



МОДУЛЪНА ПРОГРАМА

MODUL PROGRAM

GLOBAL FINANCE

Teaching Book



«University Book»
Sumy 2002

МОДУЛЬНА ПРОГРАМА

СВІТОВІ ФІНАНСИ

Навчальний посібник



«Університетська книга»
Суми 2002

УДК 339.7(075.8)
ББК 65.268я73
С24

Рекомендовано до друку Вченою радою Української академії
банківської справи НБУ

Рецензенти:

Сторов П.В., д.е.н., професор, зав. кафедрою фінансів та бан-
ківської справи Донецького національного університету;

Вожжов А.П., к.е.н., зав. кафедрою «Фінанси і кредит» Севас-
топольського державного технічного університету

Автори: д.е.н., професор С.М. Козьменко, к.е.н. В.М. Нечепу-
ренко, к.е.н. О.М. Костюк, О.В. Чуйко, В.В. Колдовський, С.Л. Ста-
хович, Philip Linsley, Robert Jones

С24 **Світові фінанси: Навчальний посібник/ С.М. Козьменко,**
В.М. Нечепуренко, О.М. Костюк та ін. – Суми: ВТД «Уні-
верситетська книга», 2002. – 116 с.

ISBN 966-680-055-1

Вивчається поточний стан і перспективи розвитку міжнародного фінансового ринку. Досліджується роль і місце окремих структурних елементів міжнародного фінансового ринку в системі міжнародних економічних відносин. Вивчаються взаємозалежності розвитку міжнародного валютного ринку та ринку цінних паперів. Уточнюється місце і роль міжнародного фінансового ринку в процесі глобалізації світової економіки. Досліджується ринок корпоративних фінансів і процеси реорганізації транснаціональних корпорацій. Уточнюється механізм впливу фінансових криз на стабільність валютної та фінансової міжнародних систем.

Для студентів економічних спеціальностей вищих навчальних за-
кладів.

ББК 65.268я73

ISBN 966-680-055-1

© С.М. Козьменко, В.М. Нечепуренко,
О.М. Костюк та ін., 2002

© ТОВ «ВТД «Університетська книга»,
2002

ЗМІСТ

Передмова	7
-----------------	---

Розділ 1

ЕВОЛЮЦІЯ І СУЧАСНИЙ СТАН СВІТОВІХ ФІНАНСІВ

Тема 1. Місце світових фінансів у структурі світової економіки	9
---	----------

Сутність економічної категорії «світові фінанси». Об'єкти і суб'єкти світових фінансів. Еволюція світових фінансів. Міжнародний валютний фонд: цілі діяльності і механізм впливу на міжнародний фінансовий ринок.

Тема 2. Світові фінанси як елемент світового економічного середовища	23
---	-----------

Характерні особливості сучасного стану світового економічного середовища. Потоки капіталу у світовій економіці. Глобалізація світового фінансового ринку.

Розділ 2

МІЖНАРОДНІ ФІНАНСОВІ РИНКИ

Тема 1. Характеристика світових фінансових ринків	34
--	-----------

Основні поняття. Структура світових фінансових ринків. Основні інструменти міжнародних фінансових ринків.

Тема 2. Валютний ринок	38
-------------------------------------	-----------

Сутність валютного ринку. Основні валютні операції.

Тема 3. Ринок євровалют. Міжнародний кредитний ринок	43
---	-----------

Сутність ринку євровалют. Інструменти євровалютного ринку. Міжнародний кредитний ринок. Сутність єврокредиту. Види єврокредитів. Вартість єврокредитів.

Тема 4. Ринок міжнародних облігацій	49
--	-----------

Структура ринку міжнародних облігацій. Ринок єврооблігацій. Види єврооблігацій. Відмінності між єврокредитами і єврооблігаціями.

Тема 5. Оцінка ризиків щодо країн. Кредитні рейтинги	56
---	-----------

Оцінка ризиків щодо країн. Кредитні рейтинги.

Тема 6. Найважливіші світові фінансові центри	69
Загальна характеристика світових фінансових центрів. Нью-Йорк як фінансовий центр. Лондон як фінансовий центр. Токіо як фінансовий центр.	

Р о з д і л 3

ФІНАНСИ МІЖНАРОДНИХ КОРПОРАЦІЙ

Тема 1. Роль фінансів міжнародних корпорацій у світовому фінансовому середовищі	77
--	-----------

Сутність фінансів міжнародних корпорацій. Фінансові операції міжнародних корпорацій.

Тема 2. Міжнародні злиття і поглинання компаній	81
--	-----------

Сутність і типи злиття і поглинання. Історичні аспекти злиття і поглинання компаній. Основні мотиви злиття і поглинання компаній. Механізм злиття і поглинання компаній. Наслідки злиття і поглинання компаній. Механізм захисту компаній від поглинання.

Тема 3. Фінансування й оподаткування діяльності міжнародних корпорацій	96
---	-----------

Форми фінансування міжнародної діяльності ТНК. Фінансові і податкові цілі ТНК. Національні податкові системи. Вплив оподаткування на ТНК.

Р о з д і л 4

СВІТОВІ ФІНАНСОВІ КРИЗИ

Тема 1. Хронологія, причини і наслідки світових фінансових криз	102
--	------------

Криза в країнах Південно-Східної Азії. Криза в країнах СНД, Латино-американська криза. Криза LTCM.

Список використаних джерел	115
---	------------

ПЕРЕДМОВА

Економічна та політична трансформація суспільств на зламі тисячоліть, прозорість національних кордонів для міжнародного бізнесу компаній, активізація процесів інтернаціоналізації та глобалізації зумовили формування єдиного економічного середовища, істотними рисами якого є наднаціональний характер та світова масштабність операцій.

Категорія «світові фінанси» стала однією із найбільш привабливих в аналітичній економіці з огляду на динамічність фінансових інновацій, мобільність міжнародних потоків капіталу, значне зростання обсягів операцій у міжнародних фінансових центрах, впливовість світових тенденцій на розвиток національних фінансових систем. Наразі є актуальними спроби розібратися в складових глобального фінансового середовища, дати виважену оцінку тенденцій і перспектив розвитку світу фінансів. Це зумовлює необхідність відображення основних концептуальних висновків у підручниках, що у свою чергу дозволить підняти вивчення світових фінансів на сучасний міжнародний рівень і забезпечить необхідні знання для успішної роботи в умовах ринку.

Запропонований навчальний посібник «Світові фінанси» є результатом плідної співпраці науковців Української академії банківської справи (м. Суми) та Бізнес-школи Університету Нортумбрія (м. Ньюкасл, Великобританія) у рамках Програми регіонального академічного партнерства (REAP), що була впроваджена Британською Радою в Україні для підтримки процесу переходу до демократичного плюралізму та ринкової економіки шляхом зміцнення можливостей вищих навчальних закладів у підготовці кваліфікованих фахівців у пріоритетних напрямках, що, безперечно, є необхідною умовою для успішної роботи в перехідні періоди. Це надало можливість розробити і впровадити в навчальні програми українського вищого навчального закладу кілька модулів, а саме: «Ринок фінансових деривативів», «Ринок фінансових послуг», «Інвестування», «Світові фінанси», які істотно доповнили існуючі курси.

Підготовлений за участю британських колег модуль у доступній формі розкриває основні поняття світових фінансів, надає чітку характеристику світовим фінансовим ринкам, окремо зосереджує увагу на такій категорії, як фінанси міжнародних корпорацій, аналізує сучасні тенденції злиття і поглинання компаній, висвітлює окремі аспекти фінансування й оподаткування діяльності міжнародних корпорацій, а також досліджує причини та наслідки кризових явищ у світовому фінансовому середовищі. Посібник насичений статистичним і графічним матеріалом, схемами, таблицями, що забезпечує ефективне сприйняття матеріалу.

Не претендуючи на бездоганність і завершеність проведеної роботи, автори проекту, спираючись на розробки і дослідження зарубіжних та вітчизняних науковців, здійснили спробу систематизувати існуючу інформацію і доповнити певні прогалини в цій царині власними доробками і висновками.

Колектив авторів висловлює подяку керівництву і співробітникам Британської Ради в Україні за підтримку та сприяння і реалізації програми співробітництва Української академії банківської справи та Бізнес-школи Університету Нортгумбрія.

Тема 1**МІСЦЕ СВІТОВИХ ФІНАНСІВ У СТРУКТУРІ СВІТОВОЇ ЕКОНОМІКИ**

1. Сутність економічної категорії «світові фінанси»
2. Об'єкти і суб'єкти світових фінансів
3. Еволюція світових фінансів
4. Міжнародний валютний фонд: цілі діяльності і механізми впливу на міжнародний фінансовий ринок

1. Сутність економічної категорії «світові фінанси»

Значне зростання обсягів світової торгівлі, розширення господарських взаємозв'язків між країнами, інтенсифікація процесів глобалізації призвели до створення міжнародної економіки – найбільш глобального економічного явища, що охоплює країни і континенти і дозволяє говорити про існування єдиного економічного середовища, яке незначною мірою залежить від національних кордонів.

Країни, що беруть участь у розвитку міжнародної економіки, відіграють різну роль у даному процесі і вирішують різні завдання. Однак при цьому, як правило, переслідується головна мета – максимально використовувати переваги сукупного економічного потенціалу світового співтовариства.

У табл. 1.1 наведені середньорічні темпи приросту глобального ВВП (сукупного реального ВВП усіх країн світу). Більшу частину даного показника формують індустриально розвинені країни з ринковою економікою.

Оптимальне входження у світовий економічний простір – одне з найважливіших завдань країн з перехідною економікою, у тому

числі й України. Розвиток міжнародних господарських зв'язків є істотною умовою стабілізації національної економіки. Цим визначається значення проблем розвитку світових фінансів як підсистеми міжнародної економіки, а також значний інтерес до їх вивчення. Світові фінанси – один з нових напрямків серед навчальних дисциплін, що розвивається досить динамічно.

Світові фінанси – економічні відносини, які виникають у процесі розподілу і перерозподілу частини сукупного суспільного продукту у світовому господарстві. Ці відносини пов'язані з утворенням грошових доходів і накопичень усередині національних господарств із розподілом у процесі економічних взаємозв'язків між національними господарствами.

Функціонування *світових фінансів* визначається загальними закономірностями господарського розвитку, але має і ряд істотних особливостей:

- міжнародні фінансові відносини охоплюють значний територіальний простір, що виходить за рамки національних кордонів. При цьому використовуються додаткові ресурси, відбувається переміщення фінансових ресурсів за межі окремих країн;
- світове фінансове середовище стрімко змінюється. Зокрема, багато країн, що розвиваються, усувають свої обмеження, які регулюють міжнародні фінанси і торгівлю, надаючи тим самим можливість світовим фінансовим структурам, ринкам і інструментам впливати на їхню економіку;
- у цій сфері діють особливі механізми й інструменти (фінансові, валютні, кредитно-грошові), що забезпечують міжнародні економічні зв'язки.

У даний час створюються спеціальні організаційні форми і структури, у тому числі міжнародні, за допомогою і участю яких здійснюється відтворення і перерозподіл світових фінансів.

Світові фінанси відображають одну з найважливіших сторін міждержавних виробничих відносин, у першу чергу міжнародної виробничої кооперації. Сутність і призначення світових фінансів розкривається в порівнянні з іншими економічними категоріями, а саме: національне господарство, національний експортний потенціал, економічні зв'язки.

Таблиця 1.1
Середньорічні темпи
приросту глобального
ВВП у XX ст.

Період	Темп росту
1900-1929	2,2
1929-1950	1,8
1950-1960	4,6
1960-1970	4,0
1970-1980	3,8
1980-1990	3,1
1990-1999	2,9

Національне господарство — це економіка окремої країни, що входить у світове співтовариство.

Національний експортний потенціал — сукупність природних, виробничих, науково-технічних, трудових і фінансових ресурсів країни, що використовуються або можуть використовуватися для розвитку її зовнішньоекономічних зв'язків.

Економічні зв'язки між національними господарствами — це міжнародні економічні відносини.

Економічний зміст світових фінансів виявляється між *суб'єктами й об'єктами світового фінансового середовища* з приводу відтворення, розподілу, обміну і споживання частини національних фінансових ресурсів, що використовуються для розвитку зовнішньоекономічних зв'язків країн — суб'єктів міжнародних економічних відносин.

Важливо зрозуміти, що світові фінанси:

- дають аналіз фінансової сфери у світовому масштабі;
- пояснюють взаємодію фінансових операцій на світовому рівні, не залежно від того, де вони мають місце (у великих індустриальних країнах; країнах, що розвиваються; країнах з перехідною економікою);
- дають повний аналіз фінансової діяльності на макро- і мікрорівнях;
- припускають безперервність процесу міжнародних фінансових операцій і його постійних змін, що впливають на регіональні фінансові системи і сприяють інтеграції регіональних фінансових ринків.

2. Об'єкти і суб'єкти світових фінансів

Об'єкти і суб'єкти міжнародних фінансів фактично не відрізняються від об'єктів і суб'єктів фінансів у рамках національного ринкового господарства. Нові кількісні і якісні моменти характеризують їх множинність. *Об'єктом світових фінансів* є міжнародний рух капіталів у різних формах; міжнародне використання фінансово-кредитних ресурсів (міжнародні фінансові операції); міжнародна інвестиційна діяльність. Як особливий об'єкт можна виділити фінанси міжнародних корпорацій. Схематично об'єкти світових фінансів можна виразити складовими, представленими на рис. 1.1.

Суб'єктами міжнародних фінансових відносин є:

1) *країни з розвинутою ринковою економікою*. На них припадає 65% сукупного світового виробництва. Вони впливають на

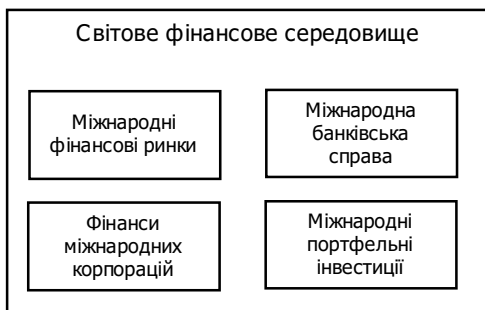


Рис. 1.1. Об'єкти світових фінансів

економіку інших країн через торговельні зв'язки, рух капіталу і технологій;

2) *країни, що розвиваються*. Характерною рисою даної групи країн є їх залежність від країн з розвинутою ринковою економікою (протягом 1970-х рр. країни, що розвиваються, отримували великі позики для розвитку економіки і платили за імпорту нафти). У 1982 р. темпи росту зовнішнього боргу країн, що розвиваються, вийшли з-під контролю. Зі зростанням тягар обслуговування боргу умови зовнішньої торгівлі для цих країн погіршувалися, тобто експортні ціни знизилися порівняно з імпортними цінами. Таким чином, кредитоспроможність країн, що розвиваються, викликала сумнів, тому міжнародні кредитори почали висловлювати небажання надавати кредити або інвестувати кошти в їхню економіку. Унаслідок цього інвестиційні витрати знизились і темпи економічного росту цих країн різко впали. У 1990-х рр. країнам-кредиторам довелося здійснити реструктуризацію і часткове списання боргів країн, що розвиваються. Економічні реформи, що проводяться в даній групі країн, спрямовані на погашення міжнародних боргових зобов'язань і підтримку соціальної і політичної стабільності. Основа економічних перетворень – це реформи в приватному секторі економіки, приватизація державних підприємств, створення більш сприятливого клімату для іноземних інвестицій шляхом регіональної інтеграції;

3) *нові індустріальні країни* (країни Східної Азії і Латинської Америки). Ці країни продемонстрували значний економічний ріст з 1976 р. по 1986 р. і зазнали складної економічної кризи в 1997-1998 рр., що стала детонатором економічних проблем в усьому світі;

4) *країни з перехідною економікою*. У 1990-ті рр. в східноєвропейських країнах відбувся процес переходу від централізованої планової до ринкової економіки. Основні недоліки централізованої планової економіки – недостача споживчих товарів, нераціональне використання ресурсів, неповноцінна або виснажена інфраструктура, складнощі в розробці і впровадженні технологічних інновацій. Відсутність економічних стимулів і застаріла технологія стали ключовими факторами, що збільшують ці проблеми. У Польщі, Чехії, Словаччині, Угорщині, Китаї, у країнах СНД почалися процеси децентралізації в регулюванні економічної сфери, приватизація деяких секторів економіки; надання податкових пільг для залучення іноземних інвестицій і використання нових технологій. Щоб здійснити такий перехід, ці країни мають потребу у великих інвестиціях, подальших політичних і економічних перетвореннях (особливо в приватизації галузей, що залишаються під контролем держави);

5) *багатонаціональні корпорації*. Завдання, що стоять перед цими компаніями у сфері світових фінансів, включають максимізацію розподілу ресурсів, використання світового ринку капіталу для зниження витрат на фінансування різних проєктів, використання передових технологій для зниження витрат і запобігання несприятливим коливанням курсу валют і ставки відсотка;

6) *фінансові інститути* (міжнародні банки й інвестиційні компанії, що управляють портфелями активів ТНК);

7) *міжнародні фінансові інститути*:

Міжнародний валютний фонд (МВФ),

Всесвітній банк – міжнародний інвестиційний інститут, представлений такими самостійними організаціями, як Міжнародний банк реконструкції і розвитку (МБРР)¹, Міжнародна асоціація розвитку (МАР)², Багатостороннє інвестиційно-гарантійне агентство (БІГА);

Банк міжнародних розрахунків (БМР);

Регіональні банки розвитку (Азіатський банк розвитку, Африканський банк розвитку, Міжамериканський банк розвитку, Ісламський банк розвитку, Європейський центральний банк).

¹ МБРР – спеціалізована кредитна установа ООН (створена в 1945 р.) з фінансового сприяння в реконструкції і розвитку економік країн-учасниць. Членами даної організації можуть бути лише країни, що вступили в МВФ.

² МАР – міжнародна міждержавна організація, що є спеціалізованою установою ООН. Створена в 1960 р. для сприяння економічному розвитку найменш розвинених країн шляхом надання пільгових кредитів.

3. Еволюція світових фінансів

Світова фінансова система могла утворитися лише в результаті появи і розвитку міжнародних економічних відносин між країнами – членами світового співтовариства, що спричинило необхідність створення світової валютної системи. Розгляд еволюцію світових фінансів доцільно починати з характеристики основних етапів розвитку світової валютної системи (СВС):

- I – етап золотомонетного стандарту;
- II – етап золотодевізного стандарту;
- III – етап паперово-валютного стандарту.

I. Етап золотомонетного стандарту (термін дії – з поч. XIX ст. до 1914 р.)

Основні ознаки золотомонетного стандарту:

- 1) функціонування золота як світових грошей;
- 2) фіксація золотого змісту національної валюти;
- 3) безпосередня конвертованість національних валют у золото;
- 4) наявність фіксованих валютних курсів.

Позитивне в золотомонетному стандарті:

- 1) повна конвертованість національних валют;
- 2) стабільність купівельної спроможності грошей;
- 3) стабільність валютних курсів;
- 4) стабільність світових цін.

Негативне золотомонетному стандарті:

- 1) залежність від рівня видобутку золота;
- 2) недостатня гнучкість валютної системи;
- 3) стихійне регулювання валютних систем;
- 4) виключення державного втручання у сферу валютних відносин.

II. Етап золотодевізного стандарту (термін дії – 1922–1976 рр.)

Суть золотодевізного стандарту: разом із золотом функції світових грошей стали виконувати й окремі валюти найбільш розвинених країн світу. Система золотодевізного стандарту була затверджена на Міжнародній Генуезькій конференції в 1922 р.

У розвитку золотодевізного стандарту виділяється три періоди.

Перший період – 1922–1933 рр. – характеризується такими ознаками:

- поряд із грішми використовувалося золото;
- національна валюта у вигляді паперових грошей вільно конвертувалася в золото.

У рамках цього періоду виділяють *період золотозлиткового стандарту* – 1922–1929 рр.

Його особливості:

1. Стандарт встановлюється тільки для окремих економічно розвинених країн Західної Європи (Великобританія, Бельгія, Франція, Нідерланди).

2. Національна валюта прирівнюється до певної кількості золота.

3. Обмін валюти здійснюється не на монети, а на золоті злитки.

4. Обмін валюти на золоті злитки відповідає великим сумах національних коштів і здійснюється національними банками.

Згідно з основними принципами Генуезької валютної системи:

1) як платіжний засіб понад 30 держав світу стали використовувати золото і девізи – іноземну валюту;

2) жодна з валют не діставала статусу резервної валюти;

3) збережено золоті паритети валют, валюта обмінювалася на золото;

4) встановлювався режим валютних курсів, що вільно коливаються.

Другий період золотодевизного стандарту – 1933–1944 рр.

Основна особливість – перехід до використання паперових грошей у світовому господарстві.

Характеристика цього періоду:

1. Усі країни на своїх територіях почали використовувати паперові гроші.

2. Ліквідовано оборот золота у вигляді монет усередині країни.

3. Скасовано конвертованість паперових грошей у золото усередині країни.

4. Вжито державних заходів для регулювання міжнародних валютних відносин.

Третій період золотодевизного стандарту – 1944–1976 рр. Організаційно був оформлений на Міжнародній фінансовій конференції в м. Бреттон-Вуд (США, 1944 р.), звідси назва періоду – Бреттон-Вудська валютна система.

Основні принципи Бреттон-Вудської валютної системи:

1. Запропоновано новий золотодевизний стандарт, заснований на золоті і двох резервних валютах (долар США і фунт стерлінгів).

Бреттон-Вудська валютна система припускала чотири форми використання золота:

1. Збережено золоті паритети країн з їх фіксацією в МВФ.

2. Золото продовжувало використовуватись як міжнародний платіжний і резервний засіб.

3. Долар США прирівнювався до золота.

4. Долар США розмінювався на золото іноземним центральним банкам казначейством США.

Передбачалася взаємна конвертованість валют.

Конвертованість валют стала здійснюватися на основі співвідношення з доларом США. Були створені такі міжнародні валютно-фінансові організації, як МВФ, МБРР.

Характеристика Бреттон-Вудської валютної системи:

- заборонено обмінювати, купувати і продавати золото приватним особам;
- офіційна (державна) купівля-продаж золота здійснювалася за схемою «золото – долар – національна валюта»;
- коливання курсу національних валют щодо долара США встановлювалося в межах $\pm 1-2\%$.

У 1971 р. було скасовано конвертацію долара США на золото. Відтепер встановлювалися режими фіксованих валютних курсів і офіційна ціна золота.

У 1976 р. у м. Кінгстон (Ямайка) відбулася Міжнародна конференція, що визначила нові принципи регулювання світової валютної системи, і на їх основі була введена Ямайська валютна система.

III. Етап паперово-валютного стандарту: Ямайська валютна система (почався 1976 р. і триває донині).

Основні принципи:

- замість золотодевізного стандарту введено стандарт СДР (спеціальні права запозичення);
- замість принципу обміну валюти на золото за схемою «золото – долар – національна валюта» введено принцип оборотності валюти за схемою «СДР – національна валюта».

У цей період було завершено демонетизацію золота. Це означало:

- втрату золотом грошових функцій;
- перетворення золота на звичайний товар, що вільно продається і купується, ціна якого визначається попитом і пропонуванням;
- скасування фіксації золотих паритетів;
- золото перестало виступати мірою вартості товару.

Як результат введення Ямайської валютної системи сформувалися такі режими «нестійкості» валютних курсів:

- нестійкі курси валют мали США, Канада, Великобританія, Японія, Греція, Ізраїль, ПАР, Ліван;
- країни, що входять в європейську валютну систему (ЄВС), зафіксували курси взаємного обміну своїх валют (так звана «європейська валютна змія»), але ці курси «були нестійкими» щодо третіх валют;

- 16 країн визначали центральні курси своїх валют щодо СДР;
- ряд країн, включаючи країни Північної Європи, установлювали центральні курси відносно індивідуального «кошика» валют;
- валюти 38 країн були прив'язані до долара США, 13 – до французького франка, 5 країн – до інших валют.

Міждержавне валютне регулювання посав здійснювати МВФ. Країни – члени МВФ мали можливість вільно вибирати режими валютних курсів.

Негативні риси Ямайської валютної системи:

1. СДР є основною світовою валютною системою номінально, а не реально:

- СДР використовується тільки як розрахункова одиниця;
- СДР втратила зв'язок із золотом;
- до курсу СДР прив'язані тільки вісім валют країн світового співтовариства, тоді як до долара США – валюти приблизно 40 країн світу.

Золото об'єктивно впливає на курси валют і є основним резервним активом.

У даний час у світовій валютній системі СДР поступається долару США, який є головною резервною валютою. У зв'язку з цим етап паперово-валютного стандарту ще має назву «паперово-доларовий стандарт».

Найважливішою особливістю Ямайської валютної системи є те, що в її складі почали діяти регіональні валютні системи, у тому числі з 1979 р. – Європейський валютний союз (ЄВС).

Європейський валютний союз — це міжнародна валютна система країн ЄС, створена для стабілізації валютних курсів, координування валютної політики цих держав. На сьогодні процес економічної і валютної інтеграції країн – членів ЄВС триває. Його мета – формування єдиного економічного простору, у якому незалежно від національних кордонів здійснюється вільний рух товарів, капіталів і людей, а також діють однакові для всіх суб'єктів господарської діяльності умови конкуренції на єдиному ринку.

Основні віхи даного еволюційного процесу такі:

1. Підписання й ратифікація в 1992 р. Маастрихтської угоди про створення Європейського валютно-економічного і політичного союзу на базі Європейського економічного співтовариства (ЄЕС).

1. Створення в 1994 р. Європейського валютного інституту (що замінив Європейський фонд валютного співробітництва).

3. Створення в 1998 р. Європейського центрального банку і введення з 1 січня 1999 р. у безготівковий обіг нової європейської валюти «євро», покликаної поступово замінити національні валюти країн – членів ЄВС.

Таблиця 1.2. Хронологія еволюції євро

Дата	Подія в історії євро
Березень 1957 р.	Підписання Римського договору керівниками Бельгії, Італії, Люксембургу, Нідерландів, Франції і ФРН, відповідно до якого було створено ЄЕС
Жовтень 1970 р.	Публікація доповіді П'єра Вернера (Pierre Werner), прем'єр-міністра Люксембургу, у якій були запропоновані заходи для стабілізації валютних курсів і обґрунтовані ідеї централізації макроекономічної політики європейських країн, у т.ч. ідеї фіксування обмінних курсів і скасування обмежень на переміщення капіталів
1971–1973 рр.	Крах Бретон-Вудської системи фіксованих обмінних курсів, що стимулював розвиток ідеї створення Європейського валютного союзу
Березень 1979 р.	Створення Європейської валютної системи (European Monetary System, EMS), що ґрунтувалася на ЕКЮ – європейській валютній одиниці (European Currency Unit, ECU) – колективній грошовій одиниці країн – членів ЄЕС, що розраховувалася на базі кошика валют. Система була створена з метою стабілізації обмінних курсів національних валют і стримування інфляції в європейських країнах
Лютий 1986 р.	Підписання Єдиного Європейського Акту, що розширив принципи Римського договору у сфері політичної та економічної інтеграції між європейськими країнами
7 лютого 1992 р.	Підписання Маастрихтського договору, що затвердив точну дату введення в обіг єдиної європейської валюти – 1 січня 1999 р.
12 січня 1994 р.	Перше засідання керівників Європейського валютного інституту
1 січня 1995 р.	Розширення Європейського Союзу в результаті приєднання Австрії, Фінляндії і Швеції
Грудень 1995 р.	Євро було затверджено як назву єдиної європейської валюти
1 червня 1998 р.	Створення Європейського центрального банку
1 січня 1999 р.	Єдина європейська валюта була введена в безготівковий обіг на території 11 країн – членів єврозони
4 січня 1999 р.	Курс євро при відкритті європейської сесії склав \$1,1855
3 грудня 1999 р.	Уперше за час свого існування євро опустився нижче оцінки \$1,0
29 вересня 2000 р.	Проведення загального референдуму в Данії. Відмова цієї країни від введення єдиної європейської валюти
1 січня 2001 р.	Вступ Греції в зону євро
1 січня 2002 р.	Введення в обіг готівкових євро
28 лютого 2002 р.	Вилучення з обороту національних банкнот і монет

Розвиток Європейського валютного союзу відповідає основній тенденції в сучасній світовій економіці – процесові глобалізації економічної діяльності. Значення створення ЄВС визначається місцем, що посідають країни Європейського Союзу у світовій економіці і світовій валютній системі. У табл. 1.2 представлена еволюція євро.

4. Міжнародний валютний фонд: цілі діяльності і механізм впливу на міжнародний фінансовий ринок

Міжнародний валютний фонд (МВФ) – міждержавна організація, призначена для регулювання валютно-кредитних відносин між державами-членами і надання їм фінансової допомоги при валютних ускладненнях, викликаних дефіцитом платіжного балансу, шляхом надання коротко- і середньострокових кредитів в іноземній валюті. МВФ – спеціалізована установа ООН, як *практично є інституціональною основою світової валютної системи.*

МВФ був заснований на міжнародній валютно-фінансовій конференції ООН, що проходила з 1 по 22 липня 1944 р. в Бреттон-Вудсі (США, штат Нью-Гемпшир). Конференція прийняла Статті Угоди про МВФ, яка є його Статутом і набрала чинності 27 грудня 1945 р. Практичну діяльність Фонд почав з 1 березня 1947 р.

У зв'язку з еволюцією світової валютної системи Статут МВФ тричі переглядався:

- у 1969 р. – з введенням системи СДР;
- у 1976 р. – зі створенням Ямайської валютної системи;
- у листопаді 1992 р. – з включенням санкції (про припинення права брати участь у голосуванні – щодо країн, що не погасили свої борги Фондові).

Структура управління. Управління в МВФ здійснюється відповідно до Статей Угоди. У структуру управління МВФ входять рада керуючих, тимчасовий комітет, комітет розвитку, виконавча рада, керівний персонал.

Рада керуючих – вищий керівний орган МВФ, у якому кожна країна-член представлена керуючим і його заступником, що призначені на п'ять років. Як правило, це міністри фінансів або керівники центральних банків. Рада керуючих збирається на сесії один раз на рік, але може збиратися частіше або приймати постанови голосуванням поштою.

Виконавча рада. Велику частину своїх повноважень Рада керуючих делегує Виконавчій раді. До компетенції виконавчої ради належить широке коло питань адміністративного й операційного характеру, а також питання, що стосуються політики Фонду щодо країн-членів.

Тимчасовий комітет виконує рішення Виконавчої ради. Складається з 24 керуючих МВФ, міністрів або інших офіційних осіб відповідного рангу. Тимчасовий комітет збирається двічі на рік і звітує Раді керуючих про управління і функціонування міжнародної валютної системи, а також вносить пропозиції про зміну Статей Угоди.

Комітет розвитку так само, як і Тимчасовий комітет складається з 24 керуючих, міністрів або інших офіційних осіб відповідного рангу, дає рекомендації і звітує Раді керуючих МВФ.

Керуючий. Обирається Виконавчою радою. Очолює Виконавчу раду і є главою персоналу організації. Під управлінням Виконавчої ради керуючий відповідає за повсякденну діяльність МВФ. Керуючий призначається на п'ять років і може бути переобраний на наступний термін.

Персонал. Статті Угоди вимагають від персоналу демонстрації найвищих стандартів професіоналізму і технічної компетентності. Серед 2300 співробітників організації є представники 125 націй.

Квоти, що визначають доступ до фінансування і кількість голосів країн-членів. Кожен член МВФ має свою квоту (частку), виражену в СДР, що дорівнює частці країни-члена в МВФ. Квота, що була створена для відображення розмірів економіки країн-членів, є базовим елементом у відносинах фінансового й організаційного характеру країн-членів і Фонду. Вона визначає кількість голосів, що має країна – член МВФ, і дорівнює 250 «базисним» голосам, що надаються кожній країні, яка бере участь у Фонді, плюс 1 голос за кожний мільон СДР. Квота також визначає суму передплати країни на капітал МВФ і можливість використання ресурсів Фонду. Країна-учасник зобов'язана сплатити 25% величини своєї передплати в СДР (або у валюті інших країн-учасниць, обумовленій МВФ відповідно до статуту), а решту сплачує у власній валюті.

Спочатку квоти країн – членів МВФ визначалися згідно з Бреттон-Вудською формулою. Основними змінними цієї формули були такі показники, як річний імпорт і експорт, золоті запаси і доларові баланси, національний дохід. На них ґрунтувалося обчислення квот до 1960-х рр.

У 1963 р. Бреттон-Вудську формулу було переглянуто, а також були додані нові формули. Узяті разом, вони використовувались як помічники у визначенні початкових квот нових членів і збільшенні квот старих учасників. Ці формули поєднують економічні показники, зазначені вище, а також поточні доходи, поточні витрати, показники, пов'язані з експортом і імпортом.

На початку 1980-х рр. МВФ спростив процедури розрахунку квот і вдосконалив економічні дані, які використовуються у формулах.

Вступ у МВФ. Коли країна збирається стати учасницею МВФ, персонал фонду розраховує для неї квоту і порівнює отриманий результат із квотами, що вже складені Фондом для країн з аналогічними економічними характеристиками. Отримане значення квоти обговорюється комітетом «учасників» Виконавчої ради. Після того як країна, що збирається вступити у Фонд, погодиться з умовами договору членства, Виконавча рада (у повному складі) готує резолюцію для Ради керуючих. Після завершення всіх формальних кроків представлена країна запрошується у Вашингтон (США) для підписання Статей Угоди. На 1 серпня 1997 р. членами Фонду були 181 країна із сумою квот близько 145,3 млрд. СДР.

Кредитна діяльність МВФ. У Статуті Фонду для ідентифікації його кредитної діяльності використовуються два поняття: «угода» – надання валютних коштів країнам з ресурсів Фонду; «операція» – надання посередницьких фінансових і технічних послуг за рахунок позикових коштів. МВФ здійснює кредитні операції тільки з офіційними органами – казначействами, центральними банками, стабілізаційними фондами. Розрізняють кредити на покриття дефіциту платіжного балансу і на підтримку структурної перебудови економічної політики країн-членів.

Країна, що потребує іноземної валюти, здійснює купівлю (позичення) іноземної валюти чи СДР в обмін на еквівалентну кількість національної валюти, що зараховується на рахунок МВФ у центральному банку даної країни. При розробці механізму МВФ передбачалося, що країни-члени будуть пред'являти рівномірний попит на валюту, а тому їхні національні валюти, що надходять у Фонд, будуть переходити від однієї країни до іншої. Таким чином, ці операції не мали б бути суто кредитними. На практиці у Фонд звертаються з проханнями про надання кредиту головним чином країни з неконвертованими валютами. Внаслідок цього МВФ, як правило, надає валютні кредити державам-членам ніби під заставу відповідних сум неконвертованих національних

валют. Оскільки на них немає попиту, вони залишаються у Фонді до викупу їх країнами-емітентами цих валют.

Угоди про резервний кредит, або угоди «стенд-бай» (Stand-by Arrangements), забезпечують країні-членові гарантію того, що вона зможе одержувати іноземну валюту від МВФ в обмін на національну валюту за домовленістю в будь-який час при дотриманні країною певних умов. Подібна практика надання кредитів є аналогічною відкриттю кредитної лінії.

Головним призначенням кредитів «стенд-бай» є в даний час кредитування макроекономічних стабілізаційних програм країн – членів МВФ. Валюта, надана Фондом як резервний кредит в рамках верхніх кредитних часток, видається певними порціями (траншами) через обумовлені проміжки часу протягом терміну угоди.

Підставою для звернення країни до МВФ із проханням про надання кредиту в рамках системи розширеного кредитування може бути серйозне порушення рівноваги платіжного балансу, викликане структурними розладами у сфері виробництва, торгівлі або цінового механізму. Угоди про розширені кредити звичайно обмежені терміном у три роки (за необхідності і на прохання країн-членів – до чотирьох років).

Спеціальні фонди. З метою розширення своїх кредитних можливостей МВФ практикує створення спеціальних фондів. Вони розрізняються за цілями, умовами і вартістю кредиту.

Роль МВФ у регулюванні міжнародних валютно-кредитних відносин. МВФ здійснює спостереження і контроль за дотриманням країнами-членами Статуту.

За час свого існування МВФ перетворився на справді універсальну організацію, домігся широкого визнання як головного наднаціонального органа регулювання міжнародних валютно-кредитних відносин, авторитетного центра міжнародного кредитування, координатора міждержавних кредитних потоків і гаранта платоспроможності країн-позичальниць. Одночасно він починає відігравати важливу роль у реалізації рішень «сімки» провідних держав Заходу, стає ключовою ланкою системи регулювання світової економіки, міжнародної координації, узгодження національних макроекономічних політик.

1. Характерні особливості сучасного стану світового економічного середовища (простору)
2. Потоки капіталу у світовій економіці
3. Глобалізація світового фінансового ринку

1. Характерні особливості сучасного стану світового економічного середовища

Серед подій, що викликали серйозні зміни у світовому економічному і фінансовому просторі після другої світової війни, були наступні:

1) створення ринку євродоларів у 1957 р. в Лондоні у відповідь на введення контролю з боку британського уряду над фунтом стерлінгів;

2) утворення ЄС у 1958 р., який спочатку був відомий як «Загальний ринок», а тепер називається Європейський Союз (ЄС);

3) глобалізація бізнесу американських і японських корпорацій, посилення конкуренції між ними;

4) світова фінансова криза в 1971 і 1973 рр., що призвела до краху Бреттон-Вудської системи, і формальний перехід від системи фіксованих валютних курсів до нестійких;

5) нафтові кризи в 1974 і 1979 рр., наслідком яких стало істотне підвищення цін на нафту країнами – експортерами нафти (ОПЕК);

6) створення в 1979 р. Європейського валютного співтовариства, у рамках якого встановлювалися припустимі межі коливання валютних курсів країн – членів ЄС;

7) початок світової боргової кризи в 1982 р. через проблеми обслуговування зовнішнього боргу, з якими зіткнулися країни, що розвиваються;

8) перетворення Японії на провідну міжнародну фінансову силу і джерело світового капіталу в 1980-х рр.;

9) підписання у лютому 1987 р. «великою сімкою» Луврських угод у Парижі про підтримку долара США, що падав, за допомогою штучного утримання обмінних курсів своїх валют щодо долара у вузьких межах коливання;

10) прийняття у 1987 р. ЄС Єдиного європейського акта. Підписання в 1992 р. Маастрихтської угоди про створення уніфікованого європейського ринку, економічного і політичного

союзу в рамках ЄВС з метою зміни економічного і фінансового становища Західної Європи;

11) зміна в 1989-1992 рр. у східноєвропейських комуністичних країнах політичних систем, перехід від комуністичних до багатопартійних урядів, від централізовано-планової економіки до вільної ринкової економіки;

12) поява уніфікованого європейського ринку після 1992 р. і набрання чинності Північноамериканською угодою про вільну торгівлю в листопаді 1993 р., а також конференція про азіатсько-тихоокеанське економічне співробітництво в США в 1993 р., що прискорило регіональний розвиток у 1990-ті рр.;

13) 1997-1998 р. – економічна криза в країнах Південно-Східної Азії, що стала детонатором розвитку економічних проблем в усьому світі, криза в Росії;

14) 1999 р. – воєнні дії в Югославії, які загострили політичні й економічні суперечності країн, що представляли інтереси різних сторін даної події;

15) 1998-1999 рр. – подальший розвиток інтеграційних процесів у Центральній Європі (створення Європейського центрального банку, введення євро).

В останні часи відбулися також суттєві зміни світової економічної структури. Зокрема, характер і напрямки змін у світовому виробництві виявилися спроможними вплинути на розмір і *структуру світових фінансових потоків*.

За останні два десятиліття були відзначені наступні чотири основні структурні тенденції:

- зміни у відносинах між сировинними і промислово розвиненими країнами;
- перехід промислово розвинених країн від трудомісткого до наукомісткого виробництва;
- підвищення значення міжнародного руху капіталу у світовій торгівлі;
- зростання ступеня диверсифікованості діяльності багатонаціональних корпорацій, у тому числі міжнародного інвестування в спільні підприємства й угоди про партнерство.

2. Потоки капіталу у світовій економіці

В цілому рух капіталу відбувається в напрямку, де є найбільш сприятливі умови для його обороту. Виділяють такі фактори, що впливають на міжнародний рух капіталу:

- 1) темпи економічного росту;

- 2) торговельна політика;
- 3) скорочення обсягу втручання держави у функціонування фінансових ринків і проведення фінансових операцій;
- 4) зміна інвестиційних можливостей.

Темпи економічного росту впливають на форми, у яких різні країни беруть участь у міжнародній торгівлі й інвестиціях. Як правило, високі темпи росту викликають збільшення імпорту товарів і послуг, супроводжуються зростанням необхідності в одержанні позик від інших країн.

Характерно, що в останні роки проявився надзвичайно важливий, але поки що маловивчений економічний феномен, який можна охарактеризувати як *утворення самостійного транснаціонального капіталу*, що почав жити своїм власним життям. Кількість глобальних економічних змін переросла в якість, і *транснаціональний капітал став самостійним економічним організмом зі своєю оригінальною структурою і внутрішніми цілями розвитку*.

Першою ознакою розвитку цього феномена стало *створення євродоларів і євrorинків* у 1960-і рр. Саме тоді, скориставшись лібералізацією валютного ринку, європейські банки почали залучати приватні внески і надавати кредити в доларах. Виникли євrorинки, не регламентовані національними законодавствами. На ресурси, залучені з євrorинку, не поширюються резервні вимоги центральних банків, а процентні ставки по євровкладах звільняються від прибуткових податків. Євrorинок одержує конкурентні переваги, оскільки рівень процентних ставок складається на ньому стихійно і дозволяє банкам не тільки виплачувати по позикових коштах у євровалютах більший відсоток, а й надавати кредити за більш низькими ставками.

Невдовзі почався випуск єврооблігацій, емісія яких не регламентується національними законодавствами, а відсотки виплачуються власникам єврооблігацій без утримання податків.

Оскільки на операції в євровалютах не поширюються грошово-кредитні обмеження країни перебування, банки в Лондоні почали самостійно встановлювати середню ставку ЛІБОР, за якою надаються кредити в євровалютах. У 1973 р. євrorинки досягли вже значних розмірів і євроемісії виявилися важливим джерелом коштів для західної економіки. З'явилися єврокомерційні векселі, оплата яких має здійснюватися в євровалюті.

Завдяки розвитку євrorинку виникли нові міжнародні фінансові центри (Люксембург, Сінгапур, Гонконг, Панама, Багамські острови й ін.), діяльність яких вільна від валютного контролю, а

на отримані доходи від відсотків скасовано податки. Організаційно євrorинок являє собою кілька сотень великих банків, розміщених у провідних центрах Західної Європи й у тих країнах, де не обмежуються права банків на проведення операцій в іноземних валютах з нерезидентами. Згодом виникли нові центри (ЛПБОР у Парижі, СІБОР у Сінгапурі, КІБОР у Кувейті та ін.), рівень ставок у яких має тенденцію до вирівнювання. Оскільки Лондон, як перший фінансовий центр євродоларового ринку, зберігає провідні позиції, то ЛПБОР визначає ставки євrorинку.

У 1981 р. Нью-Йорк був оголошений вільною банківською зоною, де на операції, здійснювані з нерезидентами, були поширені податкові пільги і їх звільняли від валютного контролю й інших обмежень, що діють на внутрішньому ринку капіталів. Це розширило ринок євrorвалют у США.

Для підвищення своєї конкурентоспроможності *європейські центри швидко лібералізували свої фінансові ринки*. Одночасно почали створюватися нові міжнародні фінансові ринки ф'ючерсів валют (Чикаго, початок 1970-х рр.), ф'ючерсів для процентних ставок (Чикаго, Нью-Йорк, 1978 р.), валютних опціонів (Філадельфія, 1982 р.). Позичальниками євrorинку стали ТНК, що фінансують капітальні вкладення в різних країнах, і держави, що мають дефіцити платіжних балансів. Провідні транснаціональні банки із широкою мережею закордонних філій стали головними посередниками на євrorинку між ТНК, державами і міжнародними організаціями, фактично здійснивши його розділ.

Транснаціональний капітал вільно переміщується в сучасному економічному просторі, знаходиться поза юрисдикцією національних держав. Природно, він шукає найбільш прибуткові ринки і переважно є спекулятивним. Якщо в 1990 р. в грошовій спекуляції було втягнуто 600 млрд. дол. щодень, то в 1997 р. – уже понад 1 трлн. доларів, що у 29-30 разів перевищує вартість товарів і послуг, які продаються за день. За оцінками «Гарвард бізнес реву», на кожен долар, що обертається в реальному секторі світової економіки, припадає до 50 дол. у фінансовій сфері. Загальний обсяг ринку вторинних цінних паперів наближається до 100 трлн. дол., а річний оборот фінансових трансакцій досяг півквартрильйона дол. Якщо врахувати, що об'єднаний фонд 23 розвинених країн складає близько 550 млрд. дол., то стає очевидним, що навіть за умови погоджених політичних дій могутні держави не зможуть надавати для боротьби зі спекулятивними операціями суми, відповідні оборотам фінансових ринків.

Це означає, що *реальної сили, здатної протистояти транснаціональному капіталові, на сьогодні у світі не існує.*

Якщо за допомогою жорсткого фінансового контролю держава могла регулювати національний валютний ринок, то в умовах лібералізації фінансових ринків і пом'якшення валютного контролю *транснаціональний капітал одержав можливість при бажанні зруйнувати фінансові ринки практично будь-якої держави.* У 1990-ті роки склалася зовсім нова історична ситуація, коли держави вже не мають достатньої економічної потужності для проведення великомасштабних фінансових інтервенцій, які б протидіяли руху спекулятивного транснаціонального капіталу. Наприклад, Дж. Сорос, оголосивши в 1992 р., що датська марка впаде в ціні, зробив ставку на 10 млрд. дол. і одержав 2 млрд. дол. за два тижні.

3. Глобалізація світового фінансового ринку

Учені розглядають процеси масштабного взаємопроникнення і зростання взаємозалежності світових товарних, фінансових ринків і ринків послуг як частину тривалого історичного переходу від епохи інтернаціоналізації господарського, політичного і культурного життя до глобалізації, від домінування відносин між країнами, що розвивалися самостійно, до формування нового системного рівня людської спільності з принципово новими закономірностями, рушійними силами і механізмами регулювання.

Терміни «глобалізація» та «інтернаціоналізація» використовують у різних значеннях. Інтернаціоналізація означає розширення контактів між країнами. У діловій сфері інтернаціоналізація означає потоки товарів і капіталу з однієї країни в іншу. У свою чергу, глобалізація виходить з такого погляду на світ, який би припускав відсутність країн і кордонів. При цьому товари, капітал і люди повинні вільно переміщатися. Щодо сучасних компаній, кордони між країнами тепер уже не мають істотного значення, а людей усе менше й менше хвилює їхнє громадянство.

Економісти відзначають, що глобальна економіка докорінно відрізняється від міжнародної; це єдина система господарства, об'єднання ринків капіталу, валют і товарів, а також ріст розсередження виробництва. Міжнародна економіка продовжує існувати, зокрема, великі компанії і навіть багатонаціональні корпорації все ще знаходяться переважно в одній країні і розцінюються як bastions економіки даної держави, хоча й здійснюють

торговельні операції по всьому світові. Але навіть вони піддаються поступовому переходу до глобальної економіки.

Рушійними силами глобалізації економісти звичайно називають:

- поглиблення міжнародного поділу праці на базі зростаючої диференціації високотехнологічних кінцевих продуктів;
- розвиток міжнародної транспортної інфраструктури;
- транснаціоналізація економіки;
- інформаційна революція на базі мікроелектроніки;
- прискорення міжнародного руху товарів і послуг, міграції робочої сили, транскордонного потоку капіталу;
- розмивання відносної відособленості ринків позичкових капіталів різних країн.

Зазначені фактори, незважаючи на їх різноманітність, тісно пов'язані між собою, і їх взаємодія визначає складний і суперечливий характер глобалізаційних процесів.

У цілому глобальний розвиток ґрунтується на декількох основних факторах і тенденціях, до яких, у першу чергу, варто віднести такі:

- структура, практика і логіка сучасної глобальної економіки, заснованої на новітніх інформаційних і телекомунікаційних технологіях, стимулюють новий міжнародний поділ праці, що, у свою чергу, не тільки веде до зміни балансу економічної влади між провідними індустріальними країнами, але й сприяє розвитку економічної багатополарності світу;
- продовжується підйом нових індустріальних країн як рівноцінних конкурентів промислово розвиненим країнам у виробництві високотехнологічної продукції. Ця обставина є наслідком підтримки виробника державою, застосування в нових індустріальних країнах прогресивної техніки управління і наявності відповідно підготовленої, однак усе ще дешевої робочої сили. Такий розвиток, який має особливо широкий розмах у тихоокеанському регіоні, демонструє якісно протилежну тенденцію тим ідеям і моделям, що затверджують життєздатність центрально-периферійної моделі економіки;
- нова глобальна інформаційноорієнтована економіка віддає перевагу здійсненню технологічних ривків у розвитку внаслідок упровадження ноу-хау на противагу попередній тенденції одержання переваг від використання дешевої робочої сили і сировини в країнах третього світу. Ключовим фактором досягнення успіху на шляху до глобальної інфор-

маційної економіки став розподіл праці, що ґрунтується на розвитку і використанні високого рівня технологій.

Глобалізація разом з іншими пов'язаними з нею сучасними процесами впливає на людину – на її економічний, соціальний і морально-психологічний статус, на самопочуття й особистісний розвиток, на цінності й прагнення. Цей вплив виявляється у двох головних аспектах. По-перше, зростає взаємозв'язок усього, що відбувається в різних країнах і регіонах світу, великі національні і соціальні спільноти, безліч індивідів потрапляють у залежність від процесів і подій, які не контролюються ними та інститутами, що їх представляють, і відбуваються одночасно у віддалених географічних і цивілізаційних ареалах. По-друге, глобалізація значною мірою розширює інформаційне поле груп і індивідів: знання про різні моделі матеріального споживання, культури, способу життя, що відрізняються від прийнятих у даному соціумі, стають більш конкретними, образними, відбувається відкриття групових і культурних меж, що не може не впливати на сприйняття умов власного життя, на формування потреб, мотивів, ціннісних орієнтацій людей. Тобто на сучасну людину справляє вплив як економічна, так і інформаційно-культурна глобалізація.

Експерти МВФ визначають глобалізацію як зростаючу економічну взаємозалежність країн усього світу в результаті зростання обсягу і диференціації міжнародних угод з товарами, послугами і світовими потоками капіталу, а також завдяки прискоренню і розширенню дифузії технологій.

Прийнято вважати, що глобальна економіка складається з таких блоків: глобальна система виробництва і просування товарів і послуг; глобальна система обміну результатами інтелектуальної діяльності; глобальна фінансова система. В основі останньої лежить розвиток засобів зв'язку й інформаційних систем, що спричиняє не лише нові можливості у сфері інвестування і кредитування, а й небачені за масштабами спекуляції.

В основі процесу глобалізації фінансових ринків лежать:

- досягнення технічного прогресу (розвиток мережі телекомунікацій SWIFT, REUTERS, CHIPS);
- дерегулювання фінансових ринків;
- скорочення обсягу втручання держави в економіку і фінанси в таких промислово розвинених країнах, як США, Великобританія, Японія;
- зростання міжнародних потоків капіталу.

Характерними проявами глобалізації у фінансовому світі є:

- *утворення світової фінансової мережі, яка з'єднує фінансові центри різних країн: Нью-Йорк, Лондон (провідний центр євровалюти), Токіо (міжнародний ринок державних облігацій) і Цюрих (головний ринок іноземних облігацій), а також Франкфурт, Амстердам, Париж, Гонконг, Багамські острови, Кайманові острови, що виконують різні функції, пов'язані зі світовими потоками капіталу;*
- *міжнародна фінансова інтеграція (внаслідок усунення бар'єрів між внутрішніми і міжнародними фінансовими ринками і розвитку численних зв'язків між цими секторами ринку, і, як результат, відкриття філій фінансових інститутів у провідних фінансових центрах для виконання функцій запозичення, кредитування, інвестування і надання інших фінансових послуг);*
- *швидкий розвиток фінансових інновацій (створення нових фінансових інструментів і технологій).*

Більшість економістів розглядають глобалізацію в цілому як наслідок фінансової революції, основний зміст якої зводиться до розширення присутності міжнародних фінансових інститутів, міжнародної фінансової інтеграції та швидкого розвитку фінансових інновацій.

При цьому економісти відзначають як характерні риси глобалізації активізацію міжнародних фінансових трансакцій, внаслідок чого зростає відкритість ринків, і збільшення обсягів міжнародної торгівлі. Великі компанії (ТНК, МНК, ТНБ) стають учасниками процесів, що охоплюють увесь світ, а рішення керівництва цих компаній стосуються світової економіки в цілому.

Західні економісти схильні вважати, що глобалізація міжнародних фінансових ринків є результатом дії багатьох факторів, серед них – зростання обсягу міжнародної торгівлі, технологічні нововведення і дерегулювання міжнародних угод. У 1996-1997 рр. обсяги щоденних міжбанківських операцій складали близько 1,25 трлн. дол. порівняно з 600 млрд. дол. у 1987 р., 800 млрд. дол. – у 1989 р. і 1 трлн. дол. у 1993 р.

Найбільш глобальним є світовий ринок позичкових капіталів, для якого характерні раніше зазначені глобалізаційні фактори: упровадження сучасних електронних технологій, засобів комунікацій і інформатизації, лібералізація національних ринків, допуск на них нерезидентів, а також дерегулювання ринків, пов'язане зі скасуванням обмежень на проведення ряду операцій. Добовий обсяг угод на валютному ринку збільшився з 10-20 млрд.

дол. у 1979 р. до 1,3 трлн. дол. у 1990-х рр., що вдвічі перевищує валютні резерви всіх країн. Обсяг міжнародного кредитування (банківського кредиту й облігаційних позик) за останні два десятиліття збільшився в 15-20 разів. Збільшується обсяг цінних паперів і їх видів, наростають обсяги переміщення капіталу, пов'язаного з покупкою акцій і емісією облігацій, розміщених на закордонних ринках. У структурі експорту приватного капіталу з країн ОЕСР облігаційні позики в середині 1970-х рр. склали 10%, у середині 1990-х рр. – уже 40%, акцій – відповідно 5 і 35%. На початку 1980-х рр. капіталізація світового ринку акцій дорівнювала близько 10 трлн. дол., у 1996 р. – 20,4 трлн. дол. Основна частина капіталів обертається у великих інституціональних інвесторів (пенсійних і страхових фондів, інвестиційних компаній і взаємних фондів), що акумулюють грошові ресурси корпорацій та населення і вкладають їх у цінні папери. Кількість глобальних і міжнародних фондів у світі зросла з 123 у 1989 р. до 667 на початок 1997 р. Сумарний обсяг акумульованих інституціональними інвесторами коштів наближається до 10 трлн. дол. Глобалізація посилює взаємозв'язок між рухом валютних курсів, процентними ставками і котируваннями акцій у різних країнах.

Банк міжнародних розрахунків у щорічному огляді світового ринку деривативів визначив їх номінальну вартість у 1997 р. на рівні 103,5 трлн. дол., а за іншими оцінками оборот деривативів на світовому ринку оцінюється в 150 трлн. дол. Світовий ВВП у цьому ж році склав 36,4 трлн. дол. Таким чином, відрив фінансової системи від реальної економіки величезний, і має місце ускладнення взаємодії фінансової системи і реальної економіки.

Сьогодні міжнародні фінансові організації все більшою мірою здійснюють тиск на уряди окремих країн, обмежуючи і регламентуючи їхній вплив на внутрішньому ринку і сприяючи лібералізації міжнародного руху капіталу. Міжнародна фінансова інтеграція усуває або пом'якшує бар'єри між внутрішніми і міжнародними фінансовими ринками, сприяє вільному переміщенню капіталу між ними. Створення нових фінансових інструментів і технологій прискорює і розширює процес глобалізації, підвищує швидкість здійснення міжнародних операцій і збільшує їх обсяги. Фінансовій глобалізації істотно сприяють досягнення у сфері комунікацій і обробки інформації.

До того ж, глобалізація – це процес або стан загальносвітового масштабу, що підкреслюється її географічним характером. Глобалізації іноді також приписується універсальність. Провідні спеціалісти в галузі фінансової інженерії визначають фінансову

глобалізацію як узгодження правил регулювання економіки і зниження бар'єрів, що має привести до вільного переміщення капіталів і дозволити всім фірмам конкурувати на всіх ринках.

Глобалізація може розглядатись як посилення тенденцій, відповідно до яких позичальник ігнорує національні кордони, коли в нього виникають проблеми з фінансуванням, і позикодавець також ігнорує національні кордони, коли шукає найбільш привабливі можливості для інвестування. Глобалізація ринків капіталу стимулюється технологічними досягненнями у сфері опрацювання інформації і телекомунікацій, усуненням (пом'якшенням) обмежень на переміщення капіталів, лібералізацією внутрішніх ринків капіталу, розвитком нерегульованих іноземних ринків, ростом похідних інструментів, що дозволяють швидко здійснювати міжвалютні угоди між цими ринками за частку у світовій торгівлі.

Капітал направляється туди, де є можливість одержання найбільшої віддачі від інвестицій, найбільших доходів. Згодом змінюється ситуація в області обмінних курсів – вони стають практично однаковими на всіх грошових ринках світу. Уряди держав усе більше втрачають контроль над своїми національними валютами, а обмінні курси все менше залежать від паритетної купівельної спроможності й усе більше пов'язані з мінливістю спекулятивних очікувань, хеджуванням або грою на різниці курсів.

Процес фінансової глобалізації охоплює цілі напрямки господарського життя світового співтовариства, і в першу чергу такі:

- однорідність регулювання і контролю за ринками;
- полегшення доступу на всі ринки для всіх потенційних учасників;
- стандартизація вимог до капіталу;
- економічна інтеграція Європи;
- відкриття банківської системи США банківським установам, що діють паралельно в кількох штатах, а також в інших країнах;
- стандартизація всесвітньої клірингової і розрахункової систем.

Зміни у світовому середовищі за останні кілька десятиліть призвели до росту ринку євровалюти, розвитку загального європейського ринку, посилення ролі ТНК, міжнародної фінансової кризи, ряду нафтових криз, міжнародної кризи заборгованостей, появи країн з перехідною економікою. Змінилися також напрямки і величина світових потоків капіталу, що є основою міжнародного інвестиційного процесу.

Характеризуючи глобалізацію світового фінансового ринку, слід звернути увагу на ту роль, яку відіграють на ньому ТНК. Характерними рисами сучасних ТНК є: планетарне бачення ринків і здійснення конкуренції у світовому масштабі; розподіл світових ринків з кількома такими ж глобальними ТНК; координація дій своїх філій на основі нових інформаційних технологій, гнучка організація кожного окремого виробничого вузла, адаптивність структури корпорації, однакова організація бухгалтерського обліку й аудиту; об'єднання своїх філій, заводів і спільних підприємств у єдину міжнародну мережу управління, яка у свою чергу інтегрована з іншими мережами ТНК; здійснення економічного і політичного впливу на держави, у яких діють ТНК.

До цього часу вже в основному склалася така *система світобудови*, за якої ТНК контролюють до половини світового промислового виробництва, 63% зовнішньої торгівлі, приблизно 4/5 патентів і ліцензій на нову техніку, технології і ноу-хау. Під контролем ТНК знаходиться 90% світового ринку пшениці, кави, кукурудзи, лісоматеріалів, тютюну і залізної руди, 85% – ринку міді і бокситів, 80% – чаю і олова, 75% – бананів, натурального каучуку і сирови нафти. Половина експортних операцій США здійснюється американськими й іноземними ТНК. У Великобританії їх частка досягає 80%, а в Сінгапурі – 90%. Велика частина платежів, пов'язаних з трансфертом нових технологій, здійснюється всередині ТНК: у США їх частка дорівнює 80%, у Великобританії – 90%.

Ядро світової господарської системи складають близько 500 ТНК, що мають практично необмежену економічну владу. При цьому в розвинених країнах у кожній галузі домінує положення займають максимум три-чотири супергіганти, що конкурують між собою на ринках усіх країн.

За оцінкою журналу «Економіст», 5 найбільших ТНК контролюють більше половини світового виробництва товарів тривалого користування, а також літаків, електронного обладнання, автомобілів та іншої продукції. Особливо великий ступінь концентрації в галузях, пов'язаних з інформаційними технологіями. Зокрема, 2-3 компанії контролюють практично всю міжнародну мережу телекомунікацій. Економічна потужність великих транснаціональних корпорацій порівнянна з ВВП середніх держав, і вони диктують свою волю багатьом країнам.

На цьому тлі глобалізація світового фінансового ринку відбувається в напрямку поступового зростання обертання надзвичайно потужних фінансових ресурсів усередині глобальних ТНК і зростаючого впливу ТНК на уряди окремих країн.

Тема 1 **ХАРАКТЕРИСТИКА СВІТОВИХ
ФІНАНСОВИХ РИНКІВ**

1. Основні поняття
2. Структура світових фінансових ринків
3. Основні інструменти міжнародних фінансових ринків

1. Основні поняття

Світовий фінансовий ринок – специфічна сфера ринкових відносин, що забезпечує акумуляцію і перерозподіл позичкового капіталу між країнами (з метою безперервності і рентабельності процесу відтворення) у формі:

- кредиту (на умовах зворотності і сплати відсотка);
- емісії;
- купівлі-продажу цінних паперів, у тому числі в євровалютах.

Розрізняють три основних взаємозалежних сектори ринку позичкових капіталів:

1) *світовий грошовий ринок* (короткострокові депозитно-позикові операції від одного дня до одного року). З кінця 50-х років виник ринок євровалют;

2) *світовий ринок капіталів*: традиційні середньо- і довгострокові іноземні кредити, що характеризуються єдністю місця і валюти позики, та ринок єврокредитів з терміном від одного року до 15 і більше років (з 1968 р.);

3) *світовий фінансовий ринок* (емісія і купівля-продаж цінних паперів). З 70-х років сформувався єврофінансовий ринок.

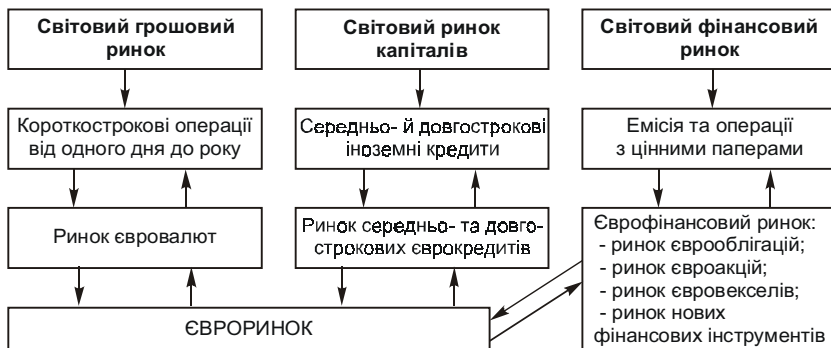


Рис 2.1. Структура світового ринку позичкового капіталу

2. Структура світових фінансових ринків

Світові фінансові ринки складаються з п'яти головних компонентів:

- 1) національних фінансових ринків;
- 2) традиційних міжнародних фінансових ринків;
- 3) міжнародних валютних ринків;
- 4) євrorинків;
- 5) офшорних банківських ринків.

Національні фінансові ринки включають ринки короткострокового і довгострокового позичкового капіталу, національні валютні ринки і деякі вторинні ринки (включаючи ринки фінансових опціонів і ф'ючерсів). Ці ринки функціонують у рамках обмежень урядової економічної політики.

На традиційних фінансових ринках здійснюються позики й інвестиційні угоди між резидентами двох країн з використанням однієї валюти. Угоди можуть регулюватися правилами, які встановлюються цими двома країнами.

Міжнародні валютні ринки сприяють одночасній торгівлі різними валютами в провідних фінансових центрах, таких як Нью-Йорк, Лондон, Токіо та ін. Міжнародні валютні операції регулюються правилами, які встановлюються МВФ.

Євrorинки – частина світового ринку позичкових капіталів, де банки здійснюють депозитно-позичкові операції в євровалютах (ринок євровалюти, ринок єврооблігацій, євродоларові ф'ючерси й опціони, валютні і процентні свопи).

Євровалюта – це терміновий депозит, що знаходиться в банку за межами країни, у якій випускається дана валюта. Американські долари, що знаходяться на депозитах у лондонських банках, вважаються євродоларами незалежно від того, є ці банки філіями американських чи британських банків. Аналогічним чином німецькі марки, що знаходяться на депозитах у швейцарських банках, вважаються євромарками, а японські єни, депоновані в паризьких банках, – євроєнами.

Офшорні банківські центри підрозділяються на паперові і функціональні.

Паперові центри зберігають документацію, а банківські операції здійснюють у незначних розмірах. Банки використовують паперові центри, такі як Багамські і Кайманові острови, для того щоб мінімізувати податки й уникнути регулювання своєї діяльності.

Функціональні центри займаються депозитними операціями і наданням позик.

Обидва типи центрів допомагають переміщати кошти з великих міжнародних фінансових центрів, таких як Лондон і Нью-Йорк, кінцевим позичальникам.

Зазначені компоненти світових фінансових ринків здійснюють фінансові функції різних типів, а саме:

1. Взаємозв'язок у формі конкуренції між євробанками (євроринок) і внутрішніми банками (національний фінансовий ринок). Євrorинки, як правило, не підкоряються національним або внутрішнім правилам, таким як резервні вимоги і депозитні страхові збори. З цієї причини євробанки можуть діяти більш ефективно і з меншими витратами, ніж внутрішні банки. У результаті цієї конкуренції виникає залежність між процентними ставками на євrorинках і внутрішніх грошових ринках.

2. Взаємозв'язок між традиційними міжнародними фінансовими ринками і євrorинками. У тому випадку коли позичальник бажає одержати значну позичку, яка не може бути надана тільки одним кредитором, використовують синдиковані позики на євrorинках.

3. Взаємозв'язок між євrorинками й офшорними ринками. Обслуговуються однією і тією ж групою банків, мобілізують ліквідні кошти, виконують посередницькі функції і майже не підкорюються внутрішньому регулюванню.

4. Міжнародні валютні ринки мають величезне значення у світовому масштабі. Ці ринки є центрами всіх інших ринків. У той час як євровалютні ринки є ринками позик і депозитів, міжнародні валютні ринки забезпечують базові платіжні кошти.

3. Основні інструменти міжнародних фінансових ринків

Фінансові інструменти, представлені на міжнародних фінансових ринках, досить численні і залежать від потреб клієнтів, тенденцій зміни курсів і ставок, ситуації на ринку.

Що стосується строку життя фінансових інститутів, то деякі з них існують на ринку досить довго, інші, створені для вирішення короткострокових завдань, згодом зникають.

Найбільшу кількість капіталів залучає ринок єврооблігацій, який активно розвинувся за період 1986-1996 рр. (табл. 2.1).

Ринок єврокредитів, навпаки, за цей же час суттєво скоротився. Програми пільгового кредитування, виступаючи гарантіями, даними позичальнику одним або групою банків, надають можливість середньострокового фінансування за більш низькими ставками, ніж при єврокредитах, що відбувається за допомогою кількарізного продажу короткострокових євронот. Але з розвитком ринку цінних комерційних європаперів програми пільгового кредитування втратили свої позиції. Завдяки цим новим цінним паперам великі підприємства одержали можливість ще більш дешевого фінансування шляхом одержання прямого доступу до ринку капіталів, мінаючи банки.

Таблиця 2.1. Структура основних інструментів міжнародних фінансових ринків капіталу, %

Фінансові інструменти	Структура по роках			
	1993	1994	1995	1996
Звичайні облігації	43,5	45,1	30,0	27,5
Комерційні папери в євровалюті	20,9	18,6	26,2	30,6
Облігації з плаваючою процентною ставкою	7,2	8,5	10,0	6,3
Синдикативні позички	19,3	16,7	24,4	29,2
Конвертовані облігації	0,9	2,2	2,2	1,1
Акції	3,9	5,0	4,7	3,3
Непоновлювані короткострокові програми	3,2	2,9	2,0	1,9
Інші програми пільгового кредитування	1,1	1,0	0,5	0,2
Разом	100,0	100,0	100,0	100,0
Разом, млрд. USD	609,7	818,6	967,6	1268,3

Джерело: OCDE, Tendances des marches de capitaux. Fevrier 1997.

Т е м а 2 **ВАЛЮТНИЙ РИНОК**

1. Сутність валютного ринку
2. Основні валютні операції

1. Сутність валютного ринку

Валютний ринок – це сфера економічних відносин при здійсненні операцій купівлі-продажу іноземної валюти і цінних паперів в іноземній валюті, а також операцій з інвестування валютного капіталу.

Валютний ринок – офіційні фінансові центри, у яких здійснюються операції купівлі-продажу валют і валютних цінностей на основі попиту та пропонування учасників торгівлі.

Головні передумови виникнення валютних ринків:

- формування світового ринку;
- розвиток міжнародних економічних зв'язків;
- поширення кредитних засобів міжнародних розрахунків;
- посилення концентрації і централізації банківського капіталу.

Основний *товар валютного ринку* – це будь-яка фінансова вимога, визначена в іноземній валюті.

Залежно від обсягу і характеру валютних операцій, кількості використовуваних валют і рівня нормативно-правового регулювання валютні ринки розрізняються і поділяються на світові, національні і регіональні валютні ринки.

1) *Світові валютні ринки* обслуговують рух грошових потоків, рух товарів і послуг, перерозподіл капіталів. Рух валютних і фінансових ресурсів здійснюється шляхом:

- валютних операцій;
- валютно-кредитного і розрахункового обслуговування купівлі і продажу товарів і послуг;
- закордонних інвестицій;
- операцій з цінними паперами;
- перерозподілу національних доходів у вигляді допомоги країнам, що розвиваються, і внесків у міжнародні організації.

2) *Національні валютні ринки* забезпечують рух грошових потоків у країни й обслуговують зв'язок зі світовими валютними центрами. Ступінь залученості національних ринків в операції світового валютного ринку залежить від ступеня інтегрованості економіки країни у світове господарство, від стану її валютно-кредитної системи і системи оподаткування, рівня валютного контролю і валютного регулювання, стабільності політичної системи країни, її географічного положення.

3) До регіональних валютних ринків відносять, наприклад, ринок європейської валютної системи, що виник на основі регіональної економічної інтеграції країн Західної Європи. Великими регіональними валютними ринками в Європі є Франкфурт-на-Майні, Цюрих, Париж, Брюссель, в Азії – Сінгапур і Гонконг.

На валютному ринку здійснюється різноманітна діяльність. Фінансові угоди складають більше 90% обсягу цієї діяльності. Угоди на обслуговування, такі як збільшення доходу від іноземного інвестування, судноплавства і туризму, склали приблизно 1% обсягу ринкової діяльності. Зростання обсягу торгівлі в Нью-Йорку почалось у 1969 р. (табл. 2.2). Єдиним винятком був період з 1980 р. по 1983 р., коли середньорічний приріст становив менше 20%. Такий низький ріст був обумовлений незвичайними фінансовими умовами, у тому числі високими процентними ставками, що вело до економічного спаду.

Швидкий ріст валютних ринків значною мірою пов'язаний з катастрофою Бреттон-Вудської валютної системи. Ямайська система, яка дозволяє вільний вибір режиму валютного курсу, призвела до щоденної нестабільності валютних курсів. Наслідок – ріст масштабів валютної спекуляції, що забезпечує ліквідність, однак дестабілізує ринок.

Найважливішими функціями валютного ринку є:

- своєчасне здійснення міжнародних розрахунків;
- регулювання валютних курсів;
- диверсифікованість валютних резервів;
- страхування (хеджування) валютних ризиків;
- одержання прибутку учасників валютного ринку за рахунок різниці курсів валют;
- проведення валютної політики, спрямованої на державне регулювання національної економіки і погодженої в рамках світового господарства.

Таблиця 2.2. Зростання обсягу торгівлі на валютному ринку в Нью-Йорку

Період, роки	Обсяг торгівлі, початковий рік, млрд. дол.	Щорічне зростання, %
1969 – 1977	0,8	60
1977 – 1980	5,0	54
1980 – 1983	18,0	13
1983 – 1986	26,0	24
1986 – 1992	50,0	30

Основні учасники валютного ринку – це банки-дилери й інші банки, транснаціональні компанії, фінансові установи, інвестори й урядові агентства.

Залежно від профілю діяльності виділяють такі види валютних ринків:

- 1) ринок спот – ринок негайного постачання валюти;
- 2) валютний ринок, що спеціалізується на терміновій торгівлі валютою і похідними фінансовими інструментами (валютними і фінансовими ф'ючерсами й опціонами, валютними процентними свопами).

2. Основні валютні операції

Валютні операції представляють собою угоди з приводу купівлі-продажу валюти, у результаті чого відбувається зміна власника національної й іноземної валюти (або двох іноземних валют).

Валютні операції поділяються на два види – з негайною поставкою і термінові валютні операції.

Валютні операції з негайною поставкою. Сутність валютної операції *spot* полягає в купівлі-продажу валюти на умовах її постачання банками-контрагентами наступного робочого дня після дня укладання угоди за курсом, зафіксованим у момент її укладання. Термін поставки валюти називається «*дата валютування*» (*value date*).

Розвиток засобів телекомунікацій, систем електронних міжбанківських переказів значно прискорив міжбанківські розрахунки. З'явилися короткострокові конверсійні операції:

- угода *Today* здійснюється на підставі курсу *Today*. Розрахунки за такими угодами проводяться в день укладання угоди;
- угода *Tomorrow* здійснюється на підставі курсу *Tomorrow*. Обмін валютами здійснюється наступного дня після укладання угоди.

Касові операції широко застосовуються на валютних ринках для того, щоб негайно одержати валюту для зовнішньоторговельних розрахунків, і складають більше 60% від загального обсягу міжбанківського ринку.

Термінові валютні операції

Ринок форвардних контрактів. *Форвардний контракт* – це угода між двома сторонами про майбутнє постачання предмету контракту, що була укладена поза біржею. Це угода, обов'язкова для виконання, у якій предметом угоди можуть виступати

не тільки валюта, а й інші активи. Форвардний контракт укладається, як правило, з метою здійснення реального продажу або покупки відповідного активу, у тому числі з метою страхування постачальника або покупця від можливої несприятливої зміни цін. Особливість форвардного ринку полягає в тому, що не існує стандартизації форвардних контрактів.

Форвардна угода з продажу (купівлі) валюти передбачає такі умови:

- курс угоди фіксується в момент її укладання;
- передача валюти здійснюється через певний період, найбільш поширеними термінами для таких угод є 1, 2, 3, 6 місяців, а іноді – 1 рік;
- у момент укладання угоди ніякі задатки або інші суми, як правило, не переводяться.

Форвардний курс складається з курсу спот на момент укладання угоди і *премії (репорту)* або *дисконту (депорту)*, тобто надбавки або знижки залежно від процентних ставок на даний період.

Недоліком форвардної угоди є така обставина: форвардний контракт укладається поза біржею і не попадає під контроль за виконанням з боку біржових органів нагляду, тобто відповідальність за його виконання цілком лежить на партнерах по угоді.

Ринок ф'ючерсів. Валютні ф'ючерси, подібно до форвардних контрактів, фіксують вартість певної валюти до моменту поставання в обумовлений термін у майбутньому.

На відміну від форвардних контрактів, ф'ючерсні контракти стандартизовані, і торговельні операції за ними здійснюються на організованій біржі через клірингову палату.

Вони мають ринкову ліквідність, тобто можливість продажу або покупки на біржовому ринку. При цьому ф'ючерсний контракт може мати вартість, відмінну від вартості фінансового активу, на який він укладений, і залежить від поточної ситуації на валютному ринку.

При укладанні угоди продавець і покупець зобов'язані резервувати (депонувати) на спеціальному депозиті первісну маржу, яка щодня переглядається і коливається від 0,04% до 6% номінальної ціни контракту.

Основні учасники ринку фінансових ф'ючерсів – хеджери і спекулянти.

Ринки ф'ючерсних контрактів мають дві основні переваги:

- управління ризиками за допомогою хеджування;
- «прозорість» цін – здатність ринку виявляти дійсні рівноважні ціни фінансових активів.

Ринок опціонів. Валютний опціон – це контракт, що дає право (але не зобов'язання) одному з учасників угоди купити або продати обумовлену кількість іноземної валюти за фіксованою ціною (*страйкова ціна* або *ціна виконання опціону*) за певний час, а інший учасник за грошову премію зобов'язується за необхідності забезпечити реалізацію цього права, тобто бути готовим продати або купити іноземну валюту за обумовленою договірною ціною.

Премія – це ціна опціонного контракту. Збитки покупця і його ризик обмежені розмірами премії, а ризик продавця знижується на величину отриманої премії.

Опціон діє до встановленої дати, яка називається датою завершення опціону або датою *експірації*, після якої опціон не може бути використаний.

Найчастіше укладаються опціони двох основних типів:

- опціон на купівлю – *опціон кол* (забезпечує своїм власникам право, але не зобов'язання, купити валюту за ціною, зазначеною в контракті, ціною виконання контракту);
- опціон на продаж – *опціон пут* (забезпечує своїм власникам право, але не зобов'язання, продати валюту за ціною, зазначеною в контракті).

Американські опціони можуть бути виконані в будь-який момент до закінчення по них терміну, а європейські – тільки після настання терміну (у фіксовану дату).

Опціонний контракт не є обов'язковим для виконання, його власник може виконати опціонний контракт, а також залишити контракт без виконання або продати його іншій особі до закінчення терміну опціону.

Відмінність опціонів від ф'ючерсів. Ф'ючерси й опціони є двома найважливішими і найбільш ліквідними інструментами ринку термінових угод.

Покупець ф'ючерса зобов'язується оплатити й одержати той чи інший товар у майбутньому за обумовленою ціною.

Власник опціону має право, але не зобов'язання, купити чи продати (залежно від типу опціону) ту чи іншу кількість товару (включаючи фінансові інструменти) тієї чи іншої якості у визначений момент часу або до певного моменту часу в майбутньому. Якщо покупець опціону має бажання скористатися своїм опціоном, то продавець зобов'язаний виконати його.

Для придбання цього права покупець опціону платить премію.

Такими чином, здійснивши купівлю ф'ючерсного контракту, його покупець цілком несе ризик несприятливої для нього

зміни ціни з необмеженими збитками. У випадку з опціонами, якщо ціна товару змінюється в несприятливий для покупця бік, то його ризик обмежений тільки сплаченою ним премією.

Опціони торгуються як на біржі, так і на позабіржовому ринку.

Якщо трейдер купує опціон, то він платить тільки премію і ніяку маржу. Однак якщо він продає опціон, то зобов'язаний внести на рахунок маржі суму, рівну максимально можливому розміру збитку за один день. (Ця величина розраховується за допомогою спеціальних програм, що будують моделі зміни ціни опціону під впливом тих чи інших факторів.)

Т е м а 3 **РИНОК ЄВРОВАЛЮТ. МІЖНАРОДНИЙ КРЕДИТНИЙ РИНОК**

1. Сутність ринку євровалют
2. Інструменти євровалютного ринку
3. Міжнародний кредитний ринок. Сутність єврокредиту
4. Види єврокредитів. Вартість єврокредитів

1. Сутність ринку євровалют

Ринок євровалют – частина світового ринку позичкових капіталів, на якому банки здійснюють операції в євровалютах.

Походження євродолара обумовлене використанням долара як резервної валюти для покриття дефіциту платіжного балансу США, а також «доларового перенасичення» західноєвропейських країн. Диференційовані процентні ставки залежно від терміну депозиту і заборона виплати відсотків по вкладах до запитання змусили власників доларів депонувати їх за межами США.

Завжди євродоларами називали долари США, що належали іноземним банкам і корпораціям і були депоновані в банках країн Західної Європи. Надалі поняття євродолара розширилося внаслідок активізації американських банків і ТНК як позичальників, а потім і кредиторів. Останнім часом американські банки виступають нетто-кредиторами на ринку євродоларів, що сприяє його значному розширенню. Зрештою до євродоларів стали відносити всю масу євродоларів, переведених за межі США і використаних для кредитно-депозитних операцій у всіх країнах,

включаючи долари США. Суть метаморфози долара в євродолар у тому, що долари США депонуються в іноземному банку, який використовує їх для кредитних операцій. Учасниками євродоларового ринку є: власники доларів; американські банки, що депонують долари; іноземні банки, у яких розміщені депозити; позичальники кредиту в євродоларах; банки-кредитори.

Зі створенням у Нью-Йорку в 1981 р. вільної банківської зони, де режим операцій банків з нерезидентами подібний до режиму євровалютних угод, у географію ринку євродоларів була включена і територія самих США.

Введення євродоларів у повному обсязі сприяє підвищенню міжнародної ліквідності, але містить у собі небезпеку імпорту інфляції і фінансової нестабільності національних фінансових ринків.

Розвиток ринку євровалют обумовили такі фактори:

- об'єктивна потреба в гнучкому міжнародному валютно-кредитному механізмі для обслуговування зовнішньоекономічної діяльності;
- введення конвертованості провідних валют з кінця 50-х – початку 60-х років;
- національне законодавство, яке стимулює розміщення коштів банків і фірм у закордонних банках з метою отримання прибутку.

Ринок євровалюти і валютний ринок мають спільні риси, що дозволяє банкам-дилерам діяти на обох цих ринках, до того ж провідну роль на даних ринках відіграють ті самі іноземні валюти. Однак розглянуті ринки мають і деякі відмінності.

Ринок євровалюти має специфічні характеристики:

- мінімальне урядове регулювання і стимули для учасників ринку – нерезидентів;
- функціональна банківська система, що сприяє міжнародним угодам;
- наявність великої кількості фінансових інструментів, які забезпечують можливість вибору;
- внутрішня політична стабільність для забезпечення безперервності операцій;
- наявність кваліфікованої робочої сили і комунікацій для досягнення ефективної роботи з міжнародним банківським співтовариством;
- набір правил, дотримання яких забезпечує мінімальне національне і внутрішнє регулювання і відсутність на ринку порушень;
- відсутність на ринках міжнародного регулювання.

2. Інструменти євровалютного ринку

Початковими цілями єробанків, що діють на євровалютному ринку, є прийом внесків, приведення своїх ліквідних позицій у відповідність із ситуацією на міжбанківському ринку і видача кредитів первинним позичальникам з метою одержання прибутку. На забезпечення цих цілей єробанки застосовують такі інструменти.

1. Непередаваний терміновий депозит. При використанні термінового депозиту депонент вкладає кошти на певний період часу під обумовлений відсоток. Депонент не може забрати кошти з внеску раніше обумовленого терміну. Після закінчення цього терміну депонент одержує основну суму вкладених коштів і процентні нарахування.

2. Передавані євродепозитні сертифікати (NCDs або просто CDs) – письмові свідчення банків про депонування коштів (у євровалютах), що засвідчує право вкладника на одержання внеску і відсотків. Мають ринкову ліквідність і можуть бути продані (враховані) на вторинному ринку.

Існує три види депозитних сертифікатів: *тэп (tap)*, *транши (tranche)* і *роловер (rollover)*.

1. **Депозитні сертифікати тэп** мають фіксовані терміни. Суми за традиційними депозитними сертифікатами *тэп* можуть перевищувати 1 млн. дол. Вони звичайно використовуються великими міжнародними депонентами.

2. **Термін «транши»** означає, що депозитні сертифікати поділяються на кілька частин і використовуються інвесторами, які оперують невеликими сумами. Інвестори купують депозитні сертифікати *транши* через брокерів або інвестиційних банкірів.

3. **Депозитні сертифікати роловер** є контрактними депозитами і їхні умови узгоджуються емітентом і депонентом. Інвестор купує депозитний сертифікат в емітента на тривалий термін із процентними ставками, плаваючими, обумовленими ринковими умовами на момент, коли настає термін платежу за депозитним сертифікатом і необхідне його продовження.

3. Євроноти – короткострокові зобов'язання (векселі або депозитні сертифікати) з плаваючими процентними ставками, які випускаються за межами країни походження валюти терміном від 1 до 6 місяців на умовах середньострокових кредитних програм із наданням банківської гарантії.

4. Єврокомерційні векселі (векселі в євровалютах) випускаються терміном на 3-6 місяців із премією 0,25% до курсу євродоларових депозитних сертифікатів.

Основні функції євровалютного міжбанківського ринку:

- *розподільна* – банки в одній країні, що одержують кошти від депонентів, можуть їх передавати іншим банкам для остаточного надання позик або інвестицій;
- *хеджування*, за допомогою якого банки можуть продавати і купувати активи і зобов'язання в іноземній валюті з різними термінами дії;
- *забезпечення зручного механізму здійснення позик* коштів для коректування статей балансу;
- *забезпечення руху коштів через міжбанківський ринок*, що дозволяє уникнути виконання таких вимог, як резервні вимоги і депозитні страхові збори, мінімізуючи при цьому вартість коштів.

3. Міжнародний кредитний ринок. Сутність єврокредиту

Міжнародний валютний ринок тісно пов'язаний з міжнародним кредитним ринком, який являє собою сферу і форму організації руху кредитних ресурсів між країнами. Це частина ринку позичкових капіталів, на якому надаються середньо- і довгострокові іноземні кредити.

Як і валютний ринок, цей сегмент ринку позичкових капіталів у 1980-х і 1990-х роках зазнав величезних змін. У 1980 р. обсяг міжнародних кредитів (кредитів, наданих банками однієї країни банкам іншої країни, а також місцевим банкам в іноземній валюті) склав близько 320 млрд. дол. США. У 1993 р. він збільшився до 7,8 трлн. дол.

Найважливішою частиною міжнародного кредитного ринку є євrorинок.

Основними *учасниками ринку* єврокредитів виступають державні органи (центральні і місцеві), державні підприємства, транснаціональні компанії і банки; міжнародні кредитно-фінансові інститути.

Євробанки дають кредит після попереднього аналізу кредитоспроможності і платоспроможності клієнта.

Єврокредити являють собою короткострокові або середньострокові банківські кредити в євровалюті, надані за твердою ставкою або на базі плаваючих процентних ставок, (*rollover*) за межами країни, у валюті якої відкритий кредит (табл. 2.3).

Таблиця 2.3. Основні характеристики єврокредитів

Показник	Характеристика
Сума кредитів	Від 100 до 500 млн. USD
Терміни	Від 10 місяців до 12 років (у середньому 7 років)
Процентні ставки	Регулярно переглядаються, розраховуються на основі дисконтної ставки (ЛІБОР, ПІБОР, СІБОР, прайм рейт)
Комісійні	Комісійні за управління Комісійні за участь Комісійні за обслуговування кредиту
Використовувана валюта	USD, JPY, GBP, DEM, CHF, EUR тощо
Доступ до коштів	Швидкий
Право на дострокове погашення	За умови виплати компенсації

4. Види єврокредитів. Вартість єврокредитів

На євrorинку надаються кредити на різних умовах:

- *за твердою процентною ставкою*. Звичайний термін кредитів за твердою процентною ставкою – до 2 років;
- *за плаваючою ставкою*, (роловерні кредити). Передбачається перегляд через певні проміжки часу ставки відсотка (убік підвищення або зниження залежно від динаміки ставки пропозиції Лондонського міжбанківського ринку (ЛІБОР));
- *синдиковані єврокредити*. Вони являють собою довгострокові кредити на велику суму і припускають, як і у випадку з єврооблігаціями, створення спеціальної структури;
- *єврокредити з застереженням про валютний опціон* («*multi-currency clauses*»). За даними кредитам при настанні терміну платежу позичальнику надається можливість вибору валюти погашення боргу (однієї чи кількох). Це застереження становить великий інтерес для позичальника, тому що дозволяє здійснювати прихід і витрату коштів у єдиній валюті й уникати в такий спосіб валютного ризику.

Вартість єврокредитів містить у собі комісійні, банківські маржі і процентні кредитні ставки.

Комісійні підрозділяються на:

- комісійні за управління, які виплачуються керуючому банком;

- комісійні за участь, що розподіляються між членами банківського синдикату;
- комісійні за обслуговування кредиту, відсотки з позички, які одержуються членами синдикату.

Процентні ставки. Процентні ставки переглядаються кожні шість місяців відповідно до діючих або базових ставок. Як правило, за основу береться ставка ЛІБОР (*London Interbank offered rate*) – лондонська міжбанківська кредитна ставка. Можуть використовуватися й інші дисконтні ставки: ПІБОР (*Paris Interbank offered rate*) – паризька міжбанківська кредитна ставка; СІБОР (*Singapour Interbank offered rate*) – Сінгапурська міжбанківська кредитна ставка; прайм рейт (*prime rate*) Сполучених Штатів Америки – ставка по кредитах першокласним банкам.

Розмір маржі (*spread*) визначається з базової ставки і залежить від багатьох факторів, а саме: фінансового стану позичальника, характеру позики, ситуації на ринку тощо. В останні роки спостерігається тенденція до зниження процентної маржі внаслідок посилення конкуренції між банками.

На ринку євродоларів різниця між позиковими і кредитними ставками набагато нижча, ніж на національному ринку (часто вона не перевищує 1%).

Ці розбіжності пояснюються такими причинами:

- ставки за вкладками на валютному ринку вищі, ніж на внутрішньому, тому що в банків менше обмежень (немає вимоги обов'язкових валютних резервів, немає обмеження кредиту);
- позикові ставки більш низькі, тому що на євrorинках здійснюються позики на великі суми. Оскільки позичальники звичайно широковідомі, витрати на збір фінансової інформації й інвестиційний аналіз значно скорочуються.

Ставки на євrorинках значною мірою пов'язані з внутрішніми процентними ставками через можливість валютно-фінансового арбітражу між двома ринками. Вони можуть значно відрізнятись від ставок, що діють на національному ринку за наявності твердого валютного контролю.

1. Структура ринку міжнародних облігацій
2. Ринок єврооблігацій
3. Види єврооблігацій
4. Відмінності між єврокредитами і єврооблігаціями

1. Структура ринку міжнародних облігацій

Діяльність світового кредитного ринку тісно пов'язана з міжнародним ринком облігацій і акцій і обумовлена процесом сек'юритизації (англ. *securities* – цінні папери), тобто заміщенням традиційних форм банківського кредиту випуском цінних паперів.

Ринок міжнародних облігацій складається з двох ключових компонентів:

- ринок закордонних облігацій;
- ринок єврооблігацій.

Ці компоненти дещо відрізняються один від одного, а саме валютою випуску облігацій, типом інвесторів, середнім терміном погашення облігацій, оподаткуванням. Ринки закордонних облігацій (Нью-Йорк, Лондон, Цюрих) діють набагато довше, ніж ринок єврооблігацій, але останній набагато більший за розмірами.

Ринок закордонних облігацій. Закордонні облігації випускаються на внутрішньому ринку облігацій нерезидентським (іноземним з погляду валютних правил) позичальником у місцевій валюті цього ринку облігацій. Головний принцип – єдність місця валюти і біржового котирування.

На внутрішньому ринку облігацій діє синдикат (або інвестиційний банк), який здійснює розміщення цінних паперів на умовах «андеррайтинга», однак можуть залучатися й інвестиційні банки країни позичальника. Основні покупці закордонних облігацій – місцеві інвестори.

Як правило, закордонні облігації мають відносно тривалі терміни погашення (20-30 років). Частково це пояснюється великим значенням інституціональних інвесторів на ринках облігацій Нью-Йорка, Франкфурта й інших центрів випуску закордонних облігацій.

Облігації з тривалими термінами погашення передбачають умову, відповідно до якої вони не можуть бути викуплені емітентами раніше обумовленого терміну. Ця умова була введена через те, що позичальники мають право оголосити про достро-

кове погашення облігацій (звичайно в той момент, коли їм це вигідно). Позичальники повідомляють про погашення облігацій при зниженні процентних ставок, коли нова позиція може бути отримана за більш низькою вартістю, ніж та, яку потрібно сплатити для погашення боргу, що залишився. Для захисту від цього і компенсації доходів, які при цьому втратить інвестор, випуск облігацій може проводитися за умови, що їх не можна погасити раніше встановленого терміну (протягом 5 років і більше з моменту випуску).

Процентні ставки по випусках закордонних облігацій визначаються рівнем ставок, що превалюють на відповідних ринках. Основне правило полягає в тому, що ставки по облігаціях у більш стабільних валютах нижчі, а ставки по облігаціях у нестабільних валютах вищі.

Ринки закордонних облігацій мають тенденцію концентрувати свою увагу на інституціональних інвесторах і облігаціях з великим терміном погашення.

Відносно легкий доступ на ринки закордонних облігацій мають позичальники з високою кредитоспроможністю, і досить складний – позичальники з нижчою кредитоспроможністю.

2. Ринок єврооблігацій

Поряд з ринком закордонних облігацій з 1970-х років існує ринок єврооблігацій – облігацій у євровалютах.

Єврооблігації мають характерну рису:

- 1) єврооблігаційна позиція розміщується одночасно на ринках декількох країн;
- 2) емісія здійснюється банківським консорціумом або міжнародною організацією;
- 3) єврооблігації купуються інвесторами різних країн на базі котирувань їхніх національних бірж;
- 4) валюта випуску не є місцевою для більшості інвесторів, які купують облігації;
- 5) емісія єврооблігацій меншою мірою, ніж закордонних облігацій, підлягає державному регулюванню, не регулюється національними правилами проведення операцій з цінними паперами країни, валюта якої виступає валютою позики;

Єврооблігації – середньо- і короткострокові позики, що випускаються міжнародними банківськими консорціумами. По них нараховуються відсотки, які виплачуються без утримання.

Випуском облігацій займаються міжнародні синдикати.

Таблиця 2.4. Основні характеристики єврооблігаційних позик

Показник	Характеристика
Сума кредитів	Від 50 до 10 тис. USD Від 50 до 100 тис. DEM
Термін погашення	Від 5 до 15 років
Процентні ставки	Ставка валютного ринку (фіксована) Короткострокова ринкова ставка, яка індексується кожні 6 місяців (плаваюча ставка)
Комісійні	Комісійні банку – керівнику консорціуму за прийняття на обслуговування та за розміщення цінних паперів Комісійні за період інкасо купонів і за погашення
Котирування	Біржа Люксембурга, Лондона, Франкфурта
Доступ до фондів	Приблизно через 6 тижнів після передачі доручення керівнику консорціуму

Виділяють три етапи до моменту емісії єврооблігацій.

Етап 1. Позичальник звертається в банк, який стає керівним консорціуму або «провідним менеджером».

Керівний банк вивчає фінансове становище позичальника, його перспективи, а також потреби у фінансуванні, для того щоб точніше визначити положення емітента і необхідний термін позики.

Банк обговорює з емітентом умови випуску облігацій, а саме: суму, на яку буде проведена емісія, термін позики, відсотки по купонах, ціну емісії.

Провідний банк-менеджер вибирає менеджерів (*company manager*) – банки, які будуть брати участь в управлінні емісією (залежно від їхніх можливостей щодо розміщення емісії і ваги на фінансовому ринку).

Ці банки поєднуються в групу або керівний синдикат (*менеджерську групу*). Вони також беруть на себе умовне зобов'язання взяти на обслуговування обумовлену номінальну частину позики. Часто вона складає до 40% від загальної суми позики.

Етап 2. Створення гарантійного консорціуму.

Провідний менеджер вибирає учасників майбутнього гарантійного консорціуму, який разом із членами керівного синдикату підписує угоду про гарантії або андеррайтерську угоду. За цією угодою члени консорціуму зобов'язуються підписатися на частину позики. Залежно від розмірів частки розрізняють мажорів, субмажорів і мінорів.

Етап 3. Створення синдикату по розміщенню.

На цьому етапі утворюється нова група банків для створення синдикату або селенгової групи, основним завданням якої є розміщення позики, тобто проведення підписки на неї серед приватних і державних інвесторів. Залучені банки можуть виконувати одночасно всі три функції – керуючого банку, банку гаранта і банку, який розміщує.

Розвиток ринку єврооблігацій пояснюється цілим рядом причин:

- відсутність твердої регламентації та свобода вибору операцій на даному ринку;
- відсотки, які виплачуються інвесторам, не обкладаються податками;
- цінні папери випускаються на пред'явника;
- простота операцій;
- швидкість одержання коштів.

Ринок єврооблігацій – одне з важливих джерел фінансування середньо- і довгострокових інвестицій ТНК. Держави використовують єврооблігаційні позики для покриття дефіциту держбюджету і фінансування минулих позик. Ринок має високий ступінь гнучкості залежно від вибору інвесторами і позичальниками валюти і типу цінних паперів.

Єврооблігації мають специфічні характеристики, які обумовлені місцем і значенням ринку єврооблігацій у світових фінансах, а саме:

1. Ринок надає право вибору валюти виразу. Крім того, синдикат андеррайтерів повинен складатися з банків, які, у кінцевому підсумку, зможуть вигідно розмістити облігації, що випускаються, на декількох національних ринках.

2. Єврооблігації мають високий ступінь валютної еластичності. Історично склалося, що долар США і німецька марка були основними валютами випуску єврооблігацій.

3. Ринок єврооблігацій забезпечує велику мобільність капіталу в міжнародному масштабі, тому що залучає більшу кількість позичальників і інвесторів, ніж інші міжнародно орієнтовані фінансові ринки.

4. Єврооблігації забезпечують інвесторам велику диверсифікованість портфелів, більш високі доходи (за винятком податків), ніж ті, які б вони одержали при вкладенні грошей у вітчизняні облігації.

5. Існує тісний зв'язок міжнародного євровалютного ринку з ринком єврооблігацій. Наприклад, дилери й андеррайтери євро-

облігацій можуть одержувати позики в євровалютах для фінансування своїх операцій.

6. Доход по єврооблігаціях не обкладається прибутковим податком. Цей факт, а також можливість інвестора діяти анонімно є найважливішими факторами, що залучають інвесторів на ринок єврооблігацій.

3. Види єврооблігацій

Цінні папери, які випускаються на ринку єврооблігацій, стають усе більш різноманітними. Перші випуски проводилися за фіксованими ставками, але з виникненням значних коливань курсів більшого поширення набули облігації з плаваючими ставками.

Емісії єврооблігацій з фіксованою ставкою проводять за такими напрямками:

1. Звичайні облігації з фіксованою ставкою (*straight bonds*). За такими облігаціями встановлюється фіксований відсоток з моменту їх випуску. Вони можуть бути оплачені або до закінчення терміну емісії (*callable bonds*), або тільки після його завершення (*non callable bonds*). Обсяг таких емісій зростає в тому випадку, коли ставки мають тенденцію до підвищення. Загальна сума таких емісій досягає 100 млн. USD. Середня тривалість – 7-8 років;

2. Облігації, конвертовані в акції (*equity-linked*). Такі облігації потенційно можуть бути обернені в акції підприємства-емітента. У випадку обертання в акції вони не оплачуються. Як правило, за такими облігаціями ставка набагато нижча, ніж за попередніми. Такі цінні папери можуть бути оплачені достроково або тільки після закінчення терміну, якщо вони не обертаються в акції. Платіж може здійснюватися вище паритету. Коли облігації виписані в одній валюті, наприклад в американських доларах, а акції в іншій, наприклад в єнах, попередньо визначений курс долара до єни може бути зафіксований на термін дії облігацій.

3. Облігації з варантом або сертифікатом на підписку. Такі облігації надають право на придбання інших цінностей акцій, облігацій з фіксованою і плаваючою ставками, золота і т.д. На відміну від конвертованих облігацій облігації з варантом, що дають право на придбання акцій, завжди оплачуються незалежно від того, використане право на підписку чи ні. Облігації з правом купівлі, які обмінюються на державні цінні папери Сполучених Штатів (*WINGS – warrants into government securities*),

дають можливість спекулювати облігаціями і казначейськими бонами США.

4. *Багатовалютні облігації.* У цьому випадку відсотки на облігації нараховуються в одній валюті (процентні ставки звичайно досить низькі), але оплата здійснюється в іншій валюті, на підставі заздалегідь встановленого обмінного курсу, з урахуванням визначеного відсотка знецінення валют. Уперше такі облігації з'явилися на швейцарському ринку. Вони надають можливість страхування від валютного ризику за допомогою довгострокових валютних свопів.

Емісії єврооблігацій з плаваючою ставкою (Floating rate Notes).

Відсотки на ці облігації індексуються, як правило, за ставкою ЛІБОР, набагато рідше за ставкою ЛІБІД (*London Interbank Bid Rate* – лондонська міжбанківська процентна ставка попиту) або за ставкою LIMEAN, середньою між ЛІБІД і ЛІБОР.

На ринку існують різні види фінансових інструментів.

1. *Облігації міні-люкс.* На такі цінні папери встановлюється мінімальна і максимальна межа коливання процентних ставок. Оскільки існування верхньої межі процентної ставки обмежує потенційний прибуток інвестора, одержувані ним відсотки звичайно вищі, ніж на емісіях з плаваючими ставками. З ростом процентних ставок кількість таких емісій помітно зменшується, тому що через наявність верхньої межі вони стають подібними до облігацій з фіксованою ставкою.

2. *Облігації FLIP-FLOP* надають інвестору можливість у термін нарахування відсотків конвертувати облігації в короткострокові цінні папери (три- або шестимісячні). Інвестор зберігає за собою право переконвертувати короткострокові папери після закінчення терміну в більш довгострокові.

3. *Облігації з регульованими ставками (mismatch).* Ці емісії являють собою позики з плаваючою ставкою, відсотки по яких переглядаються частіше, ніж за період між двома процентними виплатами. Наприклад, ставка по емісії переглядається щомісяця, у той час як відсотки виплачуються один раз на три місяці.

4. *Облігації з фіксованою верхньою межею (capped issues)* мають верхній фіксований відсоток, встановлений на більш високому рівні, ніж для емісій міні-люкс. Існування верхньої межі ставки звичайно супроводжується більш високою, а отже, і більш вигідною для інвестора різницею (*spread*).

5. *Облігації з валютним опціоном.* Облігації з плаваючою ставкою можуть бути випущені в одній валюті (у доларах) і мати

варанти на придбання цінних паперів у євро або німецьких марках на основі заздалегідь встановленого обмінного курсу.

Виділяють також інші види облигацій, що існують на міжнародних ринках, а саме:

1. *Облигації з нульовим купоном.* Цінність для інвестора має сама облигація, а не відсотки, які можна було б на неї одержати. Такі емісії становлять інтерес насамперед для інвесторів деяких країн у зв'язку з існуючим у них податковим режимом. В основному такі облигації випускаються в німецьких марках і швейцарських франках.

2. *Облигації, гарантовані іпотекою.* Даний вид емісій використовувався великими компаніями, найчастіше північноамериканськими, для зниження вартості позики.

4. Відмінності між єврокредитами і єврооблигаціями

Єврокредити і єврооблигації призначені задовольняти різні потреби. Основні відмінності між ними полягають у вартості, термінах позики, розмірах, гнучкості і швидкості одержання коштів.

Вартість. Єврооблигації випускаються з фіксованою і процентною плаваючою ставкою, тоді як єврокредити видаються переважно під плаваючу процентну ставку, розмір якої регулярно переглядається; таким чином, витрати на емісії єврооблигацій набагато перевищують вартість єврокредитів.

Терміни. Єврокредити являють собою середньострокові позички, хоча середні терміни мають тенденцію до збільшення. Єврооблигації є довгостроковими цінними паперами.

Розміри. Розміри єврокредитів звичайно перевищують суми, на які проводиться емісія єврооблигацій.

Швидкість одержання коштів. Надання позичок на ринку єврокредитів здійснюється набагато швидше.

Гнучкість позики розрізняється для трьох видів емісій.

1. Емісії єврооблигацій з фіксованою ставкою, при яких кошти мають бути зняті одноразово і підлягають відшкодуванню в суворій відповідності до заздалегідь встановленого плану з виплатою штрафу у випадку дострокового погашення.

2. Емісії єврооблигацій з плаваючою ставкою – більш гнучкі позики, що можуть бути використані за необхідністю. Проте у випадку незатребуваності частини позики на неї нараховуються

комісійні. Крім того, припускається дострокове відшкодування позики.

3. Єврокредити являють собою дуже гнучкі фінансові інструменти з широким вибором форм їх використання.

Т е м а 5 ОЦІНКА РИЗИКІВ ЩОДО КРАЇН. КРЕДИТНІ РЕЙТИНГИ

1. Оцінка ризику щодо країн
2. Кредитні рейтинги

1. Оцінка ризиків щодо країн

Доцільність прийняття конкретного управлінського рішення (що завжди містить у собі певний ступінь ризику), може бути виявлена шляхом його аналізу й оцінки. Це означає, що для ефективного управління міжнародними фінансами необхідно не тільки знати про можливі ризики щодо країн, але й зробити якісний аналіз, оцінити їх.

Аналіз підприємницьких ризиків у країнах в цілому доцільно проводити за кількома основними напрямками, наявність яких обумовлена специфічними особливостями безпосередньо суб'єкта, що займається підприємницькою діяльністю, а також особливостями зовнішнього середовища, у якому він функціонує і яке знаходиться в процесі постійного розвитку.

У найбільш загальному вигляді множинність принципів аналізу ризику може бути зведена до трьох принципів.

Принцип 1. Втрати від різних видів ризику не залежать одна від одної. Даний принцип означає, що коли один з видів ризику переходить у категорію реалізованого, втрати у випадку реалізації інших ризиків не змінюються (наприклад, якщо фірма несе збитки через те, що було переглянуто податкове законодавство, то втрати у випадку реалізації ризику інфляції також матимуть місце).

Принцип 2. Реалізація певного виду ризику не обов'язково збільшує або зменшує ймовірність виникнення іншого виду (за винятком форс-мажорних обставин). Взаємозв'язок і взаємозалежність більшості економічних процесів не тільки не вступають у суперечність із цим принципом, а навпаки, є його доповненням.

Принцип 3. Максимальний можливий збиток (втрати) у випадку реалізації конкретного ризику не повинен перевищувати фінансових можливостей господарського суб'єкта. Цей принцип ґрунтується на теорії оптимального ризику, яка передбачає наявність ефективного ризику тільки в межах власних активів. Втрати, що виникають у процесі підприємницької діяльності залежно від їх конкретного виду використовуваних підприємством ресурсів, можуть бути поділені на кілька видів.

1. *Фінансові втрати.* Це прямий грошовий збиток, що може бути завданий підприємству внаслідок реалізації певного ризику чи групи ризиків (наприклад, зниження обсягів реалізації товарів або послуг, абсолютне або відносне зниження прибутку і т.д.).

2. *Матеріальні втрати* – непередбачені планом розвитку підприємства додаткові витрати або прямі втрати виробничих фондів (устаткування, площ, продукції, сировини, енергії тощо).

3. *Втрати часу* – втрати, які пов'язані з нераціональним використанням часу внаслідок виникнення певних видів ризику. Доцільно виділити дві групи часових втрат:

- *трудові втрати* – втрати робочого часу, які викликані випадковими обставинами (наприклад, вихід з ладу устаткування, хвороба працівника тощо);
- *неефективні втрати організації* – втрати, що виникають у тому випадку, коли процес підприємницької діяльності йде повільніше, ніж це було намічено раніше, або норма одержання прибутку на вкладений капітал у даній фірмі менша за середньогалузеву або середню для економіки в цілому.

4. *Соціальні втрати* – це такі види втрат, які пов'язані із завданням шкоди здоров'ю і життю людей.

5. *Збутові (репутаційні) втрати* – втрати, що пов'язані зі зміною ставлення покупців (реальних чи потенційних) до виробленого фірмою продукту з наданням переваги іншим продуктам (наприклад, зміна преференцій споживачів щодо тютюнової продукції і висококалорійної їжі на користь здорового способу життя).

6. *Екологічні втрати* виникають внаслідок завдання шкоди навколишньому природному середовищу. Даний вид втрат доцільно класифікувати залежно від способу впливу на господарський суб'єкт на прямі і непрямі. Прямі втрати виникають безпосередньо у підприємства через короткий проміжок часу. Непрямі втрати виникають у тому випадку, якщо шкідливий вплив на навколишнє середовище позначиться на діяльності

підприємства через тривалий період часу і матиме опосередкований характер.

7. *Морально-психологічні втрати* – втрати, обумовлені тим, що будь-яка фірма є складною соціальною системою, і порушення рівноваги цієї системи може привести до небажаних для неї наслідків (наприклад, плинність кадрів, конфлікти в колективі і т.ін.).

Ризик щодо країни – це ризик поточних або майбутніх змін політичних чи економічних умов у країні, що можуть вплинути на здатність країни, фірм та інших позичальників відповідати по зобов'язаннях зовнішнього боргу (табл. 2.5).

Ризик щодо країни іноді досить значний для деяких банків, прямо або побічно зайнятих діяльністю, яка пов'язана з фінансовим обслуговуванням зовнішньої торгівлі та іноземних інвестицій.

Щоб одержати загальний бал показника ризику по країні, журнал *Euromoney* оцінює країну за 9 вищенаведеними категоріями. Найкраща величина за категорією одержує бали (25, 10 або 5), найгірші одержують 0. Використовується така формула:

$$N = A - \frac{A}{B - C} \cdot (D - C)$$

де: A – категорія визначення; B – найнижча величина в групі; C – найвища величина в групі; D – індивідуальна величина.

Політичний ризик (25%) – ризик неплатежу або непостачання товарів чи послуг, позик, дивідендів з причини можливої зміни політичної ситуації в країні. Аналітики ризиків дають кожній країні бал між 10 і 0 (чим вище, тим краще).

Економічний ріст (25%) – ґрунтується на валовому національному продукті на душу населення та результатах економічних прогнозів (чим вище, тим краще). Цифри по валовому національному продукту були невідомі по ряду країн, тому використовувалися дані валового внутрішнього продукту.

Показники заборгованості (10%) – обчислюються при використанні таких даних: загальний борг до валового національного продукту (A), сплата боргу до експорту (B), баланс поточного рахунку до валового національного продукту (C).

Бали обчислюються за такою формулою:

$$N = A + B \cdot 2 - C \cdot 10$$

Чим нижчий бал, тим краще. Через відсутність чітких економічних даних країни-виробники нафти і країн – члени Організації

Таблиця 2.5. Структура ризиків по країнах і рейтинги країн

Вересень 1998	Грудень 1997	Зміна	Країна	Види ризиків та їх питома вага, %										
				Зарплатний ризик	Політичний ризик	Економічний стан	Показник заповності	Неплатж по боргах	Кредитний рейтинг	Доступ до банківських фінансів	Доступ до короткострокових фінансів	Доступ до ринків капіталу	Знижка по форфейтингу	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1	2	1	Люксембург	98,90	24,76	25,00	10,00	10,00	10,00	10,00	5,00	5,00	5,00	4,14
2	1	-1	США	97,85	24,97	22,88	10,00	10,00	10,00	10,00	5,00	5,00	5,00	5,00
3	6	3	Німеччина	97,06	24,89	22,21	10,00	10,00	10,00	10,00	5,00	5,00	5,00	4,96
4	3	-1	Нідерланди	96,92	24,84	22,57	10,00	10,00	10,00	10,00	5,00	5,00	5,00	4,50
5	10	5	Австрія	96,79	24,19	22,65	10,00	10,00	10,00	10,00	5,00	5,00	5,00	4,95
6	7	1	Швейцарія	96,43	25,00	21,45	10,00	10,00	10,00	10,00	5,00	5,00	5,00	4,99
7	11	4	Франція	95,87	24,22	21,69	10,00	10,00	10,00	10,00	5,00	5,00	5,00	4,96
8	4	-4	Норвегія	95,83	22,91	23,03	10,00	10,00	10,00	10,00	5,00	5,00	5,00	4,89
9	5	-4	Великобританія	95,01	25,00	20,04	10,00	10,00	10,00	10,00	5,00	5,00	5,00	4,97
10	12	2	Ірландія	94,87	23,02	22,61	10,00	10,00	10,00	9,57	5,00	5,00	5,00	4,66
11	9	-2	Данія	94,67	23,74	21,91	10,00	10,00	10,00	9,36	5,00	5,00	5,00	4,66
12	13	1	Фінляндія	94,52	22,54	22,47	10,00	10,00	10,00	9,57	5,00	5,00	5,00	4,93
13	14	1	Бельгія	94,25	23,72	21,01	10,00	10,00	10,00	9,57	5,00	5,00	5,00	4,95
14	15	1	Швеція	93,39	23,25	21,49	10,00	10,00	10,00	8,72	5,00	5,00	5,00	4,93
15	8	-7	Канада	93,02	22,98	21,21	10,00	10,00	10,00	8,94	5,00	5,00	5,00	4,89
16	19	3	Іспанія	92,01	22,24	21,33	10,00	10,00	10,00	9,15	5,00	4,64	5,00	4,64
17	20	3	Нова Зеландія	91,34	22,23	19,86	10,00	10,00	10,00	9,36	5,00	5,00	5,00	4,89

Продовження таблиці 2.5

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
18	22	4	Італія	91,10	21,66	20,57	10,00	10,00	8,94	5,00	5,00	5,00	4,93
19	17	-2	Австралія	90,91	22,60	20,51	10,00	10,00	8,72	5,00	4,64	5,00	4,07
20	21	1	Португалія	90,73	21,76	21,34	10,00	10,00	8,94	5,00	4,64	5,00	4,04
21	16	-5	Сінгапур	89,17	23,29	19,24	10,00	10,00	9,68	5,00	4,64	4,30	3,02
22	24	2	Іспанія	89,03	21,38	21,17	10,00	10,00	7,77	5,00	4,64	5,00	4,07
23	18	-5	Японія	88,02	23,39	15,85	10,00	10,00	10,00	5,00	5,00	5,00	3,79
24	23	-1	Тайвань	86,49	22,28	19,52	10,00	10,00	8,72	5,00	4,64	3,30	3,02
25	26	1	Кіпр	81,92	18,69	18,22	10,00	10,00	7,45	5,00	4,64	5,00	2,92
26	47	2,1	Мальта	81,75	19,84	21,94	10,00	10,00	6,81	5,00	4,64	0,00	3,52
27	32	5	Греція	79,61	18,03	18,01	10,00	10,00	4,89	5,00	4,64	5,00	4,04
28	27	-1	ОАЕ	79,38	19,20	17,51	10,00	10,00	6,81	5,00	4,02	3,30	3,54
29	28	-1	Кувейт	77,70	18,34	17,50	10,00	10,00	6,38	5,00	4,40	2,72	3,36
30	31	1	Чилі	76,60	18,56	17,29	8,63	10,00	5,96	5,00	3,75	3,40	4,02
31	33	2	Ізраїль	76,06	17,22	15,96	10,00	10,00	6,17	5,00	4,35	3,77	3,59
32	25	-7	Гонконг	75,75	19,32	16,20	10,00	10,00	7,02	5,00	5,00	3,21	0,00
33	37	4	Словенія	74,49	17,56	17,34	9,57	10,00	6,38	3,04	3,45	3,58	3,56
34	34	0	Саудівська Аравія	73,68	17,43	15,20	10,00	10,00	4,26	5,00	4,64	3,68	3,47
35	41	6	Катар	72,68	16,77	14,53	10,00	10,00	4,89	5,00	4,64	3,30	3,54
36	42	6	Бахрейн	71,97	15,77	16,52	10,00	10,00	3,62	5,00	4,64	3,06	3,36
37	43	6	Оман	71,47	16,74	14,23	10,00	10,00	4,57	5,00	4,64	3,11	3,18
38	48	10	Польща	71,11	17,60	18,45	9,50	10,00	4,47	0,22	3,21	3,87	3,79
39	45	6	Угорщина	71,06	17,16	17,84	8,02	10,00	4,68	3,58	2,44	4,06	3,29
40	44	4	Чехія	71,01	17,58	16,99	9,34	10,00	5,96	1,14	3,15	3,96	2,88
41	39	-2	Китай	67,26	17,08	16,32	9,65	10,00	5,96	0,01	2,68	2,83	2,74

Продовження таблиці 2.5

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
42	30	-12	Південна Корея	64,47	15,11	14,06	10,00	10,00	5,62	5,00	3,87	2,26	0,55
43	52	9	Туніс	63,43	15,43	15,16	8,86	10,00	4,26	0,10	3,45	3,02	3,15
44	58	14	Уругвай	62,88	13,06	17,42	9,19	10,00	4,26	0,05	3,33	2,74	2,83
45	56	11	Колумбія	62,85	13,31	13,68	8,59	10,00	4,26	3,09	3,51	3,11	3,29
46	99	53	Тринідад і Тобаго	61,99	17,74	16,52	9,02	10,00	3,62	0,00	3,21	1,89	0,00
47	50	3	Мексика	61,75	14,25	15,16	8,38	10,00	2,98	1,69	3,48	3,30	2,51
48	54	6	Аргентина	61,33	13,73	15,58	8,36	10,00	2,77	1,05	4,17	3,40	2,29
49	62	13	Єгипет	61,22	14,83	15,01	9,12	10,00	4,04	0,00	2,50	2,64	3,15
50	46	-4	ПАР	61,09	14,96	13,26	9,53	10,00	3,62	0,07	3,51	3,40	2,74
51	60	9	Естонія	61,08	13,52	15,88	9,95	10,00	5,32	0,00	2,01	2,49	1,92
52	63	11	Ботсвана	59,85	15,90	19,05	9,81	10,00	0,00	0,00	3,51	1,58	0,00
53	35	-18	Малайзія	59,70	15,25	12,47	9,28	10,00	4,47	3,22	3,51	1,51	0,00
54	51	-3	Таїланд	59,24	14,00	12,26	9,05	10,00	3,83	4,23	2,98	2,26	0,64
55	57	2	Філіппіни	58,42	13,69	14,54	9,04	10,00	3,62	1,30	3,33	2,17	0,73
56	69	13	Марокко	57,90	13,10	14,04	8,42	10,00	3,30	0,12	3,10	2,94	2,88
57	64	7	Латвія	57,65	12,65	13,99	9,92	10,00	4,89	0,00	2,01	2,26	1,92
58	61	3	Словачина	57,35	13,11	13,08	9,17	10,00	4,04	1,66	2,22	2,60	1,46
59	53	-6	Індія	57,11	14,46	13,86	9,05	10,00	3,30	0,14	1,67	2,17	2,47
60	68	8	Коста-Рика	56,28	13,48	16,94	9,16	10,00	2,98	0,00	3,15	0,57	0,00
61	59	-2	Туреччина	56,22	13,48	13,72	8,86	10,00	1,49	1,35	3,21	2,64	1,46
62	70	8	Литва	56,20	11,60	14,21	9,79	10,00	3,83	0,30	2,01	2,55	1,92
63	66	3	Йордан	55,15	12,89	15,21	8,09	9,33	2,34	0,00	1,79	2,45	3,04
64	114	50	Домініканська Респ.	54,80	16,82	14,34	9,30	9,93	1,70	0,00	2,32	0,38	0,00

Продовження таблиці 2.5

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
65	86	21	Ямайка	54,38	16,36	12,56	8,22	10,00	2,34	0,00	2,92	1,98	0,00
66	72	6	Хорватія	54,29	11,97	13,65	9,61	5,59	4,26	1,87	1,64	2,83	2,88
67	65	-2	Сальвадор	53,03	10,95	14,53	9,45	10,00	3,65	0,00	3,21	1,27	0,00
68	73	5	Ліван	53,01	11,13	10,65	9,47	10,00	2,13	1,73	1,96	2,92	3,02
69	36	-33	Бруней	52,79	20,55	0,00	10,00	10,00	0,00	5,00	4,40	2,83	0,00
70	67	-3	Бразилія	52,56	11,69	12,92	8,57	9,98	1,91	1,70	1,55	2,83	1,42
71	55	-16	Панама	51,40	12,56	16,44	8,55	3,35	4,26	0,59	3,48	2,17	0,00
72	75	3	Перу	50,43	10,89	14,51	8,37	7,25	2,66	0,16	2,62	2,04	1,92
73	76	3	Гватемала	49,37	9,31	13,97	9,45	10,00	2,98	0,00	3,10	0,57	0,00
74	131	57	Санга Лючія	48,04	18,78	6,59	9,67	10,00	0,00	0,00	2,62	0,38	0,00
75	81	6	Парагвай	47,83	10,10	13,03	9,64	10,00	1,70	0,71	2,92	0,38	0,00
76	71	-5	Венесуела	47,33	9,83	11,66	8,87	10,00	1,91	0,39	2,86	1,81	0,00
77	38	-39	Мавританія	47,32	15,44	0,00	9,30	10,00	4,89	0,23	3,51	1,98	1,92
78	84	6	Болівія	47,16	11,26	12,88	8,03	8,83	2,02	0,91	2,08	1,13	0,00
79	87	8	Папуа Нова Гвінея	47,15	10,48	12,22	9,05	10,00	0,00	2,16	2,86	0,38	0,00
80	80	0	Фіджі	46,91	11,32	13,10	9,87	10,00	0,00	0,00	2,62	0,00	0,00
81	82	1	Казахстан	46,73	7,50	12,02	9,64	10,00	2,55	1,66	1,56	1,79	0,00
82	74	-8	Румунія	46,25	10,27	9,60	9,41	10,00	2,13	0,05	1,98	1,36	1,46
83	83	0	Шрі-Ланка	45,65	10,53	12,64	9,06	10,00	0,00	0,00	2,38	1,04	0,00
84	40	-44	Багамські острови	44,89	19,02	12,79	0,00	00,00	6,17	0,00	4,64	2,26	0,00
85	79	-6	Гана	44,87	10,61	11,18	7,89	9,86	0,00	2,57	2,38	0,38	0,00
86	100	14	Еквадор	44,84	8,13	12,35	8,21	9,97	1,70	0,00	2,92	1,51	0,00

Продовження таблиці 2.5

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
87	77	-10	В'єтнам	43,97	10,11	11,04	8,33	9,91	1,70	0,00	1,96	0,91	0,00
88	49	-39	Індонезія	43,56	8,89	8,49	8,18	10,00	0,21	3,97	2,50	1,32	0,00
89	110	2,1	Іран	43,26	10,74	9,66	9,92	10,00	0,00	0,00	1,16	0,23	1,55
90	95	5	Зімбabwe	43,22	9,40	9,81	8,50	10,00	0,00	1,25	3,21	1,04	0,00
91	90	-1	Уганда	43,00	7,85	14,09	8,65	10,00	0,00	0,00	2,02	0,38	0,00
92	97	5	Кот д'Івуар	42,71	8,73	11,37	6,41	9,78	0,00	2,61	2,68	1,13	0,00
93	101	8	Болгарія	42,30	9,40	10,30	7,95	9,98	1,38	0,43	1,55	1,32	0,00
94	98	4	Габон	42,26	8,66	13,72	8,53	8,47	0,00	0,00	2,50	0,38	0,00
95	106	11	Сенегал	42,24	7,74	13,31	8,60	9,78	0,00	0,00	2,44	0,38	0,00
96	93	-3	Бангладеш	41,45	8,24	11,55	9,04	10,00	0,00	0,00	2,38	0,23	0,00
97	89	-8	Барбадос	41,43	16,21	6,90	0,00	10,00	3,62	0,00	3,57	1,13	0,00
98	96	-2	Кенія	40,97	8,96	10,47	8,20	10,00	0,00	0,00	2,32	1,02	0,00
99	103	4	Сирія	40,58	9,43	9,23	8,11	10,00	0,00	0,00	1,25	0,28	2,29
100	108	8	Малі	40,47	7,96	11,94	7,91	9,91	0,00	0,00	2,38	0,38	0,00
101	92	-13	Узбекистан	39,03	5,55	10,65	9,75	10,00	0,00	0,00	1,55	1,56	0,00

європейського економічного співробітництва одержують максимальний бал, окрім випадків, коли надають МВФ звіт про заборгованість. Країни, що розвиваються, не надають даних по заборгованості, тому одержують 0 балів.

Несплата боргу (дефолт) або відстрочка виплати (10%). Бали ґрунтуються на співвідношенні відстроченого боргу до боргових запасів. Чим нижчий цей показник, тим краще. Країни Організації європейського економічного співробітництва і країни, що розвиваються, які не надають звіт по системі звіту боржників, одержують відповідно 10 і 0 балів.

Кредитний рейтинг (10%). Його номінальна вартість прив'язується до рейтингів Moody's, Standard & Poor's, Fitch IBCA. Чим вища середня вартість, тим краще. Країни, які не мають рейтингу, одержують 0 балів.

Доступ до банківських фінансів (5%). Цей показник обчислюється на підставі виплат приватних, довгострокових, негарантованих позик як відсоток від валового національного продукту. Чим вищий результат, тим краще. Країни Організації європейського економічного співробітництва і країни, що розвиваються, одержують відповідно 5 і 0 балів.

Доступ до короткострокового фінансування (5%). Чим вищий бал, тим краще.

Доступ до ринків капіталу (5%). Чим вищий показник, тим краще.

Знижка по форфейтингу (5%). Показник відбиває середній максимальний термін для форфейтингу і середню різницю між країнами найменшого ризику (наприклад, США). Чим вищий показник, тим краще. Країни, де форфейтинг недоступний, одержують 0 балів.

Виправданий ризик – це об'єктивно існуючий елемент системи функціонування підприємств в умовах ринкової економіки. Імовірнісний характер економічних рішень, прийнятих в умовах ризикової економіки, може бути виявлений лише за допомогою певних методів аналізу ризиків і їхнього впливу на діяльність фірми. Пошук такого рішення є одним з основних завдань якісного і кількісного аналізу ризику.

Якісний аналіз є найбільш складним етапом у проведенні загального аналізу ступеня ризику залежно від напрямку діяльності фірми. Його головне завдання полягає у визначенні факторів ризику, виявленні напрямків діяльності й етапів, на яких може виникнути ризик. Таким чином, встановлюються потенційні області ризику і після цього ідентифікуються всі можливі ризики.

Кількісний аналіз ризику дає числове визначення розмірів окремих ризиків, а також ризику всього обраного напрямку підприємницької діяльності. Підприємницький ризик може визначатись як в абсолютних, так і у відносних величинах. Вимір ступеня ризику в абсолютних величинах доцільно застосовувати при характеристиці окремих видів втрат, а у відносних – при порівнянні прогнозованого рівня втрат з реальним рівнем, середньогалузевим, середнім по економіці і т.д.

2. Кредитні рейтинги

Рейтинг (англ. *rating*) – це індивідуальний числовий показник оцінки досягнень, складається щорічно для найсильніших компаній.

Рейтинг – числове вираження ділової репутації фірми на різних ринках, і насамперед ринках капіталу. Як правило, звичайний інвестор оцінює ступінь ризику не самостійно, а через рейтинги надійності фірм. Не менш важливим призначенням рейтингів фірм є їх використання для побудови біржових індексів. Сьогодні важко уявити переконливу й оперативну оцінку макроекономічної ситуації без індексу Доу-Джонса в США або індексу РТС Росії.

Престиж фірми ґрунтується на такому припущенні: якщо продукція фірми якісна, то робота на престиж може виправдати себе в майбутньому, а імідж фірми – це характеристика фірми з позицій джерела надлишкового прибутку. Однак зміст рейтингу фірми зовсім не зводиться лише до фінансово-економічних зіставлень. У деяких типах рейтингів не менш важлива роль приділяється не фінансовим зіставленням, а рівню управління, характеру трудових відносин у фірмі і т.ін.

Досить символічна в цьому відношенні рейтингова система SAMEL, назва якої складається з перших літер ринкових характеристик, покладених в основу визначення рейтингу, капітал, активи, менеджмент, ефективність і ліквідність. Обрані характеристики оцінюються за бальною системою, із цих показників і виводиться рейтинг фірми.

Сьогодні в країнах з розвинутою ринковою економікою розраховуються два основних типи рейтингів: ринковий рейтинг фірм і кредитний. Кожен з них має самостійне значення й область практичного застосування.

Ринковий рейтинг – це основний рейтинг фірми, який має універсальне застосування. Він характеризує репутацію фірми

на ринках, тому для його визначення використовується система різнорідних показників, які оцінюють найважливіші ринкові характеристики фірми.

Кредитний рейтинг має більш вузьке, цільове значення. Він оцінює кредитоспроможність фірми. Високий кредитний рейтинг відкриває більш широкий доступ до певних інструментів фінансування – випуску облігацій, одержання за ставками, що нижчі від середньоринкових, довгострокових кредитів і позик і тощо.

У світовій фінансовій практиці для визначення ринкового рейтингу фірм використовується ряд найважливіших показників, які характеризують стан фірми на ринках, її фінансову стійкість і ринкові характеристики її цінних паперів.

Для цих цілей найчастіше використовується капіталізація фірми – сума чистих активів фірми, що представляють собою ту частину активів, яка забезпечена власними і довгостроковими позиковими коштами. Однак рейтингові агентства в показник капіталізації іноді вкладають інший зміст.

У країнах з розвинутою ринковою економікою визначенням рейтингу фірм займаються спеціальні компанії і служби. Наприклад, у США є «Фінансові інспекції», які формують величезні бази даних з характеристиками кредитоспроможності фірм, на основі яких формуються кредитні рейтинги.

Зовсім інакше стоїть справа з ринковими рейтингами у світовій практиці. Формуванням цього типу рейтингів займається величезна кількість служб. Це пояснюється великою різнорідністю сучасного бізнесу, що вимагає особливого знання галузевих, географічних і багатьох інших особливостей фірм. Найбільше визнання у світі одержали сьогодні рейтинги агентств: *Financial, Time, Fortune, Value Line, Moody's, Standard & Poor's*.

У загальному випадку алгоритм складання рейтингів вітчизняними підприємствами мало чим відрізняється від того, який використовується в розвинених країнах Заходу, і зводиться до таких кроків:

1. *Пошук і аналітична обробка вихідної інформації* про діяльність фірм, насамперед фінансової інформації. Аналіз робиться за 2-3 роки, оскільки за більш тривалий період часу дані отримати досить важко. Аналітична обробка зводиться до приведення даних звітності в більш зручній для вираховування ринкових характеристик вигляд з одночасним їх уточненням на основі додаткової інформації про фірми. Баланси фірм, які порівнюються, зводяться до вигляду, подібному до трансформаційному балансу. На основі останнього можна скласти формат з

досить великим аналітичним потенціалом – матричний баланс. Цього факту сучасні вітчизняні рейтингові агентства поки що не враховують.

2. *Вибір системи ринкових характеристик і показників для визначення рейтингу і їх обґрунтування.* Це один із найважливіших етапів аналізу. Його важливість впливає з попереднього аналізу вірогідності оцінок різних ринкових характеристик у сучасних вітчизняних умовах (табл. 2.6).

На думку ряду вітчизняних рейтингових агентств найбільш прийнятними ринковими характеристиками фірм для формування їх рейтингів сьогодні є:

- синтетична характеристика платоспроможності фірми, заснована на всебічній оцінці її ліквідності;
- узагальнена оцінка фінансової незалежності компанії на базі відповідного показника (відношення власних коштів до сукупних активів фірми) з поправкою на різні коефіцієнти (ко-

Таблиця 2.6. Рейтинг якості кредиту (номерна система)

Рейтинг	Класифікація	Характеристика
0	Некласифікований	Кредит ще не оцінений, тобто знаходиться в процесі оцінки або переоцінки
1	«Прайм»	Позичальник з найвищим кредитним рейтингом, відомий чудовим обслуговуванням боргу, потужний грошовий потік, першокласна застава; привабливі характеристики позики (тобто призначення, термін, схема погашення, галузь)
2	Високої якості	Позичальник має стабільне фінансове становище, гарну «кредитну історію», солідну заставу, привабливі характеристики позики
3	Задовільний	Позичальник має задовільне фінансове становище (позика може іноді потребувати додаткової уваги), добре погашав борги в минулому; прийнятна застава; поновлюваний або револьверний кредит
4	Граничний	Слабкий позичальник; недостатня або неадекватна застава; кредит надто великий стосовно капіталу позичальника; необхідні постійна увага і гарантія
5	Гірше граничного	Повернення боргу сумнівне: ситуація, яка потребує спеціальної роботи щодо погашення боргу; виділений у категорію сумнівних при проведенні банківського нагляду
6	Втрати	Обслуговування боргу не здійснюється і платежів не очікується; не включений у діючий кредитний портфель

ефіцієнт диверсифікованості капіталу, співвідношення суми довгострокових фінансових вкладень і прибутку та ін.). Окремі агентства віддають перевагу показнику капіталізації;

- синтетична характеристика прибутковості фірми, розрахована на основі рентабельності продажів, рентабельності власного капіталу або на аналізі ринкового множника;
- характеристика економічного потенціалу фірми, виходячи з динаміки обсягу продажів, становище фірми в галузі бізнесу і самої галузі в структурі національної економіки.

3. *Обґрунтування граничних (оптимальних) значень обраних ринкових характеристик* для зіставлення з ними фактичних значень цих характеристик, отриманих агентством на основі аналізу фактичних даних про фірми. Залежно від величини відхилень досягнутих значень ринкових характеристик кожної фірми від оптимальної величини здійснюється ранжирування фірм. У результаті цих порівнянь за кожною ринковою характеристикою виводиться внутрішній рейтинг фірм.

Таблиця 2.7. Рейтинги якості кредиту (аналіз фінансових коефіцієнтів)

Коефіцієнт, %	Клас I	Клас II	Клас III	Клас IV	Клас V	Клас VI
Доход (без отриманого від угод з цінними паперами) / Всього активи	1,00	0,94	0,88	0,75	0,66	0,62
Доход (без отриманого від угод з цінними паперами) / Акціонерний капітал	13,20	12,20	11,20	10,20	9,20	8,20
Акціонерний капітал / Всього активи	8,00	7,50	6,50	6,00	5,50	5,00
Резерви покриття втрат по кредитах / Загальна сума кредитів	1,15	1,05	0,95	0,80	0,72	0,60
Нетто – доход з відсотків / Активи, що приносять доход	4,60	4,30	4,00	3,70	3,40	3,20
Нетто-списання безнадійних боргів / Загальна сума кредитів	0,18	0,23	0,30	0,37	0,48	0,55
Нетто-витрати, не пов'язані з виплатою відсотків / Нетто-доход з відсотків	48,0	52,0	57,0	61,0	64,0	67,0
Дивіденди / Доход (без отриманого від угод із цінними паперами)	32,0	42,0	48,0	55,0	60,0	65,08

4. *Визначення загального ринкового рейтингу*, який виражається єдиним числовим значенням по кожній фірмі. Він обчислюється як середньозважена величина внутрішніх рейтингів, що залежать від значимості ринкових характеристик в умовах національної економіки (табл. 2.7).

Поняття «репутація фірми» на Заході й у нас має різне значення. Тому західні рейтингові методики не можна використовувати в сучасних вітчизняних умовах. Українські підприємства часто зневажають проблемами екології, ділової етики, що не є прийнятним для країн з розвинутою ринковою економікою. Тому вітчизняними рейтинговими агентствами репутація фірм сьогодні оцінюється залежно від кваліфікації керівництва, успіхів на внутрішньому і зовнішньому ринку, фінансових успіхів, лідерства в галузі, залучення інвесторів, іміджу, розвитку торговельної марки, уміння налагодити контакти з громадськістю. Усе це накладає відбиток як на набір ринкових характеристик для складання рейтингів, так і на їх особливий зміст.

Т е м а 6 **НАЙВАЖЛИВІШІ СВІТОВІ ФІНАНСОВІ ЦЕНТРИ**

1. Загальна характеристика світових фінансових центрів
2. Нью-Йорк як фінансовий центр
3. Лондон як фінансовий центр
4. Токіо як фінансовий центр

1. Загальна характеристика світових фінансових центрів

У процесі підвищення свого статусу до міжнародного будь-який фінансовий центр має пройти такі стадії:

- 1) розвиток місцевого ринку;
- 2) перетворення в регіональний фінансовий центр;
- 3) розвиток до стадії міжнародного фінансового ринку.

Фінансовий центр також повинен:

- 1) мати широкий спектр інструментів фінансового ринку;
- 2) брати участь у внутрішньому й іноземному секторах;
- 3) мати ефективні міжнародні системи зв'язку.

За всіма цими показниками і стандартами у даний час тільки США, Великобританія і Японія можуть вважатися найважливішими міжнародними фінансовими центрами.

Основні умови й елементи міжнародного фінансового центру:

1) *економічна свобода* – фінансовий ринок не може існувати без свободи діяльності, споживання, накопичення й інвестування;

2) *стабільна валюта*, яка підтримує внутрішню економіку та забезпечує довіру іноземних інвесторів;

3) *ефективні фінансові інститути й інструменти*, здатні направити заощадження в продуктивні капіталовкладення;

4) *активні, всеохоплюючі й мобільні ринки* – комплексні ринки, такі як довгострокові і короткострокові ринки, ринки по угодах на термін і ф'ючерсні ринки, товарні ринки, які надають позичальникам і інвесторам великі можливості;

5) *технологія і засоби зв'язку*, які дозволяють ефективно проводити безготівкові розрахунки і наявні платежі;

6) *фінансові спеціальні знання і людський капітал*, результат навчання й утворення;

7) *підтримка відповідного правового і соціального клімату*, створення привабливої для міжнародних потоків капіталу обстановки.

2. Нью-Йорк як фінансовий центр

Фінансова система США складається з трьох основних компонентів:

1) фінансових інститутів;

2) фінансових ринків;

3) фінансових інструментів.

Фінансові інститути включають три широкі категорії: фінансові посередники, агенти і брокери, товарні і фондові біржі.

Перша категорія відповідає депозитарним установам (комерційні й ощадні банки), договірним інститутам (фірми по страхуванню життя і пенсійні фонди), неконтрактним установам (фірми по страхуванню власності й інвестиційні компанії).

Друга категорія включає іпотечні та інвестиційні банки, а також брокерів і дилерів по операціях із цінними паперами.

До третьої категорії входять товарні і фондові біржі, включаючи опціони, ф'ючерси, свопи, торгівлю іноземною валютою.

Основна мета цих фінансових інститутів – направляти кошти позичальників на виробничі цілі.

Різні контролюючі урядові агентства наглядають за діяльністю фінансових інститутів і ринків і забезпечують їх належне функціонування. Серед контролюючих урядових агентств найбільш впливове – Федеральна резервна система, тому що вона

є центральним банком США, а також діє як урядовий фінансовий агент. Її грошово-кредитна політика проводиться через операції на відкритому ринку, зміну облікової ставки і резервних вимог. Федеральна резервна система впливає на грошову масу і рівень позичкового відсотка. У свою чергу, ці перемінні впливають на ВВП, рівень цін, зайнятості, а також вартість долара.

Фінансові ринки представляють іншу важливу частину американської фінансової системи. У США – це довгострокові і короткострокові ринки.

Ринок довгострокового позичкового капіталу включає:

- 1) ринок цінних паперів (фондова біржа);
- 2) ринки промислових, закордонних і державних облігацій;
- 3) іпотечний ринок, споживчий кредит.

Нью-Йорк – центр ринку капіталу США. Сьогодні всі найбільші інвестиційні банки, такі як Salomon Brothers, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Shearson Lehman, First Boston і Morgan Stanley, ведуть операції в Нью-Йорку, гарантуючи розміщення цінних паперів на первинному ринку, а також діють як брокери для клієнтів на вторинному ринку. Приплив міжнародного капіталу захопив багато іноземних банків і інвестиційних банківських будинків відкрити відділення і філії в Нью-Йорку. Більшість із них представляють Великобританію, Західну Європу і Японію.

Країни, що розвиваються, мають обмежений доступ на нью-йоркський ринок капіталу через суворі вимоги Комісії з цінних паперів і бірж щодо надання компаніями зведень про свою діяльність, а також рейтингів агентств кредитної інформації (рейтингових компаній Moody і Standard and Poor).

Короткостроковий ринок містить у собі:

- 1) грошовий ринок (ринок короткострокового капіталу);
- 2) валютний ринок;
- 3) фінансовий ринок по строкових угодах (ринок опціонів), ф'ючерсний і своповий ринок.

Ринок короткострокового капіталу (грошовий ринок). Внутрішній грошовий ринок США, завдяки розміру американської економіки, є найбільшим у світі. В основному це ринок, де комерційні банки позичають і запозичують зайві резервні фонди, збережені як депозити до запитання в банках Федеральної резервної системи.

Грошовий ринок у США є ринком, вільним від обмежень, і представляє реальні ринкові сили попиту та пропонування фондів, а також безліч альтернатив довгостроковим кредиторам і позичальникам. Безліч фінансових інновацій, таких, як інвестиційні

фонди відкритого типу, які вкладають кошти тільки в короткострокові зобов'язання грошового ринку, опціони і укладання строкових угод, стали результатом зміни фінансових умов.

Валютний ринок. Найактивнішою валютою на ринках найбільших фінансових центрів є долар США, і понад 60% усіх міжнародних операцій проводиться в доларах.

Валютний ринок у США поєднується з валютними ринками в інших країнах і зі світовим ринком. Національний валютний ринок включає комерційні угоди «банк – клієнт» (роздрібний сектор), угоди «банк – банк» (оптовий міжбанківський сектор), а також угоди безпосередні або через брокерів і операції центрального банку з іноземною валютою. Ці операції містять у собі інтервенцію на національний валютний ринок, валютні свопи з іншими центральними банками, а також угоди з міжнародними фінансовими організаціями, такими, як Міжнародний банк реконструкції і розвитку та Міжнародний валютний фонд. Світовий ринок охоплює всесвітні операції упродовж 24 годин на добу. Валютний ринок включає різні часові пояси по всій земній кулі, від Нью-Йорка до Сан-Франциско, від Токію, Гонконга і Сінгапура до Лондона.

Фінансові інструменти. Фінансова система США використовує різні фінансові інструменти.

Інструменти ринку короткострокового капіталу включають:

- казначейські векселі і депозитні сертифікати;
- банківські акцепти;
- комерційні векселі;
- федеральні резервні фонди;
- угоди про покупку цінних паперів з наступним викупом за обумовленою ціною;
- позики брокерам і дилерам.

3. Лондон як фінансовий центр

Надзвичайно важлива роль Лондона як міжнародного фінансового центру привертає увагу до грошово-кредитної політики Великобританії. Реформа, спрямована на вдосконалення її фінансової системи має такі основні етапи:

1) скасування в 1979 р. валютного контролю;

2) прийняття в 1986 р. Закону про фінансові послуги, який вніс найбільш значні зміни в регулювання інвестиційної діяльності у Великобританії;

3) прийняття в 1987 р. Закону про будівельні товариства, який дозволив їм займатися новими для них фінансовими операціями;

4) прийняття в 1987 р. Закону про банківську діяльність; поетапна реформа в галузі регулювання фінансової системи Великобританії; з 1998 р. передача відповідальності за здійснення банківського нагляду з компетенції Банку Англії в компетенцію нового регулюючого органу – Ради з фінансових послуг; прийняття Закону про фінансові послуги і ринки.

Основна мета фінансових реформ – зміцнення і підтримка кредитно-фінансових установ Великобританії в умовах зростаючої глобалізації фінансових ринків.

Лондонський ринок довгострокового позичкового капіталу. У рамках модернізації національної економіки і фінансової системи лондонський ринок капіталу в 1980-і роки радикально змінився. До основних етапів відносяться:

- заснування в листопаді 1980 р. позабіржового ринку цінних паперів (організованого ринку акцій для малих і середніх фірм);
- початок операцій на Лондонській міжнародній біржі фінансових ф'ючерсів у 1981 р.;
- «великий шок» 27 жовтня 1986 р. – Лондонську фондову біржу було переіменовано на Міжнародну фондову біржу; розгорнуто електронну систему біржових котирувань, по якій були скасовані мінімальні комісійні; поділ фірм – членів біржі на брокерів і дилерів; збільшилася кількість гравців із 7 до 35;
- початок функціонування «третього ринку» з січня 1987 р.;
- злиття позабіржового ринку цінних паперів і «третього ринку» у 1990 р.;
- об'єднання Лондонської міжнародної біржі фінансових ф'ючерсів і Лондонського ринку торгівлі опціонами в 1992 р.

Первинний ринок капіталу. Цей ринок містить у собі нові цінні папери, випущені урядом і фірмами Великобританії, а також еврооблігації, випущені іноземними позичальниками.

Вторинний ринок капіталу. Даний ринок включає торгівлю всіма випущеними в обіг на Міжнародній фондовій біржі цінними паперами. Завдяки ліберальній регулюючій структурі, участі добре обізнаних міжнародних інвестиційних банкірів і добре розвинутій мережі засобів зв'язку, Лондон є одним із найбільш привабливих місць для позичальників, інвесторів і фінансових посередників.

Головним центром лондонського вторинного ринку цінних паперів є Міжнародна фондова біржа. Вона охоплює чотири ринки:

- внутрішніх акцій;
- першокласних цінних паперів і цінних паперів фірм із фіксованою процентною ставкою;
- опціонів;
- іноземних акцій.

Ринок короткострокового капіталу Лондона. Грошовий ринок Лондона серед трьох найважливіших міжнародних фінансових центрів є найстаршим і найбільше відповідає всім сучасним вимогам.

У центрі грошової системи Великобританії знаходиться Банк Англії, який виконує такі функції:

1) відповідає за фінансування державного дефіциту шляхом запозичень на ринку першокласних цінних паперів, а також за пом'якшення ефектів щоденних потоків на грошових ринках між урядом і банківською системою;

2) проводить комерційні справи на ринках іноземних валют і золота для уряду й інших клієнтів;

3) здійснює управління золотими і валютними резервами Великобританії;

4) впливає на традиційний грошовий ринок за допомогою продажу казначейських векселів, купівлі і продажу державних цінних паперів на відкритому ринку, здійснення операцій по дисконту векселів, встановлення резервних вимог для сум зобов'язань по стерлінгових депозитах у банках.

Додатковий грошовий ринок. На відміну від традиційного гарантованого грошового ринку, додатковий ринок не є гарантованим. До нього входять міжбанківський ринок, стерлінгові депозитні сертифікати, доларові депозитні сертифікати, цінні папери місцевої влади, фінансових компаній та міжфірмові цінні папери.

Лондонський валютний ринок. Лондонський валютний ринок – найбільший у світі. На ньому діє більше 500 британських і закордонних банків, а також інших кредитно-фінансових установ. Усі брокери на цьому ринку – члени Асоціації брокерів з операцій з іноземною валютою і валютними депозитами.

Операції на Лондонському валютному ринку подібні до операцій на інших ринках, включаючи ринки наявного товару (спот), строкових угод, ф'ючерсів, опціонів, арбітражних операцій і валютних свопів. Лондонський валютний ринок тісно пов'язаний із грошовим ринком внаслідок великого обсягу євровалютних операцій і депозитних сертифікатів в іноземній валюті.

4. Токіо як фінансовий центр

До першої світової війни Японія позичала іноземний капітал і технологію в Лондоні і західноєвропейських країнах. Після другої світової війни Японія купувала іноземний капітал і технологію, головним чином у США для відновлення

зруйнованої війною економіки. Однак тільки після 80-х років ХХ ст., коли Японія за економічною потужністю перетворилася на другу після США країну, завдяки величезному фінансовому запасу, сильній ені й ефективним кредитно-фінансовим установам, Токіо вийшов у центр світових фінансових операцій як конкурентоспроможний гравець.

Фінансова система Японії. У Японії історично склалася і законодавчо закріпилася сегментована структура кредитно-фінансової системи, яка передбачає чітке законодавче розмежування сфер операційної діяльності і функцій певних видів кредитно-фінансових установ.

Банк Японії – центральний банк, який є останнім кредитором у критичній ситуації, державним фінансовим агентом, а також відповідає за проведення грошово-кредитної політики. Він був заснований у 1882 р. за зразком Банку Англії. Значну роль в економічному рості Японії відіграють міські і комерційні банки. Найважливішим джерелом надання короткострокових коштів для приватної промисловості є 13 міських банків, головні офіси яких розташовані в Токіо, а відділення – у всіх найважливіших центрах зосередження населення. Довгострокові кошти для капіталомістких галузей надають комерційні банки. Регіональні банки дають короткострокові позички малим і середнім корпораціям.

Урядові кредитно-фінансові установи є засобом прямого впливу на специфічні галузі економіки і фінансів. Ощадні та поштово-ощадні рахунки – найбільш важливі засоби залучення особистих заощаджень для фінансування державного сектору. У 1970–1980-х роках у Токіо значно зріс ступінь присутності іноземних банків, дилерських фірм, які здійснюють торгівлю цінними паперами. Відповідальність за контроль над діяльністю кредитно-фінансових установ лежить на Міністерстві фінансів Японії.

Японський ринок позичкового капіталу. Із зростанням ролі Токіо як міжнародного фінансового центру з 1970 р. почався випуск енових облігацій іноземним позичальникам. З 1979 р. ринкові сили відіграють усе більш важливу роль у зовнішньому фінансуванні японських корпорацій, хоча банківські позички, як і раніше, складають досить значну частку в обсязі їх фінансування.

У період з 1987 р. по 1990 р. кошти корпорацій поповнювалися за рахунок випуску нових акцій, зареєстрованих на фондовій біржі, та збільшилися з 3,013 млрд. до 3,792 млрд. єн.

На ринку облігацій нові випуски здійснювалися переважно в державному секторі, насамперед за рахунок дисконтних

державних нот і векселів, які купуються приватними особами. Обсяг випуску японськими корпораціями євроєнових облігацій з передплатними сертифікатами досяг свого піка в 1990 р., склавши 925 млрд. єн.

Найбільшими покупцями облігацій на вторинному ринку є трастові банки й інвестиційні компанії. Міські банки і корпорації, зайняті у виробництві або торгівлі, а також іноземні інвестори виступають як селективні покупці облігацій.

У структурі власності на акції найбільша питома вага припадала на кредитно-фінансові установи (45,2%) і корпорації, зайняті у виробництві або торгівлі (25,2%), а їх сумарна частка, з урахуванням холдингів-компаній, складала 72,1%. Це дуже важливо для стабільності японського ринку акцій, тому що національні кредитно-фінансові установи звичайно діють у руслі державної політики. У руках іноземців знаходиться приблизно від 4,0 до 4,2% акцій.

Міжнародні зв'язки. Зміцненню позицій Токіо як одного з найважливіших центрів у процесі глобалізації фінансових ринків сприяла лібералізація ринків єни і капіталу. Так, у 1988 р. приблизно 81 іноземний банк і 60 іноземних фірм по торгівлі цінними паперами мали в Токіо свої головні офіси й відділення. Важливість токійського фінансового ринку підтверджується збільшенням обсягу іноземних капіталовкладень у японські облігації й акції. Найбільша активність іноземних учасників спостерігається на грошових ринках Генсакі, онкольних позичок, депозитних сертифікатів і короткострокових комерційних векселів. Високий денний оборот іноземної валюти, особливо в угодах єна/долар, привів до того, що Токіо став третім, після Лондона і Нью-Йорка, валютним ринком світу.

Однаковою мірою важлива присутність японських банків і фірм по торгівлі цінними паперами у всіх найважливіших міжнародних центрах, включаючи Нью-Йорк, Лондон, Гонконг і континентальну Європу. Операції в цих центрах допомагають японським корпораціям здійснювати закордонне запозичення.

У цілому три розглянутих фінансових центри обслуговують потреби і національної, і міжнародної економіки. Найбільший за обсягом грошовий ринок (216 трлн. єн) мають США, на другому місці – Японія (77 трлн. єн). Якщо ж розглядати грошовий ринок як частку ВВП, найбільшим виявиться грошовий ринок Великобританії (36,8%), другим – ринок США (29,4%).

Тема 1 **РОЛЬ ФІНАНСІВ МІЖНАРОДНИХ
КОРПОРАЦІЙ У СВІТОВОМУ ФІНАНСОВОМУ
СЕРЕДОВИЩІ**

1. Сутність фінансів міжнародних корпорацій
2. Фінансові операції міжнародних корпорацій

1. Сутність фінансів міжнародних корпорацій

Міжнародний бізнес включає ділові трансакції (угоди), що здійснюються між фізичними особами, фірмами й іншими (приватними і суспільними) організаціями за межами національних кордонів.

Виникнення перших міжнародних фірм пов'язують із промисловою революцією в Європі (XVIII–XIX ст.). У цей період значна кількість компаній почали розширювати свої операції шляхом відкриття філій (у т.ч. виробничих) за кордоном.

Вперше термін «транснаціональна» щодо корпорації (ТНК) був введений Д. Лильєнталем, який подав у квітні 1960 р. у Технологічний інститут ім. Карнегі статтю під назвою «Багато-національна корпорація». У цій статті Д. Лильєнталь визначав ТНК як «корпорації..., що, знаходячись на території однієї держави, також проводять комерційні операції і діють відповідно до законодавства інших країн».

Сучасні економісти розглядають ТНК як будь-яке підприємство, що володіє (цілком або частково), контролює і керує майном, яке здатне приносити прибуток, у більш ніж одній країні.

Інвестиції ТНК поділяються на прямі й портфельні. Прямі інвестиції надають підприємству не тільки фінансову допомогу,

але й можливість ТНК брати участь у його управлінні. Портфельні інвестиції орієнтовані тільки на фінансову допомогу й одержання дивідендів.

Досліджуючи питання перетікання капіталу за межі національних держав, який здійснюють ТНК, економісти визначають такі мотиви, якими керуються корпоративні інвестори при здійсненні прямих зарубіжних інвестицій:

- прагнення до технологічного лідерства, що в сучасному світі є головною умовою конкурентної переваги на ринках;
- оптимізація розміру корпорації і економія масштабу організації, яку неможливо здійснити у вузьких рамках національних ринків;
- доступ до іноземних природних ресурсів для надійного забезпечення власного виробництва іноземною сировиною;
- боротьба за нові, у тому числі й іноземні, ринки збуту та подолання імпортних бар'єрів;
- зниження собівартості й збільшення конкурентоспроможності своєї продукції за рахунок розосередження виробництва і раціоналізації окремих операцій відтворювального процесу;
- упровадження єдиної системи управління підприємствами корпорації, організація внутрішнього ринку, створення рекламно-інформаційної мережі;
- встановлення жорсткого контролю за ринками іноземних держав не лише через філіали материнських компаній і змішані підприємства, але й за допомогою союзу з політичними елітами, через які виявляється різнобічний вплив на держави-реципієнти;
- раціоналізація оподаткування за рахунок використання специфічних особливостей податкових систем країн, у яких працює корпорація.

2. Фінансові операції міжнародних корпорацій

Великі корпорації з жорстко централізованою системою фінансових підрозділів усе частіше беруть на озброєння концепцію, згідно з якою функції останніх при виконанні внутрішніх фінансових операцій уподібнюються діяльності звичайного банку щодо своїх клієнтів, тобто концепцію внутрішньокорпоративного банківського обслуговування своїх дочірніх компаній.

Для великих корпорацій внутрішньокорпоративне банківське обслуговування означає, що компаніям, які входять до їх

складу, центральний фінансовий підрозділ корпорації надає основний обсяг банківських послуг. Такий підрозділ (внутрішньо-корпоративний банк) у разі необхідності буде оперувати з банками, що надають базові банківські послуги, а не з банками-кореспондентами.

Головними мотивами для переходу на внутрішньокорпоративні банківські операції є зниження банківських витрат завдяки зведенню до мінімуму кількості операцій з банками і максимальному збільшенню розмірів операцій, які обов'язково мають бути проведені. Великомасштабні консолідовані операції, що звичайно замінюють декілька дрібних операцій для дочірніх компаній корпорації, можуть проводитися працівниками центрального спеціалізованого підрозділу, що діє в регіональному або глобальному масштабі, причому більш ефективно і з меншими витратами, ніж у випадку, якщо б такі операції здійснювали самі дочірні компанії.

Як правило, внутрішньокорпоративні банки виконують такі функції:

- централізовані довгострокові інвестиції й фінансування;
- управління валютними операціями і контроль ризику потенційних збитків;
- підрахунок чистого результату (взаємна компенсація вимог і зобов'язань) проходження фінансових потоків між компаніями і розрахунок валютної збалансованості;
- повторне пред'явлення рахунків-фактур і факторинг;
- управління проходженням грошових коштів;
- централізоване управління відносинами з банками.

Щодо довгострокових інвестицій і фінансування більшість корпорацій, яким потрібно позичити або вкласти кошти, вважає вигідним підсумовувати (і одержувати результат у чистому вигляді) свої надлишки й недостачі всередині корпорації, щоб здійснювати позику або вкладення для корпорації в цілому, а не для окремого підрозділу ТНК.

Цей підхід є популярним для корпорацій, що мають потужні філії у різних країнах, бо дуже часто є ефективною позику в тих валютах, у яких корпорація має значні потоки грошових коштів, щоб уникнути перерахунків при необов'язкових обмінах валют. Наприклад, якщо корпорація потребує засобів для будівництва нового заводу в країні X і всі витрати відображені в національній валюті цієї країни, а дочірні компанії в даній країні мають постійні надходження грошових коштів у національній валюті, то може виявитися більш вигідним зробити позику в

національній валюті і виплачувати позиковий відсоток з надходжень у ній.

Якщо ж філії в країні *X* мають незначний рівень надходжень грошових коштів, то внутрішньокорпоративний банк може вважати за необхідне фінансувати будівництво товарного складу в іншій валюті чи конвертувати цю валюту в національну валюту країни *X*, наражаючись на ризик потенційних збитків при валютних операціях.

Отже, можна зазначити, що ТНК, з одного боку, прагнуть не замикатися і розраховувати у валютних операціях лише на власні корпоративні фінансові ресурси, а з іншого – здатні ініціювати значні за обсягом переміщення капіталу між країнами. У будь-якому разі діє принцип: кожна операція (фінансова, зокрема) має здійснюватися з урахуванням інтересів усієї корпорації, а не її окремого підрозділу.

Економісти виділяють такі внутрішньокорпоративні фінансові операції:

- фінансові консультації для корпорації;
 - підрахунок чистого результату:
 - повторне виставляння рахунків;
 - факторинг;
 - бухгалтерська і управлінська звітність;
 - внутрішньокорпоративне фінансування;
 - управління грошовими коштами;
 - спостереження за ринковими курсами і цінами;
 - огляд ринку;
 - робота з ринками;
 - підтвердження зовнішніх операцій;
 - інструкції по виконанню платежів;
 - підтвердження внутрішніх операцій;
 - прогнозування руху грошових коштів;
 - робота з клієнтами внутрішньокорпоративного банку;
 - встановлення курсів і цін для корпорації;
 - зв'язок з банками;
 - внутрішньокорпоративний банк.
- Зазначені операції проводяться корпорацією як єдиним цілим.

1. Сутність і типи злиття і поглинання
2. Історичні аспекти злиття і поглинання компаній
3. Основні мотиви злиття і поглинання компаній
4. Механізм злиття і поглинання компаній
5. Наслідки злиття і поглинання компаній
6. Механізм захисту компаній від поглинання

1. Сутність і типи злиття і поглинання

Великі компанії прагнуть знаходити додаткові джерела розширення своєї діяльності, серед яких найбільш популярні злиття і поглинання компаній.

Відповідно до загальноприйнятої практики під злиттям розуміють будь-яке об'єднання господарюючих суб'єктів, унаслідок чого створюється єдина економічна одиниця з двох або більше раніш існуючих структур.

У міжнародній практиці злиття визначають як об'єднання декількох фірм, у результаті якого одна з них виживає, а інші втрачають самостійність і припиняють існування.

Поглинання компанії – це взяття під контроль однієї компанії іншою, управління нею з придбанням абсолютного або часткового права власності на неї. Поглинання компанії найчастіше здійснюється шляхом скуповування всіх акцій підприємства на біржі, що означає придбання цього підприємства.

Класифікація основних типів злиття і поглинання компаній. Як найбільш важливі ознаки класифікації цих процесів можна виділити такі:

- 1) характер інтеграції компаній;
- 2) національна належність компаній, що об'єднуються;
- 3) ставлення компаній до злиття;
- 4) спосіб об'єднання потенціалу;
- 5) умови злиття;
- 6) механізм злиття.

Залежно від характеру інтеграції компаній існують:

- *горизонтальне злиття* – об'єднання компаній однієї галузі, що виготовляють однакову продукцію або здійснюють однакові стадії виробництва;
- *вертикальне злиття* – об'єднання компаній різних галузей, пов'язаних технологічним процесом виробництва кінцевого продукту;

- *родове злиття* – об’єднання компаній, що випускають взаємозалежні товари;

- *конгломератне злиття* – об’єднання компаній різних галузей, що не мають спільних рис у виробничому процесі. Поєднані компанії не мають ні технологічної, ні цільової єдності з основною сферою діяльності фірми-інтегратора.

Щодо конгломератного злиття, то існує три його різновиди:

- *злиття з розширенням продуктової лінії* (*product line extension mergers*), тобто з’єднання неконкуруючих продуктів, канали реалізації і процеси виробництва яких схожі;

- *злиття з розширенням ринку* (*market extension mergers*), тобто придбання додаткових каналів реалізації продукції, наприклад, супермаркетів, у географічних районах, які раніше не обслуговувалися;

- *чисте конгломератне злиття*, що не має спільних рис.

Залежно від ставлення управлінського персоналу компанії до угоди щодо злиття або поглинання можна виділити:

- *дружнє злиття* – злиття, при якому керівний склад і акціонери компанії, що придбає, і компанії, яка придбається, підтримують дану угоду;

- *вороже злиття* – злиття і поглинання, при яких керівний склад цільової компанії (компанії-мішені) не згодний з угодою, що готується, і здійснює ряд заходів проти захоплення.

На практиці можна також виділити такі види злиття компанії:

1) злиття компаній, функціонально зав’язаних по лінії виробництва або збуту продукції (*product extension merger*);

2) злиття, у результаті якого виникає нова юридична особа (*statutory merger*);

3) повне поглинання (*full acquisition*) або часткове поглинання (*partial acquisition*);

4) пряме злиття (*outright merger*);

5) злиття компаній, що супроводжується обміном акцій між учасниками (*stock-swap merger*);

6) поглинання компанії з приєднанням активів за повною вартістю (*purchase acquisition*) і т.п.

Відомий західний фінансист Ю. Бригхем, розглядаючи злиття і поглинання з фінансової точки зору, виділяє два можливих види злиття компаній:

- *операційне злиття* – злиття компаній, при якому їхні операції поєднуються з метою можливого одержання ефекту

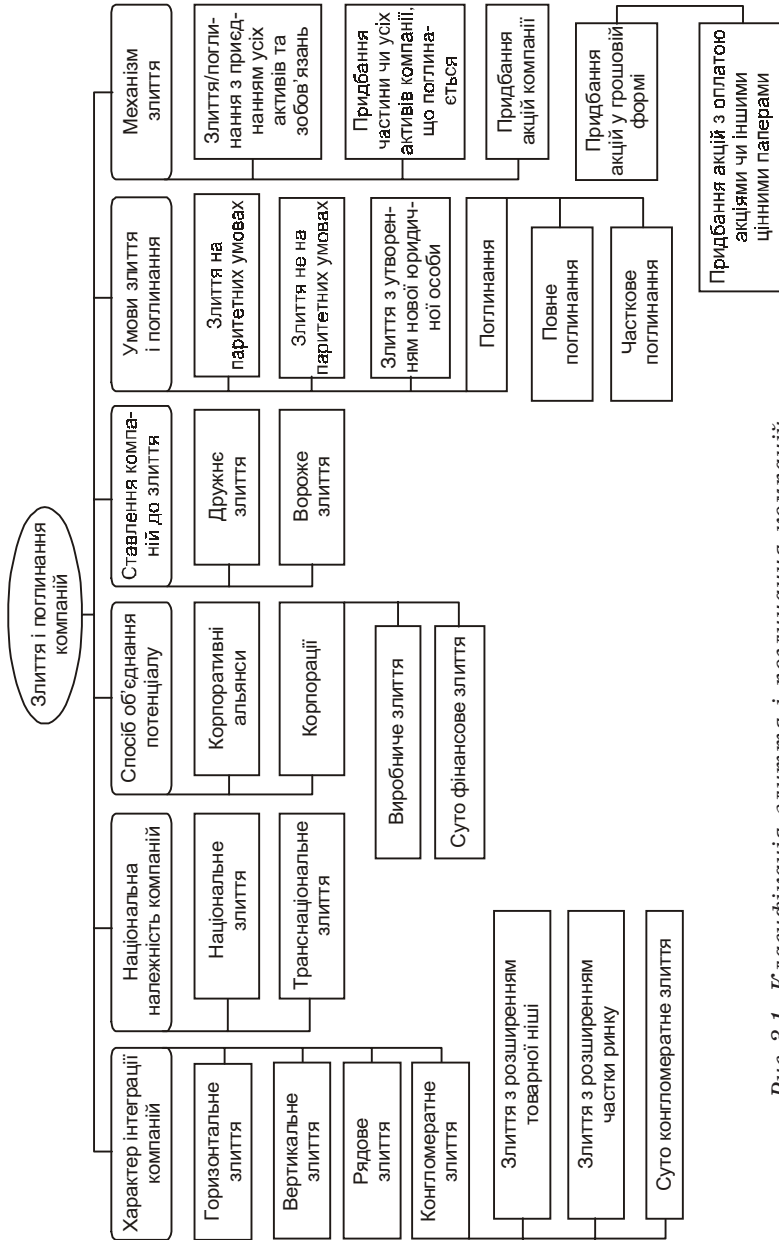


Рис 3.1. Класифікація злиття і поглинання компанії

синергізму, тобто одержання поточного економічного ефекту від об'єднання зусиль компаній у сфері ведення операційної діяльності;

- *фінансове злиття* – злиття, при якому компанії, що беруть участь у ньому, не ведуть спільну діяльність і від якого не очікується дія ефекту синергізму.

Істотне розходження між операційним і фінансовим злиттям полягає в тому, що при проведенні того чи іншого виду ставляться різні цілі, досягнення яких приносить певні вигоди для суб'єктів угоди. Головною метою операційного злиття є вдосконалення основної діяльності, а фінансового злиття – одержання додаткових вигод від об'єднання капіталу. У дійсності у більшості випадків злиття містить елементи того й іншого виду, хоча співвідношення між ними звичайно істотно різниться.

Тип злиття залежить від ситуації на ринку, а також від стратегії діяльності компаній і ресурсів, на які вони розраховують. Класифікація злиття і поглинання компаній представлена на рис. 3.1.

Злиття і поглинання компаній мають свої особливості в різних країнах та регіонах світу. Так, наприклад, у США відбуваються насамперед злиття або поглинання великих фірм, а у Європі переважно йде поглинання малих і середніх компаній, сімейних фірм, невеликих акціонерних товариств суміжних галузей.

2. Історичні аспекти злиття і поглинання компаній

Злиття і поглинання компаній мають хвилеподібний характер. Визначають п'ять найбільш виражених хвиль у розвитку цих процесів:

- хвиля злиття 1887-1904 рр.,
- хвиля злиття 1916-1929 рр.,
- хвиля конгломератного злиття 1960-1970-х рр.,
- хвиля злиття 1980-х рр.;
- хвиля злиття в другій половині 1990-х рр.

Основні тенденції хвилеподібного розвитку злиття і поглинання компаній наведені в табл. 3.1.

Перелік найбільших випадків злиття і поглинання, що мали місце в другій половині 1990-х рр., наведено в табл. 3.2.

Слід зауважити, що зазначені злиття компаній і банків є найбільшими за останні 15 років, і більшість з них припадає на

Таблиця 3.1. Характеристика найбільш значних періодів злиття і поглинання компаній

Хвиля злиття компаній	Характеристика періоду злиття компаній
1887-1904 рр.	Злиття здебільшого здійснювалося за принципом горизонтальної інтеграції. Практично у всіх галузях панували монополії, тобто єдині домінуючі фірми. З'явилися підприємства, які можна вважати попередниками сучасних вертикально інтегрованих корпорацій. Характерною рисою злиття в цей період виявився множинний характер: у 75% злиття було втягнуто принаймні по 5 фірм, у 26% з них брало участь 10 і більше компаній. Іноді поєднувалися кілька сотень фірм.
1916-1929 рр.	У зв'язку з дією антимонопольного законодавства злиття компаній у галузях призводить уже не до панування монополії, а до олігополії, домінування невеликої кількості найбільших фірм. Для цієї хвилі більше, ніж для попередньої, характерні вертикальне злиття і диверсифікованість.
1960-1970-ті рр.	Характерний сплеск злиття фірм, зайнятих у різних видах бізнесу, тобто злиття конгломератного типу. З 1965 р. по 1975 р. 80% злиття призвело до утворення конгломератів. Кількість випадків суто конгломератного злиття зросло з 10,1% у 1948-1955 рр. до 45,5% у 1972-1979 рр. Тверде антимонопольне законодавство обмежило горизонтальну і вертикальну інтеграцію. Кількість випадків горизонтального злиття зменшилася з 39% у 1948-1955 рр. до 12% у 1964-1971 рр.
1980-і рр.	Питома вага злиття конгломератного типу зменшилася. Створення нових об'єднань супроводжувалося руйнуванням раніше створених конгломератів. Помітною стає тенденція до ворожого поглинання. З огляду на пом'якшення антимонопольної політики у цей період найбільш поширене горизонтальне злиття.
Друга половина 1990-х рр.	Найбільш популярним типом злиття компаній є горизонтальна інтеграція. Характерне об'єднання транснаціональних корпорацій, тобто надконцентрація компаній. Величезного розмаху набули злиття і поглинання у фінансовій сфері.

перше півріччя 1998 р. Ці дані ще раз підтверджують наявність чергової (п'ятої) хвилі злиття і поглинання компаній.

У 1998 р. було укладено 26200 угод про злиття і поглинання компаній, що на 1700 угод більше, ніж за попередній рік, і в 2,3 рази більше, ніж у 1990 р. Обсяг укладених угод у 1998 р. зріс порівняно з 1990 р. майже в 5 разів.

Таблиця 3.2. Перелік найбільших угод злиття компаній у другій половині 1990-х рр.

Найменування компаній, що беруть участь в угоді злиття	Галузь	Дата злиття
«Travelers Group Inc» (США) – «Citicorp» (США)	страхування, банки	квітень 1998 р.
«SBC Communications» (США) – «Amentech Corp» (США)	телебачення, зв'язок	травень 1998 р.
«Bank of Amencd» (США) – «Nationalsbakh Corp.» (США)	банки	квітень 1998 р.
«AT&T Corp» (США) – «Telecommunications» (США)	зв'язок	червень 1998 р.
«Daimler Benz» (Німеччина) – «Chrysler Corp» (США)	автомобіле-будування	травень 1998 р.
«Worldcom» (США) – «MCI Communications» (США)	зв'язок	жовтень 1997 р.
«American Home Products Corp» (США) – «Monsanto Co» (США)	споживчі товари, хімія	червень 1998 р.
«Norwest Corp» (США) – «Wells Fargo & Co» (США)	фінанси, послуги	червень 1998 р.
«Bane One Corp» (США) – «First Chicago NBD Corp» (США)	банки	квітень 1998 р.
«ABC Communications» (США) – «Pacific Telesys» (США)	зв'язок	квітень 1996 р.
«Swiss Bank Corporation» (Швейцарія) – «Union Bank of Switzerland» (Швейцарія)	банки	грудень 1997 р.
«Bell Atlantic Corp» (США) – «Ninex» (США)	зв'язок	квітень 1996 р.
«Berkshire Hdthdway» (США) – «General Re Corp» (США)	роздрібна торгівля	червень 1998 р.
«Disney (Walt) Company» (США) – «Capital Cities ABC» (США)	кіно, розваги, телебачення	серпень 1995 р.
«First Union Corp» (США) – «Corestdtes Financial Corp» (США)	банк, фінанси	листопад 1997 р.
«Zurich Insurance» (Швейцарія) – «BAT Industries Financial Services» (Великобританія)	фінанси	травень 1997 р.
«Grand Metropolitan» (Великобританія) – «Guinness» (Великобританія)	торгівля, фінанси	травень 1997 р.

3. Основні мотиви злиття і поглинання компаній

Теорія і практика сучасного корпоративного менеджменту виділяє такі основні мотиви злиття і поглинання компаній.

Одержання синергетичного ефекту. Компанії прагнуть одержати і підсилити синергетичний ефект, тобто діє взаємодоповнююча функція активів двох або декількох підприємств, сукупний результат якої перевищує суму результатів окремих активів цих компаній.

Економія, зумовлена масштабами. Досягається в разі, якщо середня величина витрат на одиницю продукції знижується по мірі збільшення обсягу виробництва продукції. Полягає в виконанні більшого обсягу робіт на тих же потужностях, з тією же чисельністю працівників і тією же системою розподілу.

Мотив монополії (прагнення досягти або посилити своє монопольне положення). Злиття надає можливість компаніям приборкати цінову конкуренцію. При цьому антимонопольне законодавство обмежує злиття з явними намірами підвищити ціни.

Підвищення якості управління та усунення неефективності. Метою злиття й поглинання компаній може бути досягнення диференційованої ефективності, яка означає, що управління активами однієї з фірм було неефективним, а після злиття з'являється можливість для ефективного управління активами корпорації.

Податкові мотиви. Податкове законодавство стимулює злиття й поглинання, результатами яких є зниження податків або одержання податкових пільг.

Диверсифікованість виробництва і можливість використання надлишкових ресурсів. Цей мотив пов'язаний з надіями на зміну структури ринків або галузей, з орієнтацією на доступ до нових важливих ресурсів і технологій.

Різниця в ринковій ціні компанії і вартості її заміщення. Має сенс тоді, коли ринкова оцінка майнового комплексу цільової компанії (компанії-мішені) значно менше вартості заміни її активів.

Особисті мотиви менеджерів. У першу чергу – це прагнення збільшити політичну вагу керівництва компанії.

Економісти акцентують увагу на тому, що серед усіх можливих, мотиви злиття можна з певною умовністю поділити їх на обґрунтовані й сумнівні.

Серед обґрунтованих мотивів злиття слід виділити такі:

- економія за рахунок масштабів діяльності. Економія є природною метою горизонтального злиття. Конгломератне злиття приносить вигоди внаслідок централізації управлінських функцій і ведення бухгалтерського обліку; внаслідок здійснення фінансового контролю конгломератне злиття дозволяє

підвищити кваліфікацію персоналу й рівень загального стратегічного управління компанією;

- економія за рахунок вертикальної інтеграції. Це злиття з постачальниками або покупцями, які дозволяють спростити управління й координацію, а також заощадити на трансакційних витратах;
- комбінування взаємодоповнюючих ресурсів. Об'єднання компаній, одна з яких має ресурси, необхідні для іншої, приносить вигоди, тому що остання звільняється від необхідності здобувати або орендувати ці ресурси на стороні;
- «невикористані податкові щити». Дозволяє компанії, що користується податковими пільгами, поширювати дію цих пільг на компанію, яка цих пільг не має;
- можливість використання надлишкових ресурсів. Компанія, що має надлишкові кошти і не бажає інвестувати їх у розширення власної діяльності (скуповувати власні акції, виплачувати дивіденди акціонерам), може інвестувати в акції інших компаній. Крім того, слід враховувати, що компанія може стати об'єктом поглинання з боку інших компаній, які бажають використовувати ці засоби;
- усунення неефективності. Придбання компанії, яка неефективно використовує свої ресурси, дозволяє одержати вигоди внаслідок реорганізації її діяльності.
Серед сумнівних мотивів злиття виділяють такі:
- диверсифікованість. Незважаючи на численні вигоди, що несе за собою диверсифікованість, сама по собі вона не може служити розумним мотивом для проведення злиття компаній, тому що не призводить до росту вартості поєднаних компаній;
- гра «стартовий запуск». У деяких випадках після об'єднання компаній простежується ріст показника прибутку в розрахунку на одну акцію протягом декількох наступних років, що супроводжується зменшенням сукупної кількості акцій для компаній, які об'єдналися, і, отже, збільшенням прибутку в розрахунку на одну акцію, незважаючи на те що реальний обсяг прибутку і вартість об'єднаних компаній не збільшуються;
- зниження витрат на фінансування. Оскільки більш велика компанія має великі можливості залучення позикових коштів під низькі відсотки, цей фактор можна назвати однією з причин для злиття, хоча в дійсності для власників об'єднаної компанії платою за більш низькі відсотки буде служити

ріст зобов'язань щодо гарантування повернення коштів, і, отже, чиста вигода буде відсутньою.

Крім традиційних мотивів інтеграції можуть зустрічатися й специфічні. Так, мотивом для злиття компаній країн, що розвиваються, є протистояння експансії на внутрішній ринок більш могутніх іноземних конкурентів.

4. Механізм злиття і поглинання компаній

Можливі такі організаційні форми злиття і поглинання компаній:

1) об'єднання двох або декількох компаній, яке припускає, що одна з учасниць угоди бере на свій баланс усі активи і всі зобов'язання іншої компанії. Для застосування такої форми необхідно домогтися схвалення угоди не менш ніж 50% акціонерів компаній, що беруть участь в угоді (статути корпорацій і закони, як правило, встановлюють більш високу частку голосів, необхідних для схвалення угоди, зокрема, на рівні 75%);

2) об'єднання двох або декількох компаній, коли створюється нова юридична особа, що бере на свої баланс усі активи і всі зобов'язання поєднаних компаній. Для застосування такої форми, як і для попередньої, необхідно домогтися схвалення угоди не менш ніж 50% акціонерів поєднаних компаній;

3) купівля акцій компанії з оплатою в грошовій формі або в обмін на акції чи інші цінні папери поглинаючої компанії. У цьому разі ініціатор угоди може вести переговори з акціонерами компанії, яка його цікавить, на індивідуальній основі. Схвалення і підтримка угоди менеджерами компанії, що поглинається, не обов'язкові;

4) купівля деяких або всіх активів компанії. При цій організаційній формі, на відміну від попередньої, необхідна передача прав власності на активи. Гроші мають бути виплачені самій компанії як господарській одиниці, а не безпосередньо її акціонерам.

Процес здійснення злиття компаній можна ділити на такі етапи:

- 1) вивчення поточної і бажаної позицій та іміджу фірми;
- 2) визначення потенційних партнерів;
- 3) зближення з партнером і залучення його до здійснення операції злиття;
- 4) запуск процесу управління злиттям;
- 5) здійснення процедури злиття;
- 6) створення й запуск нової компанії;

7) управління створеною компанією.

Угоди про злиття і поглинання компаній можуть бути здійснені таким чином:

- компанія X купує активи компанії Y з оплатою в грошовій формі;
- компанія X купує активи компанії Y з оплатою цінними паперами, що випущені компанією-покупцем;
- компанія X може купити контрольний пакет акцій компанії

Таблиця 3.3. Найбільші консультанти з питань злиття і поглинання у світовому масштабі за період з 1 січня по 31 серпня 1999 р.

Місце	Банк	Країна	Загальний обсяг операцій, млрд. дол.	Частка на ринку, %*	Кількість операцій
1	Goldman Sachs	США	676,033	34,2	238
2	Morgan Stanley Dean Witter	США	593,794	30,1	274
3	Merrill Lynch	США	566,840	28,2	255
4	Credit Suisse First Boston	США/Швейцарія	383,240	19,4	185
5	Lehman Brothers	США	250,841	12,7	121
6	Donaldson Lufkin&Jenrette	США	230,330	11,7	189
7	Lazard Houses	США/Великобританія/Франція	228,921	11,6	97
8	JP Morgan	США	224,865	11,4	160
9	Salomon Smith Barney	США	223,786	11,3	170
10	Rothschild Group	США/Великобританія/Франція	116,310	5,9	103
11	Chase Manhattan	США	113,421	5,7	73
12	Warburg Dillon Read	Швейцарія	110,819	5,6	138
13	Deutsche Bank	Німеччина	87,977	4,5	120
14	Paribas	Франція	75,164	3,8	28
15	Banque Nationale de Paris	Франція	73,321	3,7	21

* Сума перевищує 100%, тому що в одній операції може бути задіяно декілька консультантів.

В і стати при цьому холдингом для компанії В, яка продовжує функціонувати як самостійна одиниця;

- проведення злиття компанії Х і компанії В на основі обміну акціями між ними;
- компанія Х зливається з компанією У і в результаті утвориться нова компанія Z. Акціонери компанії Х і У у певній пропорції обмінюють свої акції на акції компанії Z.

Проведення угод про злиття і поглинання вимагає кваліфікованої консультаційної, управлінської і фінансової підтримки. З ростом глобальності подібних угод залучення спеціалізованих інститутів стає обов'язковим атрибутом.

Проведення угод про злиття і поглинання в даний час є однією з найбільш прибуткових сфер діяльності інвестиційних банків. Великі угоди глобального масштабу проводяться за допомогою найбільших інтернаціональних банків.

В операціях злиття і поглинання банки надають кредити, організують залучення інших видів позикових коштів, забезпечують інвестування проектів і надають рекомендації щодо їх проведення.

Існують також компанії-радники, що надають консультаційну підтримку щодо проведення угод про злиття і поглинання, але ці компанії значно поступаються банкам у комплексності наданих послуг; в конкурентній боротьбі з великими банками вони поступово витісняються.

Рейтинг найбільших консультантів з питань злиття і поглинання у 1999 р. наведено в табл. 3.3.

5. Наслідки злиття і поглинання компаній

За даними Mergers & Acquisitions Journal, 61% злиття і поглинання компаній не повертає вкладених у них коштів. Дослідження 300 угод злиття, що відбулися у 1990-ті рр., проведене Price Waterhouse, показало, що 57% компаній, що утворилися в результаті злиття або поглинання, відстають за показниками свого розвитку від інших аналогічних представників даного ринку й змушені знову розділитися на самостійні корпоративні одиниці.

Експертами, як правило, зазначаються три причини невдачі злиття і поглинання:

- неправильна оцінка поглинаючою компанією привабливості ринку або конкурентної позиції компанії, що поглинається;

- недооцінка розміру інвестицій, необхідних для здійснення угоди про злиття або поглинання компанії;
- помилки, допущені в процесі реалізації угоди про злиття.

Важливим аспектом угоди злиття й поглинання є коректна оцінка вартості компанії, що поглинається. Значення цього параметру можна розглядати в двох ракурсах:

- визначення коректної ціни угоди про придбання компанії дозволяє одержати дані, необхідні для визначення фінансової ефективності інвестиційного проекту взагалі;
- одержання достовірної інформації про вартість компанії з урахуванням найбільшої кількості значимих факторів для компанії-покупця (серед яких слід виділити прогнозовані довгострокові вигоди) дозволяє зробити відповідні висновки про корисність даної угоди в цілому для конкретного інвестора.

Вартість компанії при її оцінці, згідно з першою або другою із зазначених точок зору, може істотно відрізнятись. При цьому вартість, отримана в першому випадку, може розглядатися як вартість компанії взагалі, тобто її ринкова вартість, а в другому – як вартість, що визначає не просто ціну угоди, а впливає на інвестиційну привабливість усього проекту злиття або поглинання компанії як комплексна оцінка. Ця оцінка характеризує ефективність й обґрунтованість капіталовкладень, враховує всі особливості компанії, що купується, а також вигоди, які одержуються в результаті ефекту синергізму.

Вартість компанії, визначена згідно з другим підходом, є більш реалістичною, саме цим підходом переважно керуються фінансисти, тому що розрахована в такий спосіб вартість угоди буде визначати прийнятну ціну з погляду покупця. У найпростішому випадку вона визначається шляхом внесення коректив у розраховану за першим способом вартість залежно від обраних значимих для покупця факторів.

Прикладом значних розбіжностей при оцінці вартості компанії за першим і другим підходами є оголошення у 1999 р. третім за величиною банком Великобританії National Westminster Bank про намір придбати страхову компанію Legal & General Group (L&G). При цьому банк керував страховою компанією за 10,7 млрд. ф. ст., незважаючи на те що експертами ринкова вартість L&G оцінювалася в 5 млрд. На жаль, можна говорити про невдачу National Westminster Bank, тому що пізніше (у 2000 р.) він сам був придбаний банком Royal Bank of Scotland.

При оцінці вартості компанії, що купується, як правило, застосовуються такі показники:

1) балансова вартість (*Book Value*) – чиста вартість, що відповідає вартості активів за винятком зобов'язань;

2) ліквідаційна вартість (*Liquidation Value*) – ринкова вартість активів за винятком зобов'язань;

3) капіталізація (*Outstanding Shares Value*) – застосовується щодо компаній, акції яких обертаються на фондовому ринку, і дорівнює сумі ринкової вартості акцій компанії;

4) сума очікуваних надходжень (*Expected Earnings Valuation*);

5) розмір дисконтної ставки (*Discount Factor*);

6) розмір розчинення або розмивання (*Dilution Method*).

Методи обчислення балансової вартості, ліквідаційної вартості й капіталізації є найбільш простими і самостійно не застосовуються для оцінки вартості реальних компаній.

Метод визначення суми очікуваних надходжень зводиться до того, що вартість компанії обчислюється на основі дисконтованого потоку коштів компанії, яка оцінюється, включаючи вигоди поглинання.

При цьому очікувана чиста вигода від поглинання буде дорівнювати різниці між такими потоками і загальною сумою коштів, необхідних для поглинання, яка включає витрати на проведення процедури злиття й покупку активів компанії. У даному разі важливо дати адекватну оцінку сумарних грошових потоків, що мають бути одержані після злиття фірми.

Метод обчислення вартості на основі визначення розміру дисконтної ставки покликаний усунути основний недолік попереднього методу – можливість неадекватної оцінки величини потоку коштів компанії, що поглинається. Приведена вартість, розрахована за даним методом, має враховувати коректну оцінку вартості грошей у часі, а також можливі ризики. З цією метою розраховується коефіцієнт дисконтування, що враховує максимально можливу кількість факторів, які впливають на визначення вартості грошей у часі для розглянутої компанії, що далі і застосовується для дисконтування грошових потоків.

Західні економісти розраховують даний коефіцієнт на основі ринкового значення показника *бета*, що відбиває відносну мінливість ціни цінних паперів.

Рекомендується використовувати формулу обчислення дисконтної ставки за способом визначення гарантованої вартості (*Security market line*):

$$k_s = k_{RF} + (RP_M) \beta,$$

де k_s – ставка дисконтування, що застосовується для оцінки приведеної вартості капіталу аналізованої компанії; k_{RF} – дисконтна ставка центрального банку; RP_M – премія за ризик; β – значення коефіцієнта бета для аналізованої компанії.

В умовах перехідної економіки застосування подібного підходу ускладнюється з кількох причин: відсутність практики розрахунку показника *beta* не дає можливості зробити достовірну його оцінку; високе значення ставки рефінансування центральних банків утруднює застосування подібної формули, тому що оцінювання з її допомогою реальних проектів призведе до того, що вони будуть визнані нерентабельними. У таких умовах необхідно або використовувати ставки дисконтування, що розраховані і рекомендуються для подібних проектів різними консультативними службами, або обчислювати власне значення з урахуванням особливостей розглянутого проекту.

Останній з наведених метод оцінки вартості компанії, що поглинаються (метод визначення величини розмивання (*Dilution method*), заснований на проведенні компанією, що купує, розрахунків з метою обчислення максимальної ціни, яку вона може запропонувати при купівлі, не понизивши при цьому доходи на свою акцію (*earnings per share, EPS*).

У процесі визначення вартості угоди про злиття або поглинання слід також орієнтуватися на можливі наслідки щодо перерозподілу сил на ринках, де працюють компанії – учасники запланованої угоди, і на те, яку вигоду з цього може мати компанія, що придбає іншу. Для компаній, які працюють на низькоконкурентному ринку, поглинання компанії-конкурента може принести значно більші вигоди, ніж витрати, понесені на її придбання.

Крім того, варто враховувати той факт, що в більшості випадків після оголошення намірів про злиття відбуваються значні зміни на фондовому ринку, які здатні або підвищити витрати на придбання компанії (унаслідок звичайного в цій ситуації росту курсу акцій компанії, що підлягає купівлі), або зірвати угоду взагалі.

6. Механізм захисту компаній від поглинання

Існує кілька можливих способів ворожого поглинання компанії з отриманням її акціонерів. Найбільш поширеним з них є пряма пропозиція про купівлю контрольного пакета (тендерна пропозиція) акціонерами компанії-мішені.

Інший спосіб називають боротьбою за доручення, оскільки він припускає одержання права голосування чужими акціями, тобто голосування за дорученням.

У світовій практиці відома ціла система заходів проти захоплення, які застосовують менеджери, щоб протистояти небажаним угодам. У табл. 3.4 і табл. 3.5 представлені прийоми, що частіше за інші застосовуються на практиці.

Таблиця 3.4. Основні прийоми захисту компанії від поглинання до публічного оголошення про цю угоду

Вид захисту	Коротка характеристика виду захисту
Внесення змін у статут корпорації	<i>Ротація ради директорів.</i> Рада поділяється на кілька частин. Щороку обирається тільки одна частина ради. Потрібна більша кількість голосів для обрання того або іншого директора. <i>Понадбільшість.</i> Затвердження угоди злиття понадбільшістю акціонерів. Замість звичайної більшості потрібно не менше 2/3 голосів, а звичайно 80%. <i>Справедлива ціна.</i> обмежує злиття акціонерами, що мають більшу частку акцій в обороті, ніж визначено, якщо не платиться справедлива ціна (обумовлена формулою або відповідною процедурою оцінки).
Зміна місця реєстрації корпорації	З огляду на відмінності в законодавстві окремих регіонів, вибирається таке місце реєстрації, де можна простіше провести протизахоплюючі виправлення в статут і полегшити собі судовий захист.
«Отруйна пігулка»	До цих заходів компанія вдається з метою зменшення своєї привабливості для потенційного «загарбника». Наприклад, акціонерам надаються права, які в разі купівлі значної частки акцій загарбником можуть бути використані для придбання звичайних акцій компанії за низькою ціною (як правило, за половину ринкової ціни). У разі злиття права можуть бути використані для придбання акцій компанії, що купує.
Випуск акцій з більш високими правами голосу	Поширення звичайних акцій нового класу з більш високими правами голосу. Дозволяє менеджерам компанії-мішені одержати більшість голосів без володіння більшою часткою акцій.
Викуп з використанням позикових коштів	Купівля компанії або її підрозділу групою приватних інвесторів із залученням високої частки позикових коштів. Акції компанії, яку викупувають таким способом, більше не продаються вільно на фондовому ринку. Якщо при викупі компанії цю групу очолюють її менеджери, то таку угоду називають «викуп компанії менеджерами».

Таблиця 3.5. Основні прийоми захисту компанії від поглинання після публічного оголошення про цю угоду

Вид захисту	Коротка характеристика виду захисту
Захист Пекмена	Контрнапад на акції загарбника.
Позов	Порушується судовий розгляд проти загарбника за порушення антимонопольного законодавства або законодавства про цінні папери.
Злиття з «білим лицарем»	Як останню спробу захиститися від поглинання можна використовувати варіант об'єднання з «дружньою компанією», яку звичайно називають «білим лицарем».
«Зелена броня»	Деякі компанії надають групі інвесторів, яка загрожує їм захопленням, пропозицію про зворотний викуп із премією, тобто пропозицію про викуп компанією своїх акцій за ціною, що перевищує ринкову, і, як правило, що перевищує ціну, яку сплатила за ці акції дана група.
Укладання контрактів на управління	Компанії укладають зі своїм управлінським персоналом контракти на управління, у яких передбачається висока винагорода за роботу керівництва. Це служить ефективним засобом збільшення ціни компанії, що поглинається, тому що вартість «золотих парашутів» у цьому разі істотно зростає.
Реструктуризація активів	Купівля активів, які не сподобаються загарбникові або створюють антимонопольні проблеми.
Реструктуризація зобов'язань	Випуск акцій для дружньої третьої сторони або збільшення кількості акціонерів. Викуп акцій із премією в акціонерів.

Т е м а 3

ФІНАНСУВАННЯ Й ОПОДАТКОВУВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ МІЖНАРОДНИХ КОРПОРАЦІЙ

1. Форми фінансування міжнародної діяльності ТНК. Фінансові і податкові цілі ТНК
2. Національні податкові системи
3. Вплив оподаткування на ТНК

1. Форми фінансування міжнародної діяльності ТНК. Фінансові і податкові цілі ТНК

Форми фінансування ТНК підрозділяються за:

- видами (позики і випуск нових акцій);
- джерелами (внутрішні і зовнішні, тобто за рахунок коштів, що залучаються на місцевому й міжнародному фінансовому ринках);

- термінами (довгострокове і короткострокове);
- валютами (у місцевій та іноземній валюті).

Джерелами фінансування можуть бути внутрішні ринки капіталу, де інструментами одержання коротко- і довгострокових коштів служать овердрафти, банківські короткострокові позики для покриття необхідності в ресурсах до одержання належної суми і середньострокові позики з можливістю дисконтування. Джерела довгострокових коштів включають довгострокове банківське кредитування, фінансування оренди, а також облігації або акції.

Вибір між різними формами ґрунтується на:

- 1) необхідності посилення адміністративного контролю;
- 2) потребі в одержанні коштів від дочірніх компаній;
- 3) виборі об'єкта фінансування (основний капітал, чиста дебіторська заборгованість тощо);
- 4) елементах комерційної стратегії, включаючи мінімізацію суми податків, що сплачуються у світовому масштабі, і розвиток ділового співробітництва з національними і міжнародними фінансовими установами;
- 5) очікуваннях щодо змін фінансового середовища (процентних ставок, обмінних курсів і інших витрат фінансування на ринках, що ТНК може розглядати як джерела фінансування);
- 6) прагненні мінімізувати різні ризики, у тому числі фінансові, валютні й політичні.

ТНК намагаються використовувати різні альтернативні варіанти фінансування. Це обумовлено, насамперед, різними фінансовими середовищами, у яких вони діють. З суто податкової точки зору ТНК буде переміщати ресурси таким чином, щоб мінімізувати оподаткування всієї компанії в цілому.

При здійсненні вибору щодо способу фінансування ТНК доводиться домагатися компромісу між прагненням мінімізувати очікувану вартість фінансування після сплати податків і збереженням ризиків на прийнятному рівні.

Щодо ризиків, то керуючий фінансами основну увагу приділяє їх зниженню. При досягненні цих цілей фірма має в першу чергу прийняти рішення про *співвідношення* між потребами дочірньої компанії у внутрішніх (внутріфірмових) і зовнішніх джерелах фінансування. Джерелом внутрішнього фінансування може бути дочірня компанія (її накопичений або реінвестований прибуток) або будь-яка інша частина світової фінансової мережі ТНК.

На рішення ТНК щодо реінвестування коштів, накопичених дочірніми компаніями, впливають її податкові цілі. В усіх

країнах реінвестування може бути здійснене за допомогою накопичених амортизаційних відрахувань. Вони звичайно не обкладаються податком на прибуток корпорацій. Крім того, чистий дохід із закордонного джерела може бути предметом податкових пільг залежно від податкового регулювання, здійснюваного країною материнської компанії ТНК.

2. Національні податкові системи

Існують такі дві основні класифікації національних податкових систем:

1) *«звільнення від податків за територіальною ознакою»*. Якщо основу оподаткування складає цей підхід, країна цілком виключає зі своєї податкової бази закордонний дохід. Країни, що відповідають цьому принципіві, дозволяють не виключати з оподаткованого прибутку витрати, зроблені за кордоном. Дотримуються даного підходу Венесуела, Бразилія, Австралія, Південна Африка, Бельгія, Нідерланди, Канада, Італія, Швеція і Данія;

2) *«всесвітня система пільг»*. Цей підхід припускає, що доходи країни за кордоном мають обкладатися всіма податками, а податкові пільги поширюються на податки, що сплачуються в країні, де діє дочірня компанія ТНК. Цього підходу дотримуються Франція, Німеччина, Ірландія, Японія і США. Він припускає оподаткування доходу від капіталовкладень (дивіденди, відсотки, рента і роялті), контрольованих закордонними корпораціями. Деякі фахівці критикують цю систему, стверджуючи, що вона сприяє накопиченню прибутку в «податковому притулку» або в країнах з низьким рівнем оподаткування. На їх погляд, таке накопичення є безвідсотковим кредитом у формі відкладених податків, наданих країною, якій належить цей дохід.

Податкові системи країн світу істотно розрізняються за видами податків і податкових ставок у кожній податковій категорії. ТНК може організувати грошові потоки між дочірніми компаніями таким чином, щоб кошти переміщалися в країни з низькими податковими ставками, а мінімальний прибуток накопичувався в країнах з високим рівнем оподаткування.

Крім податків на прибуток корпорацій, багато національних податкових систем використовують загальні податки на продаж або податки з обороту, а також помайнові податки і податки з капіталу. У деяких з них особлива увага приділяється переміщенню грошових коштів у міжнародному масштабі і стягуються високі податки із суми дивідендів, що розподіляються серед

власників акцій, роялті, і відсотків, що сплачуються закордонним компаніям, тобто материнської компанії ТНК.

Розходження в податкових системах країн сприяють нерівномірному розподілу потоків капіталу у світовому масштабі (табл. 3.6).

Таблиця 3.6. Порівняльні ставки податків на прибуток корпорацій, %

Країна	Податок на прибуток корпорацій (основний), %	Податок з обороту або загальний податок на продаж, %	Податок з капіталу, %	Ставки податків доходів, що розподіляються серед власників акцій, %		
				дивіденди	відсотки	роялті
Австралія	39	10-20 (податок з обороту)	–	30	10	39
Бразилія	30	10-15 (НДС)	–	25	15	25
Канада	28	7 (загальний податок на продаж)	0,3-0,532	25	25	25
Франція	34	18,6 (НДС)	–	25	45	33,33
Німеччина	50 (нерозподілена) 36 (розподілена)	14 (НДС)	0,6	25	25	25
Гонконг	16,5	0,5 (податок з обороту)	–	–	–	1,65
Італія	36	19 (НДС)	–	32,4	30	21
Японія	37,5	3 (НДС)	–	20	20	20
Корея	34	10 (НДС)	–	25	25	25
Мексика	35	10 (НДС)	–	–	35	35
Польща	40	25 (податок з обороту)	–	30	30	30
Іспанія	35	13 (НДС)	–	25	25	25
Швеція	30	20 (НДС)	–	30	–	–
Швейцарія	3,63-9,80	6,2 (податок на придбання) 9,3 (податок з роздрібного обороту)	0,825 (Федеральний)	35	35	–
Тайвань	25	5 (НДС)	–	20	20	20
США	34	1-2 (місцевий податок з обороту)	–	–	–	–

3. Вплив оподаткування на ТНК

Транснаціональна корпорація діє в різних податкових системах. Податкові системи країн, де розташовуються дочірні компанії ТНК, і країни, де знаходиться материнська компанія, розрізняються за декількома параметрами, включаючи види податків, якими обкладаються доходи ТНК, і рівень податкових ставок.

Якщо ТНК планує здійснити інвестування в певному районі світу, вона повинна вибрати країну, де буде розміщена нова виробнича одиниця. Одним з факторів, що впливатиме на це рішення, буде рівень податкового тиску в цій країні.

Більшість країн – реципієнтів інвестицій у певній формі надають новим інвесторам податкові пільги. Питання про рівень оподаткування може бути складним. Так, порівняння Франції і Німеччини як двох можливих реципієнтів інвестицій американської ТНК показують, що податки з нерозподіленого прибутку в Німеччині значно вищі, ніж у Франції. Однак це розходження компенсується більшою величиною ПДВ, податків на роялті і процентні платежі у Франції порівняно з Німеччиною. Крім того, податки з розподіленого прибутку в Німеччині нижчі, ніж у Франції, де взагалі не існує поділу прибутку корпорацій на розподілений і нерозподілений.

Оподаткування також впливає на вибір організаційної форми закордонної компанії. Як організаційну форму закордонної компанії ТНК часто вибирають дочірнє підприємство або відділення. *Дочірнє підприємство* має перевагу, а саме можливість відкладення сплати будь-яких податків країни національної належності материнської компанії. Навпаки, *відділення* компанії звичайно не має такої переваги, тому що воно не є окремою організаційною одиницею корпорації, його прибуток вважається частиною оподаткованого доходу материнської компанії в даному році. Значний вплив на рішення і політику ТНК має оподаткування (табл. 3.7).

Оподаткування міжнародної діяльності ТНК впливає на її інвестиційні рішення, вибір організаційної форми і способу фінансування.

Основні характеристики ТНК можна сформулювати в такий спосіб: ТНК є системно орієнтованою організацією, що здійснює свою основну діяльність і планування; вона може інтернаціоналізувати конкурентні переваги і використовувати розходження фінансових умов різних країн. Діючи в неоднорідному міжнарод-

Таблиця 3.7. Вплив оподаткування на рішення і політику ТНК

Сфера політики і прийняття рішень	Податковий режим	Очікувана реакція компанії	Альтернативна реакція компанії
Рішення про розміщення інвестицій	У країні – реципієнті інвестицій дочірні компанії ТНК одержують податкові пільги	Рішення розмістити виробництво в одній із країн – потенційних реципієнтів інвестицій	Рішення розмістити виробництво в країні, де надається найбільша податкова пільга
Форма організації	У країні – джерелі інвестицій оподаткування дочірніх підприємств вигідніше, ніж оподаткування відділень компанії	Якщо очікується високий прибуток, то краще відкрити дочірню компанію	Якщо очікуються збитки, то краще відкрити відділення компанії (філію)
Рішення про фінансування	Країна – реципієнт інвестицій дозволяє відносити процентні платежі на витрати	Якщо в країні – реципієнті інвестицій податкова ставка вища, ніж у країні – джерелі інвестицій, варто фінансувати дочірню компанію за допомогою позик, наданих їй материнською компанією ТНК	Виплата позики звичайно вважається поверненням капіталу і не обкладається податком
Стратегія грошових переказів	Оподаткування країни – реципієнта інвестицій менш вигідне, ніж оподаткування країни – джерела інвестицій	Переказ коштів із країни з найменшим приростом заборгованості по податкових платежах	Щорічно країни – джерела переказів будуть варіюватися залежно від джерел прибутку

ному фінансовому середовищі, ТНК мають переваги перед компаніями, що працюють у межах тільки однієї країни.

ТНК може одержувати капітал за більш низькою вартістю, ніж фірма, яка діє в межах тільки однієї країни. Це відбувається через те, що вона має доступ до більшої кількості джерел капіталу. Крім того, ТНК може використовувати різні заходи щодо зниження ризиків, і їх вартість може бути включена у вартість її капіталу. Шляхом порівняння граничних витрат на капітал і граничного прибутку на інвестований капітал можна визначити оптимальний для ТНК рівень фінансування.

Тема 1 **ХРОНОЛОГІЯ, ПРИЧИНИ І НАСЛІДКИ
СВІТОВИХ ФІНАНСОВИХ КРИЗ**

1. Криза в країнах Південно-Східної Азії
2. Криза в країнах СНД
3. Криза в країнах Латинської Америки
4. Криза LTCM

1. Криза в країнах Південно-Східної Азії

Сутність кризи. Світова фінансова криза 1997–1999 рр. пройшла три стадії свого розвитку:

- 1) азіатську південно-східну;
- 2) східноєвропейську;
- 3) латиноамериканську.

Економічна криза, спочатку локалізована в кількох країнах Східної Азії, у 1998 р. стала світовим феноменом. Вважається, що світова фінансова криза має таїландське походження, чия валюта (бат) упала з 25,8 до 31,2 за долар США (за місячним середнім). Уповільнення росту ВВП у цих країнах відзначалося вже в 1996 р., а в Кореї в 1997 р. спостерігалася серія банкрутств. Та ці події, що тепер сприймаються нами тривожними провісниками кризи, тоді здавалися лише ознаками зрілості економіки.

Падіння курсів національних валют азіатських країн: тайської бухти, філіппінського песо, малайзійського рингита, індонезійської рупії – вплинуло на ринок цінних паперів і банківської сфери. Індонезія і Корея звернулися в МВФ за кредитами для підтримки курсу національних валют, вони розраховували на позики в розмірі \$10,1 млрд. і \$21 млрд. відповідно.

Після падіння курсу валют Таїланду, Філіппін, Малайзії та Індонезії інші азіатські країни стали турбуватися про конкуренцію. Висока залежність від збуту продукції на зовнішніх ринках зберігалася завжди, а конкуренція, що загострилася на них, викликала необхідність відновлення асортименту продукції й підвищення її якості. Зазначені країни не змогли вчасно перейти на виробництво більш складної продукції та поліпшити її якість. У результаті виросли експортні ціни, попит на зовнішніх ринках почав знижуватися, а зниження експорту негативно позначилося на стані балансів поточних розрахунків, валютному стані і ліквідності.

Проблеми банків, викликані знецінюванням валют, привернули увагу до банківського сектору у всіх країнах Азії. Криза спричинила кореляційні рухи на фондових ринках. В умовах кризи почався відтік капіталів. Тільки за 3 місяці 1997 р. «пішло» 20% іноземного капіталу, що спричинило зниження курсів цінних паперів на фондових біржах: в Індонезії – на 45%, у Малайзії – на 60%, на Філіппінах – на 56%, у Таїланді – на 62%. Посилення кореляції спостерігалось і на інших ділянках ринку, відбиваючи дії інвесторів, що керували портфелем активів кількох країн. Відбувався також відтік короткострокових коштів, які складали значну частку зовнішнього боргу. У середньому по азіатських країнах, яких торкнулася криза, частка короткострокових кредитів у заборгованості тільки іноземним банкам складала 55%.

Причини. Фінансова криза в країнах Південно-Східної Азії була викликана такими факторами:

1) деструктивною на даному етапі роллю держави в економіці кризових країн. Модель розвитку країн Південно-Східної Азії споконвічно відрізнялася зрощуванням влади й бізнесу. Стратегія розвитку цих країн припускала лідерство держави у визначенні пріоритетів промислової політики, сприяння приватному бізнесові в залученні коштів, протекціонізм і захист інтересів місцевих олігархічних груп. Надаючи податкові й кредитні пільги одним, обмежуючи можливості інших, держава певною мірою деформувала економіку і внутрішній ринок, створюючи тим самим передумови для кризи;

2) ганебною політикою лібералізації руху капіталу лише в інтересах окремих олігархічних груп. Хоча держава й проголосила політику лібералізації руху капіталу, здійснювалася вона вибірково. Цілі галузі й виробництва були закриті для прямих іноземних інвестицій. Основні переваги від політики закритого

або напівзакритого для зовнішньої конкуренції ринку одержували місцеві фінансово-промислові групи;

3) небезпечною відкритістю фондового ринку при нерозвиненій інфраструктурі. Фондові ринки країн Південно-Східної Азії через інформаційну непрозорість, схильність до маніпуляцій і махінацій, відсутність ефективного захисту прав інвесторів, нерозвиненість правової бази і механізмів дозволу фінансових суперечок не змогли залучити серйозних стратегічних інвесторів. Це були переважно спекулятивні ринки. Основний прибуток від операцій з цінними паперами мали посередники, що продавали й скуповували папери – дилерські й брокерські компанії, різні спекулятивні фонди. Саме вони тримали у своїх руках фондові ринки;

4) штучною політикою стабілізації курсів національних валют. У 1990-х рр. країни Південно-Східної Азії перейшли до політики керованого валютного курсу. Одні ввели валютні коридори, інші – «прив'язали» національні валюти до твердих валют. У результаті їх валютна політика потрапила в «пастку стабільності». З одного боку, стабільність і передбачуваність динаміки курсів національних валют дозволили стримати інфляцію, дали стимул розвитку національних фінансових ринків, сприяли припливу закордонного капіталу в економіку цих країн. З іншого боку, приватні інститути ринку виявилися заручниками офіційної політики стабільного й передбачуваного валютного курсу. На стабільний курс вони й орієнтувалися, здійснюючи зовнішні запозичення й плануючи погашення валютних кредитів. У результаті постійних дефіцитів платіжного балансу по поточних операціях і росту зобов'язань приватних структур політика стабільного курсу стала штучною і нереальною.

Зазначені фактори свідчать, що в основі фінансової кризи країн Південно-Східної Азії були внутрішні причини. У цьому головна особливість фінансової кризи. Спочатку це була криза в окремих країнах, зовнішні фактори служили лише каталізатором.

Міжнародного розмаху криза набула через взаємозв'язок і взаємозалежність національних фінансових ринків, насамперед у регіональному плані. Цьому сприяла наявність у регіоні двох великих міжнародних фінансових центрів – у Сінгапурі й Гонконгу, на фондових ринках яких котирувалися цінні папери всього регіону. Наприклад, 25% акцій малайзійських підприємств, що знаходяться в обороті, котирувалися в Сінгапурі.

Програма виходу з кризи. Програми виходу з кризи передбачали стимулювання експорту, введення посиленого контролю

за діяльністю банківської системи й нових правил контролю за рухом іноземних капіталів.

Лише Індонезія і Таїланд проводять реформи, запропоновані МВФ, вживають заходів щодо лібералізації умов імпорту іноземних капіталів і реорганізації кредитно-банківської системи. Інші азіатські країни обрали свій шлях виходу з кризи. Така розвинена азіатська країна, як Сінгапур, розробила власну антикризову програму і, незважаючи на тісні контакти із сусідніми державами, намагається сама побороти економічну кризу. Антикризова програма Сінгапуру націлена на підтримку найбільш нестабільних секторів економіки. Введено економію витрат на розвиток підприємництва, скорочені податки на власність, встановлені знижки на орендні платежі в промисловості, торгівлі й житловому секторі.

До недоліків сінгапурської антикризової програми аналітики відносять відсутність достатніх заходів для стимулювання попиту, що знижується у зв'язку з ростом безробіття. Це приводить до скорочення замовлень на нове будівництво, подальшої дестабілізації ринку нерухомості.

Через регіональний масштаб фінансові потрясіння в Південно-Східній Азії істотно вплинули на кон'юнктуру світових товарних і фінансових ринків. За своїм міжнародним впливом нинішня фінансова криза в Південно-Східній Азії відрізняється від усіх попередніх. З цієї причини його називають фінансовою кризою зразка ХХІ-го століття. Говорячи образно, від сейсмічних хвиль фінансових потрясінь у Південно-Східній Азії захиталися фінансові ринки інших країн. І наступним регіоном, що зазнав ударів фінансової кризи, став ринок країн СНД.

2. Криза в країнах СНД

Сутність кризи. Сутність кризи полягала в поєднанні фіксованого курсу обміну «рубль-долар» і постійного тривалого урядового дефіциту. Російський уряд зазнав фінансового дефіциту. Офіційно бюджетний дефіцит складає близько 7%, і цей показник зберігається з 1991 року. У минулому світові фінансові ринки коливалися через те, що розцінювали Росію як сторону, що прогнала. Результат нагадував схему піраміди: усе більше й більше зростав інтерес до російських паперів ДКЗ, що були в обігу.

На початку 1997 року при високому реальному рівні інтересу й фіксованих курсів обміну, підтверджених МВФ, кожен день для інвесторів у Москві був сприятливим. Але з серпня 1997 р.

небагато іноземців виявляли бажання придбати папери уряду Росії через негативний вплив з Азії у результаті зниження цін на товари, які складають для даного регіону велику частку російського експорту. Дані цінні папери були переважно короткостроковими (1–3 місяці) й використовувалися російським урядом як для сплати минулих боргових зобов'язань, так і для фінансування бюджетного дефіциту: на рік було необхідне рефінансування на суму близько 60 млрд. дол. США.

Раціональне пояснення появи і тривалості кризи в Росії міститься в цифрах табл. 4.1.

Позитивний торговельний баланс Росії був відзначений протягом усього періоду часу, відображеного в таблиці. Але така ситуація пояснювалася у першу чергу експортом лісу, нафти, газу, корисних копалин, тобто сировини. За винятком продукції ВПК експорт готової продукції був катастрофічно малий. Це означає, що торговельний баланс Росії зазнав значного впливу зміни ситуації на світових ринках сировини.

З іншого боку, на розвиток ситуації вплинув пакет МВФ, запропонований на початку липня 1997 року. Розмір пакета складав 22 млрд. дол., з яких 4,8 млрд. надійшли вже в липні, наступний транш – 4,6 млрд. дол. – у вересні, а решта – пізніше. Перед Росією були поставлені умови: удосконалювання процедури збору податків, скорочення певних соціальних програм, зняття субсидії зі збиткових підприємств. Важливо те, що росіяни погодилися розробити план реструктуризації ринку ДКЗ, зменшуючи пакет виплат за короткий час.

Перший транш закінчився дуже швидко: на початку серпня Центробанк Росії провів підтримку рубля в розмірі кількох мільярдів доларів на тиждень.

Таблиця 4.1. Російська Федерація: макроекономічні показники

Показники	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
ВВП, (зміна), %	-5	-14,5	-8,7	-12,6	-4,0	-4,9	0,4
Індекс споживчих цін, (зміна), %	93	1,526	874	307	197	48	15
Торговельний баланс, \$ млрд.	н.д.	н.д.	9,5	21,1	17,4	17,0	16,6
Дефіцит бюджету, % від ВВП	-31,0	-21,6	-7,4	-10,4	-5,7	-8,2	-7,5
Рівень безробіття, % (офіційний)	0,1	0,8	1,1	2,1	3,2	3,5	3,2

Окремі економісти доводили, що більша кількість грошей із-за кордону (або через більш швидку виплату грошей, або через значну підтримку країн «великої сімки») дало змогу МВФ віддалити або навіть запобігти кризі. В аналізі бракує одного пункту: підтримка МВФ, імовірно, дала можливість російським банкам продовжити високоприбуткові, а значить, і високоризикові операції на ринку ДКЗ шляхом забезпечення страхування ризику коливання валютних курсів. Завданий моральний збиток нагадав про корейський досвід.

Для Росії було три можливі альтернативні відповіді: девальвація, контроль капіталу і дефолт. Росіяни відчули це відразу:

- девальвація: її зменшення означає, що девальвація навряд чи покращить експорт або податкову базу для корпоративного сектора, щоб поліпшити виплату корпоративних податків;
- дев'яностоденний мораторій на сплату більшості закордонних комерційних боргів був прийнятий для захисту неповністю капіталізованих банків;
- терміни насильницького перегляду ринку ДКЗ від короткострокових боргів до боргів з термінами виплати в 2–3 роки призвели до значних втрат капіталу.

Причини.

Фінансові і фіскальні проблеми. Фіскальні проблеми Росії неминучі, і вони пов'язані також із банківським сектором.

Більшість банків були не повністю капіталізовані, основний їх бізнес складала купівля ДКЗ або видача торговельних кредитів. Незначна їх частина була зосереджена на створенні фондів інвестування російських фірм.

Економічні проблеми. Ключова проблема – це неспроможність фірм пройти реструктуризацію з 1991 року. У країнах Східної і Центральної Європи існувала загальна модель переходу до ринкової економіки: за спадами у всіх сферах господарської діяльності йшов підйом. У Росії спостерігався і спостерігається спад виробництва.

Основні фундаментальні причини.

1. На відміну від інших країн Центральної і Східної Європи, де спади в економіці супроводжувалися реструктуризацією, у Росії й інших пострадянських державах приватизація була обманом, тому що вона надала право власності на приватизовані об'єкти особам, які самі належали до даних об'єктів. В інших країнах Східної і Центральної Європи, навіть там, де приватизація не набрала дуже високих темпів, було реструктуризовано багато фірм за участю іноземних партнерів.

2. Уряд мав можливість і заохочував фінансування дефіциту державного бюджету шляхом залучення позик із-за кордону. Росія – класичний приклад морального збитку: чим більше МВФ надавав Росії грошей, тим менше це впливало на реструктуризацію. Доказом даної точки зору є той факт, що незважаючи на те, що продуктивність більшості російських підприємств упала на 50% з 1991 року, зайнятість мала набагато менший спад. Частково таку ситуацію можна пояснити соціальними пільгами. У сфері виробництва це пов'язано з питаннями власності і контролю, і частково – з перевагою соціально-політичної структури.

3. Основною стороною приватизації був перехід підприємств від контролю з боку власних менеджерів і робітників до власності сторонніх менеджерів і робітників. Права меншості в складі акціонерів залишаються несуттєвими при прийнятті управлінських рішень. Елементарні основи корпоративного управління ігноруються. Правова система була і є корумпованою. У такій ситуації банки, єдино реальні альтернативні інвестори, зосереджені на ринку ДКЗ. У результаті приватизовані підприємства не мали доступу до нових джерел фінансування, інвестицій, технологій і більш багатих ринків – і при всьому цьому ніякого руху убик зменшення кількості працівників, зайнятих на підприємствах. Незважаючи на проблеми з виплатою заробітної плати, добробут людей падав не так швидко, як виробництво.

4. Причиною цього стала тіньова економіка. Зрушення убик тіньової економіки означало, що держава була вже неспроможна збирати значну частину податків з непрацюючих. Драконівська політика збирання податків, застосовувана до тих, хто дійсно їх платить, означала, що в людей не було стимулів до переходу з тіньової економіки в офіційну. Низькі витрати бюджетних коштів на фінансування органів права і юстиції означають, що збирання податків не можна підсилити.

5. ЦентRALною ж проблемою економіки Росії було те, що уряд неохоче визнавав підприємства банкрутами, сподіваючись, що вони можуть бути підтримані прямими й додатковими субсидіями. Результат цього – ріст заборгованості по зарплаті. Це пов'язано зі структурою власності, яка дозволила не зменшувати підприємствам кількість працівників; оскільки наймані робітники є власниками підприємств, то їм не потрібно платити. До червня 1997 року заборгованість по зарплаті досягла 60 трильйонів рублів.

6. Ріст заборгованості по виплатах державним підприємствам, які фінансуються за допомогою збільшення загального бюджетного дефіциту.

7. Уряд переконував банки збільшувати оборотні капітали підприємств.

8. Важливе значення в розвитку кризи має також поширення бартеру.

Програма виходу з кризи

1. Малі банки, які зосереджувалися на діяльності ДКЗ, мали бути згорнуті. Деякі великі банки, що діють на ринку ДКЗ, також повинні згорнути свої операції з ДКЗ. Це було б досить радикальним кроком, зробленим на благо російської економіки, тому що:

- банки незначною мірою залучені в кредитування реальної економіки;
- близько 80% приватних заощаджень знаходиться в державних ощадних банках, тому вплив на добробут рядових громадян був обмеженим.

2. Необхідно зберегти кілька великих банків і структурувати їхні активи і зобов'язання в традиційній манері, роблячи все можливе, щоб сприяти отриманню банками активів, приданих у процесі приватизації.

3. Квазіфіскальна підтримка підприємств має бути припинена. Це б призвело до цілком природного ланцюжка «санітарних» банкрутств серед них, залишивши на ринку лише найбільш конкурентоспроможних.

4. Необхідно розробити корпоративне законодавство, яке б захищало права не тільки менеджерів компаній, але також і акціонерів, у тому числі й іноземних.

Втілення всіх вищезазначених заходів для стабілізації ситуації в Росії вимагає істотних витрат часу, а це означає, що прямі іноземні інвестиції навряд чи будуть мати більш істотний вплив на розвиток ситуації в Росії, ніж це було до кризи.

У підсумку ганебна схильність російського уряду до фінансування дефіциту з метою збереження існуючої економіко-соціальної структури Росії має бути перетворена у віртуозне коло закордонних грошей для підтримки реструктуризації й запобігання соціального вибуху.

3. Латинамериканська криза

Сутність кризи. Азіатська, а потім і російська хвиля фінансової кризи дійшли до країн Латинської Америки, викликавши відтік короткострокових інвестицій із країн регіону. Національні валюти зазнали спекулятивних атак, більшість

з яких були прив'язані до американського долара. У результаті із січня по жовтень 1998 року курси акцій на біржах знизились: у Чилі – на 33%, Бразилії – на 39%, Мексиці – на 41%, Аргентині – на 47%, Колумбії – на 48% і Венесуелі – на 69%. Варгість мексиканського песо щодо долара США, який має нестійкий курс, знизилась з початку року на 20%. У Колумбії й Еквадорі були проведені девальвації.

У центрі уваги виявилася Бразилія, відтік капіталів з якої, що розпочався наприкінці 1997 року, після 17 серпня 1998 року прийняв форму панічної втечі. З 17 серпня до кінця жовтня з Бразилії «пішло» близько 30 млрд. доларів короткострокових вкладень, причому у вересні цей показник досягав 6–8 млрд. доларів на тиждень. Центральний банк Бразилії витратив більш 25 млрд. доларів валютних резервів, які з початку серпня знизилися з 74 млрд. доларів до менш ніж 50 млрд. доларів, і підвищив ставку за банківськими кредитами до 40%, для того щоб не допустити девальвації національної валюти і дефолт по зовнішньому і внутрішньому боргу.

Бразилія виявилася вразливою для наслідків світової фінансової кризи через наростаючу розбалансованість державних фінансів. Дефіцит за зовнішніми поточними операціями складає тут 4% ВВП, дефіцит державного бюджету – майже 8% ВВП. В останні роки для Бразилії характерні більш низькі, ніж в інших країнах континенту, темпи економічного росту; у 1996–1997 роках у Мексиці, Аргентині вони складали 6–7%, а в Бразилії – тільки 3%.

Стримання інфляції – головне досягнення уряду Бразилії. Важливим важелем у цьому стала прив'язка національної валюти до долара США, відносно якого реал не відхиляється більш ніж на 7% у рамках валютного коридору. Платою за це став, як і в інших країнах, що прив'язали національну валюту до долара США (Аргентині), завищений курс реала, що стимулює імпорт, несприятливий для експорту, і політика «дорогих» грошей, покликана компенсувати дефіцит торговельного балансу Бразилії шляхом залучення капіталів у країну.

Лібералізація зовнішньої торгівлі і приватизація держсектора різко збільшили привабливість Бразилії для іноземних інвесторів. Незважаючи на фінансову кризу, приріст прямих іноземних капітальних вкладень у підприємства промисловості і торгівлі склав у 1998 році 22 млрд. доларів.

Бразильська економіка – друга за обсягом ВВП на американському континенті і десята у світі. ВВП Бразилії перевищує

30% сукупного ВВП країн Латинської Америки. Наслідки девальвації бразильського реала були б досить негативними для всього континенту і більш важкими і довгостроковими, ніж наслідки девальвації в Мексиці наприкінці 1994 року, що викликали економічний спад у всій Латинській Америці. Особливо вразлива в цьому відношенні Аргентина. На Бразилію припадає 30% аргентинського експорту і близько 30% імпорту.

Не менш важливою є економічна ситуація в Бразилії і для США. Загальний обсяг прямих іноземних інвестицій в економіку Бразилії складає 35 млрд. доларів США. Сума позик, наданих Бразилії американськими приватними банками, досягає 30 млрд. доларів. 20% експорту США йде в Латинську Америку, причому це єдиний регіон, з яким США мають позитивне сальдо торговельного балансу.

Саме тому Бразилія була обрана МВФ і урядом США для того, щоб призупинити подальше поширення фінансової кризи на ринки, що розвиваються. Пакет міжнародної фінансової допомоги, який складався з коштів МВФ і пула з 20 країн (41,5 млрд. доларів), є одним із найбільших за масштабами за всю історію міжнародних фінансових інститутів і вперше виділяється з превентивною метою країні, економіка якої знаходиться в нормальному стані.

Зацікавленість МВФ у виділенні допомоги Бразилії була не меншою, якщо не більшою, ніж самого бразильського уряду. Очевидно, що доля стабілізаційної програми в країні є вирішальним тестом для усієї філософії МВФ після провалів в Азії і Росії. Бразильська стабілізаційна програма являє собою набір ортодоксальних заходів, спрямованих на захист національної валюти і відновлення довіри інвесторів.

Програма виходу з кризи

1. Скорочення витрат федерального бюджету і державних підприємств, насамперед шляхом економії на витратах з соціального страхування.

2. Поширення розмірів соціальних відрахувань від заробітної плати працівників приватного сектора на державних службовців.

3. Введення додаткових соціальних відрахувань із заробітної плати, що перевищує 100 доларів США на місяць.

4. Скорочення відрахувань урядам штатів від податкових доходів федерального уряду.

Доля бразильського стабілізаційного пакету прямо пов'язана з проблемами валютного курсу. З погляду багатьох, основна

вада програм МВФ, у тому числі й бразильської, полягає в утриманні за будь-яку ціну фіксованого обмінного курсу. За цих умов стабілізаційні кредити МВФ негайно потрапляють до рук приватних кредиторів урядів, яким надається допомога, й змушені націоналізувати борги приватного сектору. Тим самим МВФ практично потурає міжнародним спекулянтам, беручи на себе ризики. Виходом з цієї ситуації може бути девальвація, насамперед бразильського реала, що дозволить досягти нової рівноваги, різко знизити процентні ставки, стимулювати виробництво й експорт.

4. Криза LTCM

Сутність кризи. Фінансова криза торкнулася не тільки цілих регіонів, але також і окремих великих ринкових операторів, серед яких особливе місце займають хедж-фонди, які в умовах кризи страхують інвестиційні ризики за допомогою різних видів деривативів. Тому фінансові проблеми хедж-фондів становлять особливий інтерес для інвесторів в усьому світі, й новини про це швидко розносяться на ринку.

Жертвою кризи 1998 року виявився один із найбільших хедж-фондів (фонд, що інвестує у високоризиковані цінні папери) – американський *Long Term Capital Management (LTCM)*. Щоб почати серед інвесторів кампанію порятунку, фонду довелося оголосити, що його капітал скоротився за останні тижні з 4 млрд. доларів до 600 млн., після того як ним були неправильно зроблені ставки на динаміку державних облігацій країн «сімки». Більше 90% усіх вкладень фонду було пов'язано з похідними інструментами. Таким чином, LTCM постраждав від коливань ринку, які постійно посилювалися, набагато більше, ніж від дефолту по боргах Росії і девальвації рубля.

15 інвестиційних банків Уолл-Стріт, британський Barclays і найбільший у Європі UBS (United Bank of Switzerland) терміново розгорнули кампанію порятунку LTCM. Було вирішено, що для цього необхідно 3,75 млрд. доларів. Тобто кожний банк-інвестор фонду має терміново надати від 100 до 300 млн. дол.

Як тільки цифри по втратах LTCM і по розмірах рятувальної акції були оприлюднені, усі британські газети, включаючи навіть бульварні, накинудні на Barclays, один з найбільших банків Великобританії. І хоча менеджери запевняли, що від краху LTCM банк не втратить ні пені, тому що кредити фонду цілком забезпечені держоблігаціями країн «сімки», їм ніхто не збирався вірити. Його назвали найбільш ураженим серед усіх британських

банків, особливо через солідний внесок у рятувальний пакет LTCM. Крім того, банку пригадали 340 млн. дол. втрат у Росії і майже 500 млн. – в Азії. Проблеми Barclays одразу позначилися на інших фінансових інститутах.

Щоб запобігти можливих важких наслідків кризи LTCM, до справи залучилося Управління фінансових послуг (FSA), головний орган регулювання інвестиційного ринку Британії. Воно звернулося з проханням до 55 великих фінансових груп Лондона розшифрувати склад своїх вкладень у LTCM. Водночас FSA став працювати разом з Федеральною резервною системою США, Казначейством Великобританії і Банком Англії щодо моніторингу кризи в LTCM.

Залучення в рятувальну кампанію великих лондонських гравців означає, що падіння світових ринків, яке почалося влітку 1998 року на Кайманових островах (місце реєстрації фонду) і яке потім істотно схвилювало Уолл-Стріт, нарешті досягав Лондона.

Причини колапсу фонду. Як вважають тепер експерти, колапс хедж-фонду LTCM був закладений уже в сам принцип його діяльності. Офшорно базуючись на Кайманових островах, він займався фінансовим арбітражем (тобто грав на різниці курсів цінних паперів між різними ринками), що не має нічого спільного з довгостроковими інвестиціями в реальну економіку.

Це не викликало особливої стурбованості в інвесторів фонду, серед яких найбільші і найвідоміші банки. LTCM за сім років існування довів свій баланс до 125 млрд. дол. активів, багато в чому завдяки Джону Меріветеру. Він заснував і очолив LTCM після того, як вимушено пішов з банку Salomon Brothers, залишивши посаду директора департаменту з продажу облігацій у зв'язку зі скандалом про підробку заявок на купівлю американських казначейських векселів.

Від кризи LTCM у Європі постраждав не тільки британський Barclays. Акции Дойче-банку незабаром на торгах у Франкфурті знову втратили 10%. Але головне, що найбільший у Європі банк UBS також оголосив про падіння свого прибутку через проблеми LTCM і очікує за підсумками третього кварталу 1998 року втрати в розмірі 600 млн. доларів. Реакція рейтингового агентства Moody's, як завжди, була негайною. І UBS, один з небагатьох банків з найвищим довгостроковим рейтингом AAA, потрапив у кандидати на можливе зниження рейтингу.

UBS є одним з чотирьох членів робочого комітету хедж-фонду LTCM і разом з банками Merrill Lynch, Goldman Sachs і Morgan

Stanley координує сьогодні «рятувальні роботи». Сам процес порятунку означає, що інвестори – засновники LTCM, серед яких Майрон Шоулз, лауреат Нобелівської премії, Дейвід Маллінз, який був заступником голови Федеральної резервної системи США, і багато колишніх топ-менеджерів Salomon Brothers залишаться в кращому випадку усього з 10% часткою в акціонерному капіталі фонду.

Колапс LTCM став сигналом для фінансових ринків досить високого рівня. Результатом цього стало впровадження планів різкого скорочення витрат. Так, Дойче-банк припиняє будівництво нового лондонського офісу, West Deutsche Landesbank буде скорочувати лондонський департамент нових ринків. Daiwa Securities, втративши у різних частинах світу близько 1 млрд. дол. за рік, скасовує переїзд у новий офіс у Лондон і збирається провести друге скорочення штату майже на 400 місць. Salomon разом з Travellers планують позбутися 8 тисяч персоналу в усьому світі. Інвестиційні банки майже всі готують скорочення штатів і витрат.

Отже, ринки продовжують страждати не тільки від світової кризи, яка поширюється, але й від страху перед майбутнім. Те, що банкіри називають системним ризиком, інші знають під словом «паніка». І якщо навіть «експерти» з могутнього хедж-фонду LTCM виявилися такими недалекоглядними, що тоді говорити про сотні інших імітаторів – дрібніших і слабкіших. Кожний процес, якщо в ньому навіть симптоматично виникають ознаки паніки, викликає ланцюгову реакцію. Є підстави вважати, що саме її ми сьогодні й спостерігаємо на фінансових ринках.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Balmer J., Dinnie K. Merger Madness: The Final Coup de Grvce // Journal of General Management. – 1999. – № 4. – Vol. 24. – Pp. 53–70.
2. Иноземцев В.Л. Постиндустриальный мир Д. Белла // Белл Д. Грядущее постиндустриальное общество. Опыт социального прогнозирования: Пер. с англ. – М.: Academia, 1999. – С. LXXXVII–LXXXVIII.
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. – 1120 с.
4. Бригхем С. Основы финансового менеджменту: Пер. з англ. – К.: Молодь, 1997. – 1000 с.
5. Вересюк А. Сработаются ли банки со страховыми компаниями? // Банковская практика за рубежом. – 1999. – № 9. – С. 34–38.
6. Вересюк А. Увеличение объема операций по слияниям и поглощениям приносит немалые выгоды банкам // Банковская практика за рубежом. – 1999. – № 9. – С. 28–32.
7. Думная Н. Перспективы развития современной финансовой системы // Вестник МГУ. – Серия «Экономика». – 1999. – № 6. – С. 109–118.
8. Константинов Ю.А., Ильинский А.И. Финансовый кризис: причины и преодоление. – М.: ЗАО «Финстатинформ», 1999. – 156 с.
9. Кузнецов В. Актуальные вопросы глобализации // Мировая экономика и международные отношения. – 1999. – № 4. – С. 37–52.
10. Максимо В. Энг, Фрэнсис А. Лис, Лоуренс Дж. Мауер. Мировые финансы: Пер. с англ. – М.: ООО «ДеКА», 1998. – 768 с.
11. Маршалл Джон Ф., Бансал Викул К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1998. – С. 692.
12. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учеб. / Под ред. Л.Н. Красавиной. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 608 с.
13. Мовсеян А., Огневцев С. Транснациональный капитал и национальные государства // Мировая экономика и международные экономические отношения. – 1999. – № 6. – С. 55–63.
14. Монтес М.Ф., Попов В.В. «Азиатский вирус» или «голландская болезнь»? Теория и история валютных кризисов в России и других странах: Пер. с англ. – 2-е изд. – М.: Дело, 2000. – 136 с.
15. Сакс Дж.Д., Ларрен Ф.Б. Макроэкономика. Глобальный подход: Пер. с англ. – М.: Дело, 1996. – С. 684.
16. Чибриков Г.Г. Взаимодействие финансовой системы и реального производства в современном мире // Вестник МГУ. – Серия «Экономика». – 1999. – № 6. – С. 16–23.

Навчальне видання

**Козьменко Сергій Миколайович
Нечепуренко Володимир Миколайович
Костюк Олена Володимірівна та ін.**

Світові фінанси

Модульна програма

Навчальний посібник

Редактор видавництва В.І. Кочубей
Редактор Н.Ю. Курносова
Художнє оформлення В.Б. Гайдабрус
Комп'ютерна верстка В.Б. Гайдабрус
Технічний редактор Н.Ю. Курносова

Підписано до друку 14.10.2002. Формат 60x84/16.
Папір офсетний. Гарнітура Скулбук. Друк офсетний.
Ум. друк. ар. 9,26. Обл.-вид. ар. 9,52.
Тираж 300 прим. Замовлення №

Видавничо-торговий дім «Університетська книга»
40030, Україна, м. Суми, вул. Кірова, 27
Тел./факс: (0542) 21-13-57
Тел.: (0542) 27-51-43
E-mail: info@book.sumy.ua

Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до державного реєстру видавців, виготівників
і розповсюджувачів видавничої продукції
ДК № 489 від 18.06.2001.

Віддруковано відповідно якості
наданих діапозитивів на ОП «Житомирська облдрукарня»
Україна, 10014, м. Житомир, вул. М. Бердичівська, 17