В.О., Регіональні економічні зв'язки і вільні економічні зони. – Донецьк: ДонНУ, 2005.
25. Маршалл А. Принципы политической экономии. Т. II / Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1984.
26. Международный менеджмент. Учебник для вузов / Под ред. С.Э. Пивоварова. – СПб.: Изд-во “Питер”, 2000.
27. Международные стратегии экономического развития: Учебное пособие/Под общей редакцией академика Пахомова Ю.Н. – Киев-Донецк, 2001.
28. Мескон М.Х., Альберт М., Хедоури Ф. Основы менеджмента: Учебник – М.: Дело, 1995.
29. Міжнародна економіка: Навчальний посібник/За ред. Козака Ю.Г., Логвінової Н.С. – Київ: ЦУЛ, 2008.
30. Міжнародна інвестиційна діяльність: Підручник/За ред. Лук'яненка Д.Г. – Київ: КНЕУ, 2003.
31. Міжнародна торгівля. Навч. посібник. / За ред. Козака Ю.Г., Логвінової Н.С. – К.: ЦНЛ, 2011.
32. Міжнародне оподаткування. Навч. посібник. / За ред. Козака Ю.Г., Логвінової Н.С. – К.: ЦНЛ, 2005.
33. Міжнародні організації: Навчальний посібник/За ред. Козака Ю.Г., Ковалевського В.В. – Київ: ЦУЛ, 2011.
34. Міжнародні стратегії економічного розвитку. Навч. посібник. / За ред. Козака Ю.Г., Ковалевського В.В. – К.: Освіта України, 2011. Міжнародні фінанси: Навчальний посібник/За ред. Козака Ю.Г., Логвінової Н.С. – Київ: ЦУЛ, 2011.
35. Міжнародні фінанси: Навчальний посібник/За ред. Козака Ю.Г., Логвінової Н.С. – Київ: ЦУЛ, 2011.
36. Міжнародні фінанси: Підручник /За ред. О.І. Рогача. – К.: Либідь, 2003.
37. Мозговий О.М. Фондовый рынок. – К.: КНЕУ, 1999.
38. Овчинников Г.П. Международная экономика: Учебное пособие. – СПб: Изд-во Михайлова В.А., 1999.
39. Пахомов Ю.М., Лук'яненко Д.Г. Губський, Б.В. Національні економіки в глобальному конкурентному середовищі. – Київ: Україна, 1997.
40. Пейбро М. Международные экономические, валютные и финансовые отношения. М.: Прогресс, 1994.
41. Портер М. Международная конкуренция: Учебник. – М.: Международные отношения, 1998.
42. Портер М. Стратегії конкуренції. – Київ: Основи, 1998.
43. Рогач О. Міжнародні інвестиції: теорія та практика бізнесу транснаціональних корпорацій. Підручник. – К.: Либідь, 2005.



44. Рокоча В.В. Міжнародна економіка. – Київ: Таксон, 2003.
45. Рокоча В.В., Плотніков О.В., Новицький В.С., Кудирко Л.П. Транснаціональні корпорації: Навч. посібн. з нормативної навч. дисципліни «Транснаціональні корпорації». – К.: Таксон, 2001.
46. Рут Ф.Р., Філіпенко А.С. Міжнародна торгівля та інвестиції: Підручник. – Київ: Основи, 1998.
47. Сальваторе Д. Международная экономика / Пер. с англ. – М.: Ин-т внеш. экон. связей и управления, 1998.
48. Світова економіка: Навч. посібник. / За ред. Козака Ю.Г., Ковалевського В.В. – К.: ЦНЛ, 2010.
49. Стігліц Джозеф Е. Економіка державного сектора / Пер. з англ. А.Олійник, Р.Скільський. – К.: Основи, 1998.
50. Татеиси К. Вечный дух предпринимательства. – Киев: Укрзакордон-визасервис, 1992.
51. Томас Пугель, Питер Линдерг. Международная экономика. Учебник. – М.: ЮНИТИ, 2003.
52. Томпсон А.А., Формби Дж. Экономика фирмы – М.: Бином, 1998.
53. Транснаціональні корпорації: особливості інвестиційної діяльності: Навч. посібник / За ред. С.О. Якубовського, Ю.Г. Козака, Н.С. Логвинової. - К.: ЦУЛ, 2011.
54. Управління міжнародною конкурентоспроможністю в умовах глобалізації економічного розвитку: У 2 т. – Т1 / Д.Г. Лук'яненко, Л.Л. Антонюк та ін; За заг. ред. Д.Г. Лук'яненка, А.М. Поручника. – К.: КНЕУ, 2006.
55. Управління міжнародною конкурентоспроможністю підприємств. Навч. посібник. / За ред. Сіваченка І.Ю., Козака Ю.Г. – К.: ЦНЛ, 2010.
56. Фомичев В.И. Международная торговля: Учебник. – М.: ИНФРА – М, 2001.
57. Фридмен М. Если бы деньги заговорили... - М.: Дело, 2002.
58. Хэррис Дж.М. Международные финансы. – М.: Международные отношения, 1996.
59. Циганкова Т.М., Петрашко Л.П., Кальченко Т.В., Міжнародна торгівля: Навчальний посібник. – Київ: КНЕУ, 2001.
60. Шемет Т.С. Теорія і практика валютного курсу: Навч. посібник/ За ред. О.І. Рогача. – К.: Либідь, 2006.
61. Шреплер Х.А. Международные экономические организации. – М.: Международные отношения, 1999.
62. Шумпетер Й. Теория экономического развития. – М.: Прогресс, 1982.
63. Экономика зарубежных стран: учеб. пособие /Под ред. Ю.Г. Козака, С.Н. Лебедевой. – Минск: Выш. шк., 2009.
64. Энг М.В., Лис Ф.А., Мауер Л. Дж. Мировые финансы. – М.: ДеКА, 1998.
65. Fundamentals of International Business. – N.Y.: South-Western College Pub, 2003.

66. Hospers G.-J. Regional Economic Change in Europe: A Neo-Schumpeterian Vision. – Munster/London, LIT, 2004.
67. International Business: Competing in the Global Marketplace – N.Y. McGraw-Hill/Irwin, 2005.
68. International Business. – N.Y.: Prentice Hall, 2006.
69. International Business: The Challenges of Globalization. – N.Y.: Prentice Hall, 2007.
70. International Business. – NY.: The Dryden Press, 2005.
71. International Economics. – N.Y.: McGraw-Hill/Irwin, 2006.
72. International Economics. – N.Y.: Prentice Hall, 2005.
73. International Economics. – N.Y.: South-Western College Pub, 2006.
74. International Economics: Theory and Policy. – L.: Addison Wesley, 2005.
75. Introduction to International Relations: Theories and Approaches. – Oxford. Oxford University Press, USA, 2003.
76. Neutze J., Karatnycky A. Corruptions, Democracy, and Investment in Ukraine. – W.: RJI, October, 2007.
77. Regional Perspectives on Globalization. – N.Y.: Palgrave Macmillan, 2007.
78. Ukraine, Country Commercial Guide, U.S. Department of State, Washington, 2004.

УЧЕБНОЕ ИЗДАНИЕ

*Ю. Г. Козак, Н. С. Логвинова, Р. Томанек (Польша),  
Я. Шолтысек (Польша), К. Лисецка (Польша),  
А. Фронцкевич-Вронка (Польша), М. Шымура-Тыц (Польша),  
А. Козак (Польша), В. В. Ковалевский, О. В. Захарченко, А. И. Рыбак,  
О. А. Криницкая, В. В. Попович*

# МЕЖДУНАРОДНАЯ ЭКОНОМИКА

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ В 2-Х ТОМАХ

ТОМ 2

МЕЖДУНАРОДНАЯ МАКРОЭКОНОМИКА

*4-е издание,  
переработанное и дополненное*

*Под редакцией  
доктора экономических наук, профессора,  
академика АЭН Украины Ю. Г. Козака*

**(РОСІЙСЬКОЮ МОВОЮ)**

Оригінал-макет підготовлено  
ТОВ «Центр учбової літератури»

Підписано до друку 22.10.2012. Формат 60x84 <sup>1/16</sup>  
Друк лазерний. Папір офсетний. Гарнітура PetersburgCTT.  
Умовн. друк. арк. 17.

Видавництво «Центр учбової літератури»  
вул. Електриків, 23 м. Київ 04176  
тел./факс 044-425-01-34  
тел.: 044-425-20-63; 425-04-47; 451-65-95  
800-501-68-00 (безкоштовно в межах України)  
e-mail: office@uabook.com  
сайт: www.cul.com.ua

Свідоцтво суб'єкта видавничої справи ДК № 2458 від 30.03.2006