

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ УКРАЇНИ  
НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ НАУК УКРАЇНИ

# МІЖНАРОДНА МАКРОЕКОНОМІКА

НАВЧАЛЬНИЙ ПОСІБНИК

*Видання 3-тє, перероблене та доповнене*

*За редакцією*

*доктора економічних наук, професора,  
академіка АЕН України **Козака Ю. Г.**,  
академіка НАН України, доктора економічних наук,  
професора, директора Інституту світової економіки  
і міжнародних відносин НАН України **Пахомова Ю. М.**,  
доцента **Логвінової Н. С.***

*Рекомендовано*

*Міністерством освіти і науки, молоді та спорту України  
для студентів вищих навчальних закладів*

Київ  
«Центр учбової літератури»  
2012

УДК 339.9:330.101.541(075.8)

ББК 65.58я73

М 58

*Гриф надано  
Міністерством освіти і науки, молоді та спорту України  
(Лист № 1/11–3558 від 11.05.2011 р.)*

**Рецензенти:**

**Амоша О. І.** – академік НАН України, доктор економічних наук, професор, директор Інституту економіки промисловості НАН України;

**Лук'яненко Д. Г.** – доктор економічних наук, професор, декан факультету міжнародної економіки і менеджменту Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана;

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

**Автори:**

*Ю. Г. Козак, Ю. М. Пахомов, Н. С. Логвінова, А. А. Наумчик,*

*С. Н. Лебедева, М. І. Барановська, М. А. Левицький, О. В. Захарченко,*

*Є. В. Кравченко, М. В. Гронська, Л. А. Пархоменко, В. С. Ніценко,*

*Л. М. Гануцак-Єфіменко, І. В. Ліганенко, С. В. Боденчук, В. В. Курмиженко,*

*В. В. Бальтюкевич.*

**М 58** Міжнародна макроекономіка. Навч. посіб. Видання 3-тє перероб. та доп. – К.: Центр учбової літератури, 2012. – 400 с.

**ISBN 978-611-01-0264-3**

У третьому, переробленому та доповненому виданні навчального посібника основні проблеми функціонування та розвитку міжнародної економіки розглядаються в системі сучасної економічної теорії (мікроекономіка, макроекономіка, міжнародна економіка). За допомогою інструментів макроекономічного аналізу висвітлюються система валютних курсів, платіжного балансу, функціонування міжнародних фінансових ринків в умовах глобалізації. Логічним завершенням змісту курсу є розгляд проблем регулювання міжнародної макроекономіки.

Посібник призначається для викладачів, студентів економічних вузів та факультетів, а також для фахівців-практиків у галузі міжнародних економічних відносин.

УДК 339.9:330.101.541(075.8)

ББК 65.58я73

**ISBN 978-611-01-0264-3**

© Ю.Г. Козак, Ю. М. Пахомов,  
Н.С. Логвінова, та ін., 2012.

© Центр учбової літератури, 2012.

# ЗМІСТ

<b>ПЕРЕДМОВА</b> . . . . .	7
----------------------------	---

<b>РОЗДІЛ 1. СВІТОВА ВАЛЮТНА СИСТЕМА ТА ПРИНЦИПИ ЇЇ ФУНКЦІОНУВАННЯ</b>	11
--	----

---

<b>Глава 1. Валюта та валютні курси</b> . . . . .	11
---	----

1.1. Сутність валюти та валютного курсу . . . . .	11
1.2. Розрахункові види валютних курсів . . . . .	16
1.3. Крос-курс та тристоронній арбітраж . . . . .	18
1.4. Види валютних курсів залежно від ступеня гнучкості . . . . .	20
1.5. Попит та пропозиція на іноземну валюту . . . . .	29
1.6. Залежність цін від зміни валютного курсу . . . . .	32
1.7. Чинники, що впливають на валютний курс . . . . .	33
1.8. Прогнозування валютного курсу . . . . .	36

<b>Глава 2. Валютні відносини та платіжний баланс</b> . . . . .	44
---	----

2.1. Сутність валютних відносин та валютної політики . . . . .	44
2.2. Міжнародні розрахунки. . . . .	51
2.3. Платіжний баланс та його структура . . . . .	57
2.4. Балансування статей платіжного балансу . . . . .	69
2.5. Конвертованість національної валюти . . . . .	74

<b>Глава 3. Еволюція світової валютної системи</b> . . . . .	84
--	----

3.1. Золотий та золотодев'язний стандарт . . . . .	84
3.2. Бреттон-Вудська валютна система . . . . .	86
3.3. Ямайська валютна система . . . . .	88

**РОЗДІЛ 2. СВІТОВА ФІНАНСОВА СИСТЕМА**

93

**Глава 4. Характеристика світової фінансової системи. . . . .** 93

- 4.1. Міжнародні фінансові потоки . . . . . 93
- 4.2. Світовий фінансовий ринок . . . . . 95
- 4.3. Розвиток світової фінансової системи в сучасних умовах. . . . . 101

**Глава 5. Світові фінансові центри. . . . .** 108

- 5.1. Головні світові фінансові центри . . . . . 108
- 5.2. Офшорні зони в системі світових фінансових центрів . . . . . 111

**РОЗДІЛ 3. МІЖНАРОДНІ ФІНАНСОВІ РИНКИ**

126

**Глава 6. Міжнародний валютний ринок . . . . .** 126

- 6.1. Сутність міжнародного валютного ринку . . . . . 126
- 6.2. Угоди на міжнародному валютному ринку . . . . . 129
- 6.3. Урядове втручання в діяльність валютних ринків . . . . . 143
- 6.4. Ринок євровалют. . . . . 145

**Глава 7. Міжнародний кредитний ринок. . . . .** 151

- 7.1. Сутність міжнародного кредитного ринку . . . . . 151
- 7.2. Валютно-фінансові умови міжнародного кредиту . . . . . 160
- 7.3. Ринок єврокредитів. . . . . 166
- 7.4. Міжнародна офіційна допомога країнам, що розвиваються . . . 169

**Глава 8. Міжнародний ринок цінних паперів. . . . .** 174

- 8.1. Сутність фондового ринку та ринку цінних паперів. . . . . 174
- 8.2. Етапи й тенденції розвитку світового фондового ринку . . . . . 183
- 8.3. Класифікація цінних паперів . . . . . 188
- 8.4. Міжнародний ринок титулів власності . . . . . 190
- 8.5. Міжнародний ринок облігацій . . . . . 203
- 8.6. Міжнародний ринок фінансових деривативів . . . . . 211
- 8.7. Первинний та вторинний ринки цінних паперів. . . . . 219

---

**РОЗДІЛ 4. ОПОДАТКУВАННЯ В СИСТЕМІ МІЖНАРОДНИХ ВІДНОСИН** 245
 

---

**Глава 9. Особливості міжнародного оподаткування** . . . . . 245

- 9.1. Загальні риси та специфіка оподаткування в окремих країнах світу 245  
 9.2. Міжнародне подвійне оподаткування . . . . . 261

**Глава 10. Офшорні центри в системі міжнародного оподаткування** . . . . . 273

- 10.1. Втеча від податків та ухилення від них . . . . . 273  
 10.2. Основні методи, які обмежують операції через офшорні центри . . 278

**Глава 11. Відмивання «брудних» грошей** . . . . . 286

- 11.1. Поняття «брудно» гроші. Відмивання «брудних» грошей як процес . . . . . 286  
 11.2. Розпізнавання операцій, пов'язаних з відмиванням «брудних» грошей . . . . . 305  
 11.3. Основні шляхи і методи протидії відмиванню «брудних» грошей . . . . . 310

---

**РОЗДІЛ 5. МІЖНАРОДНИЙ ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ** 321
 

---

**Глава 12. Сутність міжнародного фінансового менеджменту** 321

- 12.1. Поняття про міжнародний фінансовий менеджмент та його основні функції. . . . . 321  
 12.2. Специфіка зовнішнього середовища прийняття фінансових рішень . . . . . 325

**Глава 13. Загальні напрями міжнародного фінансового менеджменту** . . . . . 332

- 13.1. Капітальне бюджетування . . . . . 332  
 13.2. Управління портфелем зарубіжних цінних паперів . . . . . 334  
 13.3. Чинна капітальна політика . . . . . 339  
 13.4. Транснаціональне фінансування . . . . . 344  
 13.5. Фінансування міжнародної торгівлі . . . . . 347  
 13.6. Дивідендна політика корпорації . . . . . 353  
 13.7. Управління ризиком . . . . . 357

---

**РОЗДІЛ 6. РЕГУЛЮВАННЯ МІЖНАРОДНОЇ МАКРОЕКОНОМІКИ** 375

---

**Глава 14. Регулювання валютно-кредитної політики країн . . . .** 375

- 14.1. Міжнародний валютний фонд . . . . . 375
- 14.2. Міжнародний банк реконструкції та розвитку . . . . . 381
- 14.3. Банк міжнародних розрахунків. . . . . 384

**Глава 15. Регулювання зовнішньої заборгованості країн . . . .** 386

- 15.1. Діяльність Паризького клубу . . . . . 386
- 15.2. Діяльність Лондонського клубу . . . . . 389

**БІБЛІОГРАФІЯ . . . . .** 391

# ПЕРЕДМОВА

Дисципліна «Міжнародна економіка» є складовою частиною підготовки економістів широкого профілю і однією з профілюючих у підготовці економістів-міжнародників. Вона належить до фундаментальних економічних дисциплін, спирається на теорію ринкової економіки і розвиває її, є поєднувальною ланкою між такими університетськими курсами, як мікроекономіка та макроекономіка і конкретно економічними дисциплінами: маркетинг, менеджмент, фінанси, бухгалтерський облік та аудит, гроші і кредит, банківська справа та ін.

У системі економічної теорії «Міжнародна економіка» спочатку займала периферійне місце, існувала на засадах окремих розділів мікро- та макроекономіки, які містили аналіз міжнародних економічних відносин щодо зовнішньої торгівлі, міждержавного руху чинників виробництва, валютно-фінансової системи, що зумовлює цей рух.

Відокремлення «Міжнародної економіки» у самостійну дисципліну було історично зумовлено становленням, розвитком та функціонуванням світогосподарських зв'язків як особливої, цілісної, органічної системи. Формування цієї системи виходило з еволюції міжнародного поділу праці, процесів інтернаціоналізації господарського життя країн світового співтовариства, інтеграції груп країн у регіональні господарські комплекси (союзи) з міждержавним та наддержавним регулюванням соціально-економічних процесів, транснаціоналізації виробництва, функціонування міжнародної валютно-фінансової сфери як самостійного явища, безпосередньо не пов'язаного із зовнішньою торгівлею та міжнародним рухом чинників виробництва [22; 23; 52].

Міжнародна економіка складається з:

- міжнародної мікроекономіки (international microeconomics);
- міжнародної макроекономіки (international macroeconomics).

Така послідовність не випадкова. Історично склалося так, що порівняно самостійні частини міжнародної економіки формувалися саме в такій послідовності. Міжнародна торгівля товарами та факторами виробництва була історично першою і до певного часу головною формою міжнародних економічних відносин. Лише наприкінці ХХ ст. вона втратила провідну роль, яку почали займати різноманітні форми міжнародних фінансових операцій. Вивченням закономірностей міжнародного руху товарів та чинників їхнього виробництва як раз і займається міжнародна мікроекономіка. Окремі країни в міжнародній мікроекономіці розглядаються як первинні одиниці, подібно домогосподарству чи фірмам у традиційній мікроекономіці. Розгляд у міжнародній мікроекономіці інтеграційних процесів зумовлений тільки тим, що вони у своїй розвинутій формі передбачають посилення лібералізму у міжнародному русі як товарів, так і чинників виробництва.

Міжнародна мікроекономіка як розділ міжнародної економіки займається вивченням міждержавного руху товарів та факторів їхнього виробництва. Таке визначення міжнародної мікроекономіки загально-визнане в університетах США та Західної Європи. Однак предмет міжнародної макроекономіки і досі залишається дискусійним, суперечливим, що часом робить його еkleктичним. Вибір основних складових дослідження в міжнародній макроекономіці орієнтований на їхню практичну значимість та доцільність у вирішенні конкретних проблем функціонування відкритих економік та розвитку світового господарства в цілому.

Міжнародна макроекономіка суттєво поширює предмет аналізу теорії міжнародної економіки, здійснює його на рівні взаємодії відкритих національних економік та світового господарства в цілому. Це по-



ширення ґрунтується на існуванні міжнародної валютно-фінансової системи не тільки як механізму, що обслуговує рух товарів та чинників їхнього виробництва, а й як самостійної системи міжнародної економіки. Тому провідне місце в міжнародній макроекономіці передусім посідають:

- дослідження феномену сучасної міжнародної валютно-фінансової системи;
- вивчення проблем щодо валютного курсу та механізму його утворення, стану платіжного балансу, котрі визначають місце національних економік у світогосподарських зв'язках;
- аналіз міжнародних фінансових ринків, торгівлі конкретними фінансовими інструментами — валютою, кредитом, цінними паперами;
- функціонування відкритої національної економіки та світового господарства в цілому залучає до предмета міжнародної макроекономіки також вирішення питань її регулювання, яке здійснюється через діяльність міжнародних економічних та фінансових організацій.

Саме тому завдання навчального посібника полягає в розгляді за допомогою макроекономічного аналізу сутнісних проблем щодо функціонування та розвитку міжнародної валютно-фінансової системи, передусім валютних курсів, платіжного балансу, міжнародних фінансових ринків в умовах глобалізації; в аналізі сучасних завдань регулювання міжнародної макроекономіки.

Навчальний посібник підготовлено спільно з провідними фахівцями Білоруського торгово-економічного університету, передусім із ректором цього університету А.А. Наумчик та завідувачем кафедри світової та національної економіки С.Н. Лебедевою.

При формуванні змісту навчального посібника було використано праці провідних зарубіжних та вітчизняних учених, які містяться в наведеному наприкінці посібника списку літератури. У підготовці посібника брали участь аспіранти та здобувачі І.О. Уханова, О.С. Кіро, М.Є. Бикова, О.А. Єрмакова.

Автори і редактори висловлюють щиру вдячність академіку НАН України, д.е.н., професору Амоші О.І., д.е.н., професору Лук'яненко Д.Г., д.е.н., професору Макогону Ю.В., д.е.н., професору Мозговому О.М., д.е.н., професору Циганковій Т.М. за співробітництво, корисні й неупереджені зауваження та допомогу, надані під час роботи над цією книгою. Наша величезна подяка професорам С.С. Дзарасову (Росія), А. Прадетто (ФРН), П. Грегорі (США), С. Фортеск'ю (Австралія), дослідження та поради яких сприяли підготовці цього навчального посібника.

# РОЗДІЛ 1

---

## СВІТОВА ВАЛЮТНА СИСТЕМА ТА ПРИНЦИПИ ЇЇ ФУНКЦІОНУВАННЯ

### ГЛАВА 1

#### ВАЛЮТА ТА ВАЛЮТНІ КУРСИ

**Ключові поняття** Валюта; національна валюта; іноземна валюта; резервна валюта; міжнародна валюта; валютний курс; розрахункові валютні курси; крос-курс; тристоронній арбітраж; фіксований, плаваючий та компромісний валютні курси; паритет купівельної спроможності валют; «ефект Фішера»; «міжнародний ефект Фішера».

#### 1.1. Сутність валюти та валютного курсу

---

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

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

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

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

Національна валюта є основою національної валютної системи.

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

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

По відношенню до валютних запасів країни розрізняють **резервну валюту**.

Під резервною валютою розуміють іноземну валюту, в якій центральні банки інших держав нагромаджують і зберігають резерви для міжнародних розрахунків по зовнішньоторговельних операціях та іноземних інвестиціях. Резервна валюта є базою визначення валютного паритету і валютного курсу для інших країн, вона використовується для проведення валютної інтервенції з метою регулювання курсу валют країн—учасниць світової валютної системи.

Так, як резервну валюту використовують долар США, японську єну, євро. Для того щоб валюта набула статусу резервної, країна повинна посідати панівне становище у світовому виробництві, в експорті товарів і капіталів, мати розвинуту мережу кредитно-банківських установ у себе і за рубежем, ліберальне валютне регулювання, вільну конвертованість валюти і впровадження її в міжнародний обіг через банки та міжнародні валютно-фінансові організації.

Країна-емітент резервної валюти набуває ряд переваг: можливість покривати дефіцит платіжного балансу національною валютою, сприяти зміцненню позиції національних виробників у конкурентній боротьбі на світовому ринку.

По відношенню до курсів інших валют розрізняють **сильну** (тверду) та **слабку** (м'яку) валюту. Тверда валюта характеризується стабільним валютним курсом. Поняття «тверда валюта» нерідко використовується як синонім конвертованої валюти.

За режимом використання розрізняють валюту **вільно конвертовану** (це валюти країн, які повністю відмінили валютні обмеження та обмінюють їх на всі інші валюти), **частково конвертовану** (це валюти країн, що зберігають валютні обмеження певного кола валютних операцій), **неконвертовану** (це валюти країн, які повністю зберігають валютні обмеження з усіх операцій як для нерезидентів, так і резидентів).

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

За принципом побудови — «кошикового» типу і звичайною.

Валютний кошик — це метод сумірності середньозваженого курсу однієї валюти визначеного набору інших валют. Важливим моментом розрахунку валютного кошика є визначення його складу, розміру валютних компонентів, тобто кількість одиниць валюти в наборі.

У науковій економічній літературі, телекомунікаційному зв'язку застосовуються міжнародні коди валют, які значно полегшують і прискорюють поточну діяльність учасників валютного ринку (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

#### МІЖНАРОДНІ КОДИ ВІЛЬНО КОНВЕРТОВАНИХ ВАЛЮТ

Найменування валюти	Код валюти	
	Цифровий	Літерний
Австралійські долари	036	AUD
Англійські фунти стерлінгів	826	GBP
Датські крони	208	DKK
Долари США	840	USD
Ісландські крони	352	ISK
Канадські долари	124	CAD
Норвезькі крони	578	NOK
Швейцарські франки	756	CHF
Японські єни	392	JPY
Євро	978	EUR
СДР	960	SDR

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

Завдяки тому, що кожна країна використовує у своєму обігу валюту, яка відрізняється від валюти інших країн, усі міжнародні операції (торговельні, кредитні та ін.) передбачають обмін двох валют. При здійсненні міжнародної операції потік товарів, послуг, капіталу в одному напрямку передбачає рух валютних коштів у зворотному. Наприклад, якщо ви купуєте в автомобільного дилера американську ма-

шину, то сплачуєте йому за машину в гривнях. Але автомобільний дилер повинен заплатити американцям у доларах. Дилер створює попит на долари і пропозицію гривень на ринку обміну іноземної валюти. Експорт товарів зумовлює приплив у країну іноземної валюти та її пропозицію на ринку обміну іноземної валюти; імпорт — попит на іноземну валюту.

Інший приклад. Коли іноземець купує іноземну компанію або будує завод в іншій країні, він створює попит на валюту цієї країни і пропозицію валюти своєї країни. А оскільки країна торгує не з однією, а з декількома країнами, то в обмін між собою вступає низка національних валют.

Валюти, як правило, обмінюються не просто одна до одної, а в певному співвідношенні, що визначається їх відносною вартістю, яка називається обмінним курсом валют. Але обмінні курси валют постійно змінюються й часто досить різко. Відтак обмінні курси, ризик коливання курсів валют перебувають у центрі уваги теорії міжнародних фінансів. Для ТНК вирішення всіх питань їхньої діяльності (розміщення виробництва, перспективи його розширення, можливі ризики) ґрунтуються на аналізі обмінних курсів у їхньому зв'язку з відносним рівнем відсоткових ставок і темпів інфляції.

Зростаюча роль зовнішньої торгівлі, бурхливий розвиток міжнародного ринку капіталів висувають як одну з фундаментальних проблем теорії міжнародної економіки проблему досягнення необхідної гармонії між зовнішньоторговельною і валютною політикою різних країн без втручання якогось світового уряду, який указував би, що робити країнам. Проблеми координації валютно-фінансової політики різних країн є найскладнішими.

Обмінний валютний курс — це:

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

Як уже зазначалося, змістом валютної операції є обмін валюти однієї країни на валюту іншої. Кожна національна валюта має певну ціну, котра виражається в грошових одиницях іншої країни. Наприклад, 1 дол. коштує 132,08 єни. Ця ціна валюти називається валютним курсом. Ціни валют щоденно публікуються. Ціни на вільно конвертовану валюту визначаються на міжнародному валютному ринку виходячи з попиту та пропозиції на неї, а в країнах з частково конвертованою валютою ціну національної валюти встановлює центральний банк. Таким чином, валютний, або обмінний, курс має кількісну визначеність,

тобто співвідношення кількості обмінюваних валют. Так, якщо ви обмінюєте 100 грн на 20 американських доларів, то 100 грн ділять на 20 дол., що дорівнює 5,0 грн за 1 дол. Обмінний курс — це результат ділення кількості валюти, яку ви обмінюєте, на кількість валюти, яку ви отримуете в обмін. Якщо ми знаємо обмінний курс гривні (0,20 дол. за 1 грн), то можемо підрахувати, скільки доларів можна отримати за 200 грн. Для цього потрібно 200 грн помножити на обмінний курс гривні, тобто на 0,20. За 200 грн можна отримати 40 дол.

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

$$\text{Непряме котирування} = \frac{1}{\text{Пряме котирування}}.$$

Валютний курс розглядається як ціна іноземної валюти в національній валюті. Курс валют устанавлюється до четвертого знака після коми десяткового дробу.

При котируванні валют устанавлюють базову валюту та валюту котирування. Базова валюта — це валюта, відносно якої котируються інші валюти, тобто валюта, з якою порівнюють певну грошову одиницю. Валюта котирування — це валюта, яка котирується до базової, тобто валюта, курс якої визначають. Наприклад, 1 дол. = 5,121 грн. Ліва частина котирування — це базова валюта (долар), права частина — валюта котирування (гривня). Курси валют устанавлюють до базової валюти, тобто яка кількість валюти котирування відповідає одиниці базової валюти. Як правило, усі валюти (за винятком англійського фунта стерлінга та кошика валют) порівнюється з доларом США. Використання долара як базової валюти відображає роль американської валюти як загально визнаної розрахункової одиниці.

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

## 1.2. Розрахункові види валютних курсів

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

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

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

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

Його розраховують за формулою:

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

де  $S_r$  — реальний валютний курс;

$S_n$  — номінальний валютний курс;

$P^1$  — індекс цін зарубіжної країни;

$P$  — індекс цін своєї країни.

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

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

Наприклад, номінальний валютний курс гривні по відношенню до долара впав з 5,4 до 5,6 грн/дол. Ціни в США за цей самий період зросли на 0,4 %, в Україні — на 8 %. Внаслідок цього реальний валютний курс склав:



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

тобто зріс.

**3. Номінальний ефективний валютний курс.** Його розраховують як співвідношення між національною валютою і валютами інших країн, зваженим відповідно частки цих країн у валютних операціях даної країни. Він виражається формулою

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

де  $S_n^e$  — номінальний ефективний валютний курс;

$\sum_i$  — знак суми показників по  $i$  країнам;

$i$  — країна — торговельний партнер;

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

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

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

даної країни з країнами, що є головними торговельними партнерами.

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

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

Він виражається формулою

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

де  $S_r^e$  — реальний ефективний валютний курс;

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

рівняно з базовим роком кожної країни — торговельного партнера.

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

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

Розрахунки ефективних валютних курсів здійснюється за методикою МВФ, яка отримала назву моделі багатостороннього обмінного курсу. Вона передбачає виконання таких кроків:

- 1) вибір базового року, до якого будуть перераховуватись усі індекси валютних курсів;
- 2) вибір способу усереднення валютного курсу за рік;
- 3) визначення країн — головних торговельних партнерів певної держави;
- 4) визначення частки кожної з них у торговельному обороті цієї країни;
- 5) розрахунок індексів середньорічних обмінних курсів національної валюти до валют країн — головних торговельних партнерів по відношенню до базового року;
- 6) зваження їх за часткою цих країн у торговельному обороті даної країни.

За своєю природою ефективні валютні курси є розрахунковими.

### 1.3. Крос-курс та тристоронній арбітраж

---

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

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

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

Наприклад, потрібно обміняти американські долари на українські гривні. Припустимо, що обмінний банківський курс долара — 5,4 грн за 1 доллар. Але можна обміняти долари на гривні через іншу валюту, наприклад, через євро. Якщо курс долара в євро — 0,9658 євро за 1 дол., а 1 євро обмінюється на 5,88 грн, то за таких обмінних курсів крос-курс долара дорівнюватиме  $[5,88/1] \times [0,9658/1] = 5,67$  грн за 1 дол. Таким чином, при обміні долларів на гривні через євро ми отримаємо за 1 доллар не 5,4, а 5,67 гривень.

Арбітражер, купуючи за обмінним курсом банку долари за 5,4 грн і негайно продаючи їх за крос-курсом, тобто через євро за 5,67 грн отримує доход у розмірі 0,27 грн за кожний доллар. Якби обмінний курс перевищував крос-курс, то арбітражер отримав би прибуток, купуючи за крос-курсом і продаючи за обмінним.

Дії арбітражерів створюють додаткову пропозицію одних валют і додатковий попит на інші валюти. Конкуренція між арбітражерами призводить до того, що прибуток від арбітражу настільки малий, що практично обмінний курс і крос-курси рівні. Водночас тристоронній арбітраж створює механізм, котрий зрівнює попит і пропозицію на валюту на всіх валютних ринках. Внаслідок цього експорт завжди підвищує вартість валюти країни при вимірі її у валютах інших країн, а імпорт знижує вартість валюти незалежно від того, в яку країну йде експорт і з якої країни надходить імпорт.

Крос-курси валют є вторинним показником. Їх розраховують через основні курси валют відносно долара. Існують три способи розрахунку крос-курсів з урахуванням того, чи прямим чи непрямим є котирування валют до долара [3, с. 195].

1 спосіб: розрахунок крос-курсу для валют із прямим котируванням до долара США (долар є базою котирування для обох валют). Для розрахунку крос-курсу слід розділити курс валюти, що виступає в крос-курсі валютою котирування, на курс валюти, що в крос-курсі є базою котирування. Наприклад, потрібно знайти крос-курс канадського долара і японської єни (CAD/JPV). Котирування канадського долара до долара США (USD/CAD) дорівнює 1,5658, а канадського долара до єни (USD/JPV) — 107,34. Крос-курс CAD/JPV буде:

$$\frac{107,34}{1,5658} = 68,52$$

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

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

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

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

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

## 1.4. Види валютних курсів залежно від ступеня гнучкості

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

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

Фіксований валютний курс може фіксуватися різними способами:

1. Фіксація курсу національної валюти до курсу найбільш значущих валют міжнародних розрахунків. Наприклад, до долара США фіксують курс багато країн Латинської Америки, Африки.

2. Використання валюти інших країн як законного платіжного засобу. Так, більшість республік колишнього СРСР в 1992 — 1994 рр. використовували російський рубль як законний платіжний засіб.

3. Фіксація курсу національної валюти до валют інших країн — головних торговельних партнерів. Наприклад, Бутан — до індійської рупії, Намібія, Свазіленд — до південноафриканського ранду.

4. Фіксація курсу національної валюти до колективних валютних одиниць, наприклад до СДР (Лівія, М'янма, Сейшельські Острови).

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

Недоліки фіксованих валютних курсів:

- якщо йому не довіряють, то він може піддатися спекулятивним діянням, які в подальшому можуть спричинити відмову від фіксованого курсу;

- не існує надійного способу, щоб визначити, чи є вибраний курс оптимальним та стабільним;

- фіксований курс передбачає, щоб центральний банк був готовий до проведення валютних інтервенцій з метою його підтримки.

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

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

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

Перевагою ринкових валютних курсів є те, що вони внаслідок вільного коливання попиту на валюту і її пропозиції автоматично коригуються таким чином, що в кінцевому підсумку усуваються незбалансовані платежі; у спекулянтів немає можливості отримувати прибуток за рахунок центрального банку; у центральному банку немає потреби здійснювати валютні інтервенції. До недоліків можна віднести те, що ринки

не завжди працюють з ідеальною ефективністю і тому існує ризик, що валютний курс перебуватиме протягом тривалого часу на необумовленому економічними прогнозами рівні; невизначеність майбутнього валютного курсу може створити труднощі для компанії у сфері планування та ціноутворення; свобода проведення незалежної внутрішньої грошово-кредитної політики може бути порушена (наприклад, якщо уряд не має засобів протидіяти зниженню валютного курсу, він може проводити інфляційну, бюджетну та грошово-кредитну політику).

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

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

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

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

Вибір режиму валютних курсів залежить від того, яку мету переслідує економічна політика. В ситуації, коли основною метою ставиться досягнення повної зайнятості, а інфляції особливого значення не надається, перевага може бути віддана плаваючим валютним курсам. Якщо ж ставиться за мету уникнути інфляції, переважними є фіксовані валютні курси. По суті, проблема порівняльних переваг ФВК і ПВК значною мірою зводиться до проблеми оптимального поєднання безробіття та інфляції.

Вибір тієї чи іншої валютної політики визначається ступенем залежності національної економіки від процесів, що відбуваються в світовому господарстві. Якщо країна великою мірою піддається загрози внутрішньої нестабільності і менше залежить від зовнішньої, то для неї, як правило, кращими є фіксовані валютні курси. Якщо ж економі-

ка країни значною мірою залежить від світового ринку, а внутрішня економічна ситуація і національна макроекономічна політика відносно стабільні, то кращими є плаваючі валютні курси.

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

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

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

### ***Режим валютного курсу в Україні***

---

Вибір режиму валютного курсу в Україні після проголошення незалежності в серпні 1991 р. став центральним елементом її економічної політики, одним з визначальних чинників успіху стабілізації в країні.

Україна використовувала кілька режимів валютного курсу.

У 1993 р. з метою лібералізації валютного ринку було здійснено спробу встановити ринковий (плаваючий) курс національної валюти щодо іноземних валют. Цей валютний режим діяв з квітня по липень 1993 р. і був спрямований на уникнення жорстких параметрів валютного ринку (досить високі податки на експортерів, вимоги обов'язкового здавання усієї валютної виручки). Поряд з існуванням плаваючого валютного курсу, який установлювався на валютних аукціонах, Національний банк України (НБУ) визначав офіційні обмінні курси національної валюти, а на міжбанківському валютному ринку встановлювались обмінні курси для банківської системи. Таким чином, в Україні дотримувались системи множинних курсів, що призвело до відпливу капіталів за межі України та бартеризації зовнішньої торгівлі.

Лібералізації валютного режиму шляхом запровадження внутрішньої конвертованості та плаваючого обмінного курсу перешкоджали:

- відсутність в Україні більш міцного економічного середовища та відповідної ринкової інфраструктури, за умови наявності якої можлива реалізація подібної моделі валютного режиму;

▪ наявність відчутного диспаритету в торговельних і платіжних відносинах, особливо з країнами СНД (асиметрія в цінах українського експорту та імпорту, погіршення умов торгівлі);

▪ розвиток інфляційних процесів в Україні, рівень яких сягнув у 1993 р. близько 10 000 % [70, с. 510].

Для стримування інфляції НБУ здійснює жорстку фіксацію обмінного курсу національної валюти (карбованця) до долара США, німецької марки та російського рубля. Офіційний обмінний курс використовувався при обов'язковому продажу 50 % валютних надходжень (він періодично переглядався).

З 1993 р. активізувався валютний ринок: у березні на щотижневих аукціонах з продажу доларів США беруть участь не 6, як на початку, а 40 банків; у квітні почали діяти щотижневі аукціони з продажу німецьких марок та російських рублів; у серпні замість аукціонів НБУ проводяться аукціони Української міжбанківської валютної біржі (УМВБ), яка в листопаді закривається, а в лютому 1994 р. знову відкривається.

Із січня 1994 р. фіксація курсу карбованця супроводжувалася новими, більш жорсткими умовами використання валютної виручки: 40 % надходжень іноземної валюти мали продаватися урядові за офіційним обмінним курсом (12 610 крб за 1 дол. США), 10 % — НБУ за адміністративно визначеному курсу (25000 крб. з 1 дол. США). Решта 50 % валютних надходжень могли зберігатися на валютних рахунках або продаватися НБУ за адміністративно визначеним курсом.

Із січня 1994 р. по серпень 1994 р. обмінний курс визначається як фіксовано-регульований, що супроводжувався переважно адміністративними методами його визначення.

Новий етап у валютній політиці України почався в жовтні 1994 р. Він характеризувався подальшою лібералізацією валютного ринку, встановленням єдиного обмінного курсу для готівкових і безготівкових розрахунків, підготовкою передумов для введення нової грошової одиниці — гривні. Офіційний курс карбованця визначався на підставі результатів торгів на УМВБ. Офіційний курс карбованця використовувався при здійсненні усіх безготівкових і готівкових операцій продажу та купівлі іноземної валюти.

У 1994 та 1995 рр. девальвація вітчизняної валюти була стрімкою і відповідно становила 240 та 72,5 %.

У 1996 р. було досягнуто фінансової стабілізації та відносної стабільності національної валюти, яка знецінилася на 5,5 %, що дало змогу у вересні здійснити грошову реформу. Карбованець замінено на гривню у співвідношенні 1 грн = 100 тис. крб. і встановлено її офіційний обмінний курс.



У 1997 р. спостерігається продовження тенденції щодо стабільності гривні (втратила лише 0,3 % своєї вартості). Головним джерелом стабільності курсу гривні стали періодичні валютні інтервенції НБУ в цілому за рахунок валютних резервів. Необхідність такої штучної підтримки стабільності гривні пояснювалася бажанням уряду одержати кредити від МВФ та Всесвітнього банку, що залежало від виконання деяких вимог МВФ до внутрішніх економічних показників. Валютні інтервенції з осені 1997 р. до початку 1998 р. обійшлися НБУ близько 650 млн. дол. США. НБУ встановлює перший валютний коридор з межами 1,7—1,9 грн. за 1 дол. США.

Проте стабілізація ситуації на валютному ринку була тимчасовою. Наступний період позначився досить відчутною девальвацією курсу гривні: в 1998 р. вона знецінилася на 80 %, а в 1999 р. — на 52 %. До головних причин падіння курсу гривні треба віднести: зовнішні борги держави, неспроможність НБУ ефективно використати весь інструментарій грошово-кредитної політики та політичні чинники.

Щоб захистити свої валютні резерви в цих складних умовах, НБУ використовує плавну девальвацію. На 1998 р. переглядається валютний коридор (1,8—2,25 грн/дол. США), який у вересні 1998 р. знову змінюється (2,5—3,5 грн/дол. США). Щоб утримати курс гривні в межах останнього валютного коридору, НБУ проводить низку жорстких заходів:

- заборонено банкам мати відкриті валютні позиції у вільно конвертованій валюті і укладати ф'ючерсні контракти; здійснювати операції з твердою валютою на міжбанківському валютному ринку і концентрацію валютних торгів на Українській і Кримській валютних біржах; підприємствам—резидентам України здійснювати передплату за імпортними контрактами;
- запровадження обов'язкового продажу на УМВБ 75 %, а потім і 50 % валютної виручки підприємств;
- скорочення різниці між офіційним валютним курсом доларів США і курсом обмінних пунктів з 10 до 5 % і запровадження більш жорстких правил купівлі іноземної валюти;
- обмеження попиту на долари для неторговельних операцій і суми, яку банки могли купити на УМВБ для продажу через свої обмінні пункти.

НБУ змінює тактику утримання стабільності валютного курсу. Замість систематичної виплати валютних резервів він переходить до жорсткого адміністративного регулювання валютного ринку.

У 1999 р. НБУ продовжує політику валютного коридору і приймає рішення лібералізації валютного та відкритого міжбанківського рин-

ків, оскільки це одна з головних умов поновлення програми фінансування МВФ. З цією метою він вжив низку заходів: купівлю валюти під погашення кредитів резидентів у вільно конвертованій валюті; придбання валюти для некритичного імпорту; надання кредитів для купівлі валюти резидентами. Процес формування офіційного курсу гривні зазнав істотних змін. На УМВБ офіційний курс визначався шляхом установаження фіксингу, на міжбанківському ринку — як середньозважена величина курсів комерційних банків за обсягами купівлі-продажу валюти на кінець дня.

Лібералізація валютного ринку стимулювала позитивні тенденції: стабілізувалися міжбанківський і офіційний обмінні курси; збільшилися загальні обсяги щоденних операцій на міжбанківському валютному ринку; поліпшилася збалансованість попиту та пропозиції на безготівковому ринку, отже, НБУ може стабільно викуповувати валюту, поповнюючи резерви. Крім цього, НБУ скасував ряд обмежень: відмовився від права регламентувати відхилення курсів угод на міжбанківському ринку від офіційного курсу; суб'єкти ринку, здійснюючи купівлю-продаж валюти, самостійно визначають розмір маржі між курсами та комісійними; відмінено заборону на відхилення курсів готівкового продажу від офіційного.

Проте девальваційні процеси були лише дещо стримані, і з часом вони посилювалися: в липні 1999 р. курс гривні знизився на 8,03 %, у вересні — на 9,45 %, в листопаді — на 5,61 %. Курс вийшов за межі валютного коридору і НБУ довелося відмовитись від оголошених його меж. Завдяки проведенню в грудні 1999 р. на міжбанківському ринку торговельної сесії забезпечило стабілізацію курсу гривні.

Заявою уряду та НБУ від 22.02.2000 р. в Україні запроваджується режим плаваючого валютного курсу, який більше відповідає стану інтеграції України в світову економіку, сприяє збалансованості попиту на іноземну валюту з її пропозицією, забезпечує компенсацію внутрішньої інфляції, підтримує конкурентоспроможність українських товарів, зберігання валютних резервів.

Протягом 2000 р. відбувається або ревальвація гривні, або незначна її девальвація (знецінилася на 4,25 %). Офіційний курс визначається на основі котирування п'яти-шести великих банків, тому його не можна було вважати реальним, а процес його формування — ринковим.

У 2001—2003 рр. НБУ продовжує політику плаваючого валютного курсу. Особливістю курсової політики в цей період є те, що вона стає одним з факторів стабільності національної валюти і проводиться в інтересах експортерів та імпортерів. Гривня стає стабільною валютою. На її стабільність впливають насамперед значні надходження валютної

виручки від експортерів. Коливання обмінного курсу USD / UAH у цей період не перевищують 3 % на рік. Така ситуація сприяла підтримці позитивного сальдо торгового балансу та його поліпшенню в ці роки, підвищувала довіру до національної валюти та фінансову стабільність у країні.

НБУ розробив заходи, спрямовані на подальшу лібералізацію валютного ринку та посилення внутрішньої стабільності гривні:

- сприяння процесу дедоларизації економіки шляхом зростання гривневих активів порівняно з вкладеннями в активи в іноземній валюті;
- стимулювання експорту та створення для імпортерів умов, які сприяли б випуску національних імпортозамінних товарів і розвитку відповідних виробництв;
- стимулювання надходжень і сповільнення відтоку іноземної валюти з країни;
- забезпечення ефективного функціонування національної валютної системи завдяки збалансованості платіжного балансу;
- створення умов щодо гармонізації інтересів імпортерів та експортерів;
- удосконалення структури внутрішнього валютного ринку з урахуванням міжнародної практики і застосуванням нових видів міжнародних розрахунків, відносин більш ефективних і зручних для учасників зовнішньоторговельних.

У 2004 р. гривня продовжила поступову ревальвацію проти долара США, яка становила 0,5 % порівняно з 0,02 % у 2003 р. При цьому протягом року НБУ активно використовував інтервенції, щоб запобігти як надмірному укріпленню гривні, так і її девальвації.

На кінець 2004 р. номінальний курс гривні до євро становив 7,21 грн за 1 євро, що на 7,2 % перевищував рівень початку року.

Номінальний курс гривні до долара США в 2005 р. становив 4,8 %. Значні обсяги інтервенції НБУ сприяли зростанню валютних резервів центрального банку. В 2005 р. вони підвищилися з 9,5 млрд дол. США до 19,4 млрд дол. США. Спостерігається тенденція до зміцнення реального курсу гривні. Ревальвація номінального ефективного курсу за підсумком року становила 11,7 %. Така динаміка реального та номінального ефективних курсів негативно вплинула на конкурентоспроможність українських експортерів на міжнародних ринках. У 2005 р. вперше з 1998 р. було зафіксовано від'ємне сальдо торгівлі товарами. З метою підтримки обмінного курсу гривні до долара США на рівні 5,05 НБУ продовжив здійснювати інтервенції на міжбанківському валютному ринку.

У 2006—2007 рр. валютно-курсова політика НБУ України спрямована на підтримку стабільності обмінного курсу гривні щодо долара США, нагромадження міжнародних резервів і своєчасне виконання зовнішніх боргових зобов'язань держави. НБУ розроблює заходи щодо забезпечення гнучкості обмінного курсу і створює умови для поступового переходу до вільного плавання.

Щоб знизити валютний ризик і одночасно підвищити попиту на гривню, були удосконалені норми валютного регулювання, які пов'язані з експортом та імпортом капіталу. Для цього заохочувалося іноземне кредитування вітчизняних резидентів у гривні через кореспондентські рахунки, які відкриті в уповноважених банках України.

Продовжується лібералізація правил роботи на валютному ринку, діюче законодавство приводиться у відповідність зі стандартами ЄС і міжнародних організацій, з якими Україна має домовленості щодо співробітництва.

У 2008 р. в Україні відбувалися значні коливання попиту та пропозиції іноземної валюти. Курс гривні як офіційний так і за міжбанківськими операціями, по відношенню до іноземних валют характеризувався значною гнучкістю і коливався від 503,29 до 464,21 грн за 100 дол. США. З початку року до серпня 2008 р. спостерігається перевищення пропозиції іноземної валюти над її попитом, що спричинило девальваційний тиск на гривню. В цей період офіційний курс гривні становив 4,85 грн за 1 дол. США.

В умовах поглиблення світової фінансової кризи та зниження зовнішнього попиту у вересні 2008 р. відбувається значне падіння експортних доходів, що спровокувало дефіцит іноземної валюти на внутрішньому ринку. Для мінімізації дефіциту іноземної валюти та зниження девальваційного тиску на гривню НБУ прийняв рішення щодо валютних інтервенцій, які становили 3,9 млрд дол. США. Щоб забезпечити прозорість валютних інтервенцій, НБУ з грудня 2008 р. почав проводити валютні аукціони.

На кінець 2008 р. обсяг міжнародних резервів скоротився на 2,8 %. Для їх поповнення в листопаді було одержано кредит від МВФ у розмірі 4,6 млрд дол. США.

У 2009 р. валютна політика була спрямована на зниження інфляції та пом'якшення наслідків впливу кризи на економіку країни.

Обмінний курс гривні по відношенню до іноземних валют, як і в 2008 р., суттєво коливався: на міжбанківському ринку від 809,18 до 847,10 грн за 100 дол. США, а за готівковими операціями з продажу долару США — в діапазоні 831,55 — 883,16 грн за 100 дол. США. Для мінімізації девальваційного тиску на гривню НБУ провів валютні ін-

тервенції на 10 млрд дол. США, що призвело до зниження міжнародних резервів до 26,5 млрд дол. США.

У 2009 р. НБУ проводить цільові аукціони з продажу валюти населенню для підтримки кредитних зобов'язань в іноземній валюті. Протягом року на цих аукціонах було продано 1,4 млрд дол США. Проведення таких аукціонів мало велике значення для стабілізації ринкових очікувань, різкого зниження ажіотажного попиту на іноземну грошову готівку та загального упорядкування валютного ринку.

Основним факторам валютних дисбалансів у 2009 р. стає посилення світової рецесії, неспроможність українського виробництва до жорстокої конкуренції в умовах падіння світової кон'юнктури, недостатня ефективність використання зовнішніх кредитів, зниження можливостей своєчасного погашення боргових зобов'язань тощо.

Для стабілізації ситуації на валютному ринку в рамках програми «Стенд-Бай» НБУ було прийнято, що установлення офіційного курсу гривні ґрунтуватиметься на середньозваженому курсі покупців та продавців на міжбанківському валютному ринку за попередній день з можливим відхиленням  $\pm 2\%$ .

Ситуація на валютному ринку в 2010 р. стабілізувалася, було зафіксовано значне перевищення пропозиції іноземної валюти над попитом, завдяки чому НБУ поповнив міжнародні резерви.

## 1.5. Попит та пропозиція на іноземну валюту

---

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

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

Іншими словами, взаємний попит на дві (і більше) валюти та їхня пропозиція виникають внаслідок торговельних операцій між двома (і більше) країнами.

Розглянемо криві попиту і пропозиції іноземних товарів та іноземної валюти, які ілюструють висловлені положення.

Припустимо, що між двома країнами (США та Японією) здійснюється одна торговельна операція: обмін американської пшениці на японські «Тойоти» (рис. 1.1, рис. 1.2).

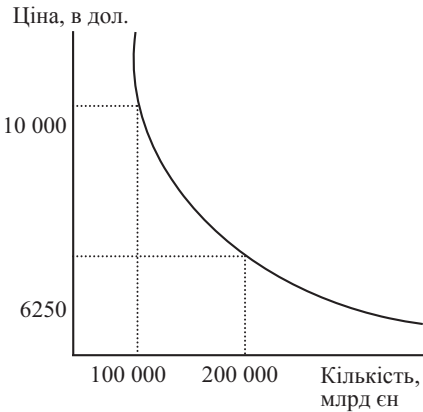


Рис. 1.1. Крива америк. попиту на «Тойоти»

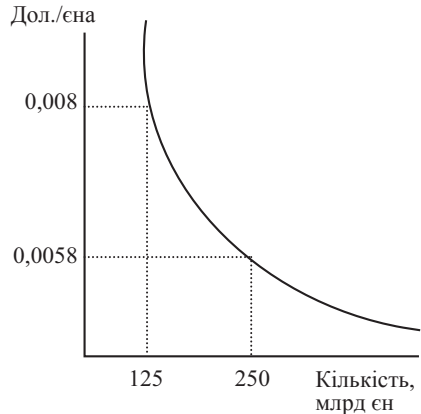


Рис. 1.2. Крива попиту на єни

Крива попиту на «Тойоти» показує, що за ціною в 10 000 дол. за одну автомашину попит буде на 100 000 машин, за ціною в 6250 дол. попит зросте до 200 000 одиниць.

Крива американського попиту на 1 єну показує залежність попиту на японську валюту для купівлі «Тойот» від курсу єни.

Припустимо, що Японія готова виготовляти і експортувати «Тойоти» за 1 250 000 єн. За курсом обміну 0,008 дол. за єну автомобіль може бути проданий у США за 10 000 дол. ( $1\,250\,000 \cdot 0,008 = 10\,000$ ). За такою ціною буде продано 100 000 «Тойот». Для їх купівлі американцям потрібно буде 125 млрд єн ( $1\,250\,000 \times 100\,000 = 125$  млрд).

Якщо курс єни знизиться до 0,005 дол. за 1 єну, то японці, як і раніше, отримають 1 250 000 єн за кожний проданий автомобіль, навіть якщо вони продаватимуть їх за 6250 дол. ( $1\,250\,000 \times 0,005 = 6250$ ).

Але при цьому попит на машини підвищиться до 200 000 одиниць, що приведе до збільшення попиту на єну на валютному ринку до 250 млрд єн ( $1\,250\,000 \times 200\,000 = 250$  млрд).

Отже, зниження курсу валюти будь-якої країни приводить до здешевлення для іноземців товарів та послуг цієї країни і підвищення по-

питу на них. Зростаючий попит на товари тягне за собою збільшення попиту на валюту цієї країни.

Подивимось тепер на валютний обмін з точки зору чинників, які впливають на пропозицію японської єни. Для цього розглянемо криву японського попиту на американську пшеницю і криву пропозиції єни на валютному ринку (на рис. 1.3; 1.4).

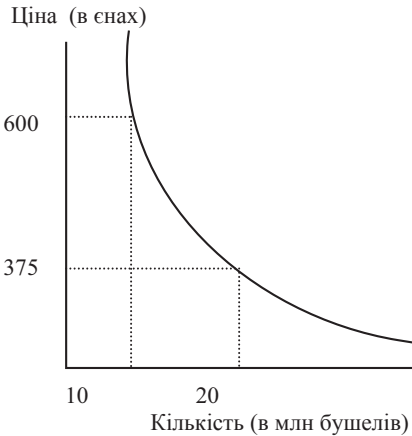


Рис. 1.3. Крива японського попиту на пшеницю

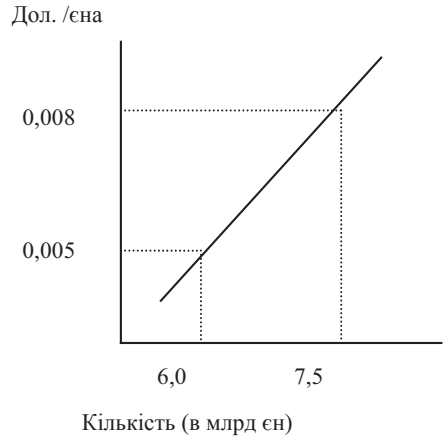


Рис. 1.4. Крива пропозиції єн на ринку валютних обмінів

Крива японського попиту на пшеницю показує, що за ціною 375 єн за бушель японці куплять 20 млн бушелів. Якщо ціна підвищиться до 600 єн, то попит на пшеницю знизиться до 10 млн бушелів.

Крива пропозиції єн показує залежність пропозиції єн від ціни єни в доларах.

Якщо ціна однієї єни становить 0,005 дол., то кількість єн, що пропонуються на валютному ринку, становитиме 6 млрд єн ( $600 \times 10\,000\,000 = 6$  млрд). Якщо ж ціна єни підвищиться до 0,008 дол., то пропозиція єн зросте до 7,5 млрд дол. ( $375 \times 20\,000\,000 = 7,5$  млрд).

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

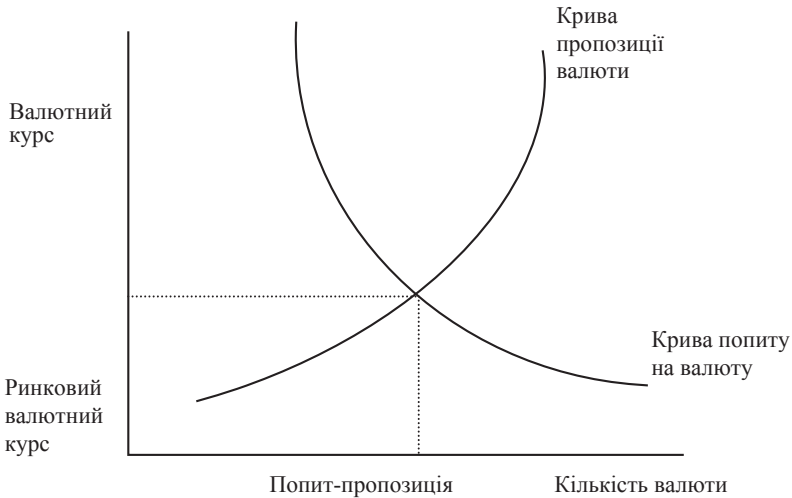


Рис. 1.5. Визначення ринкової ціни валюти

Можемо зробити висновок, що валютний ринок діє так само, як і інші ринки. Зростання попиту призводить до зростання ціни (або валютного курсу). Зростання пропозиції спричинює падіння обмінного курсу. На вільному ринку курс обміну валют завжди рухатиметься до рівноваги, виявляючи будь-яку нестачу або надлишки.

## 1.6. Залежність цін від зміни валютного курсу

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

Припустимо, що українська фірма виготовляє товар  $X$ , котрий на національному ринку коштує 21,6 грн, і хоче дізнатися про експортні можливості цього товару на німецькому та англійському ринках. Для цього фінансовий менеджер дізнається в банку про обмінні курси української, німецької та англійської валюти в доларах. Обмінні курси такі: 1,6 дол. за 1 фунт стерлінгів — у вигляді зворотного котирування і за 1 дол. — 5,5 грн, 0,9658 євро за 1 дол. — у вигляді прямого котирування. За таких обмінних курсів фірма отримає від продажу товару



доход у 3,93 дол. ( $21,6 : 5,5 = 3,93$  дол.). Щоб отримати доход від продажу товару на суму 3,93 дол., він повинен бути проданий на німецькому ринку за 3,8 євро ( $3,93 \times 0,9658 = 3,8$ ), а на англійському — за 2,46 фунта ( $3,93 \times 1/1,6 = 2,46$ ).

Після того як визначено ціни, які забезпечують доход від продажу товару на іноземних ринках не нижче від доходу на національному ринку, фірма повинна виявити реальні експортні можливості товару на цих ринках.

Зміна валютних курсів, тобто знецінення або подорожчання валют, призводить до зміни цін на експортовані й імпортовані товари.

Так, у нашому прикладі, підвищення курсу гривні по відношенню до долара з 5,5 грн до 5,2 грн за 1 дол. приводить до подорожчання товару української фірми на німецькому ринку до 4,0 євро ( $21,6 : 5,2 = 4,15$  дол. — це доход від продажу на національному ринку; ціна товару на німецькому ринку, яка забезпечує доход від продажу в розмірі 4,15 дол., дорівнюватиме  $4,15 \times 0,9658 = 4,0$  євро).

Загальний висновок такий. Зниження ціни національної валюти знижує ціни національних товарів, які виражені в іноземній валюті (товари для іноземців здешевлюються). Це сприяє зростанню експорту, який стає більше конкурентоспроможним. Одночасно ціни на іноземні товари, що виражені в національній валюті, підвищуються і імпорт їх скорочується. Підвищення курсу національної валюти удорожчує національні товари, ціни на які виражаються в іноземній валюті (товари для іноземців удорожчуються). Їхній експорт знижується і стає менше конкурентоспроможним. Одночасно ціни на іноземні товари, які виражаються в національній валюті, знижуються і імпорт їх зростає.

## 1.7. Чинники, що впливають на валютний курс

Валютний курс, як і будь-яка ціна в умовах вільної конкуренції, залежить від співвідношення попиту і пропозиції. Криві попиту і пропозиції валют ілюструють процес установаження рівноважного валютного курсу і його коливання під впливом зміни попиту і пропозиції валюти [34, с. 346, 348]. Але залишаються питання:

- 1) чим визначається валютний курс за рівності попиту і пропозиції;
- 2) які чинники визначають попит і пропозицію і викликають їхні зміни.

Відповідаючи на ці питання, ми повинні виходити з того, що валютна система є однією зі сфер товарно-грошових відносин, і в ній діють закони інтернаціональної вартості і світової ціни, закон конкуренції тощо, що функцію світових грошей може виконувати лише золото. Нагадаємо, що розрі-

зняють субстанціональну і мінову вартість грошей. Паперово-кредитні гроші субстанціональної вартості не мають, їхня мінова вартість — це купівельна спроможність відносно товарів і послуг. Золото як світові гроші має інтернаціональну вартість. Із самого початку паритет валют визначався їхнім золотим змістом («золотий стандарт»). Паперово-кредитні гроші вільно конвертувалися в золото. Після відмови від «золотого стандарту» зв'язок валют із золотом як адекватним матеріалом світових грошей зберігається. А відтак довгостроковими фундаментальними чинниками, що визначають рух валютних курсів, є процеси, які відбуваються у сфері національного виробництва й обігу. Це, насамперед, порівняльна (по відношенню до світового рівня) продуктивність праці, і, відповідно, витрати виробництва, довгострокові темпи зростання ВВП, місце й роль країни у світовій торгівлі і вивезенні капіталу. Порівняно швидше зростання продуктивності праці в окремі країни (відносно підвищення продуктивності праці) в довгостроковому плані призводить до підвищення відносної купівельної спроможності національних грошей по відношенню до товарів і відповідно — до зростання валютного курсу цієї країни. Ця обставина дає можливість прогнозувати довгостроковий розвиток валютних курсів.

Чим більші витрати виробництва і ціни в країні (нижча продуктивність праці) порівняно зі світовими, тим більше зростає імпорт порівняно з експортом, що призводить до знецінення національної валюти, і навпаки. Цей чинник отримав назву «паритет купівельної спроможності» (ПКС) валют. На світових ринках валюти зіставляються за інтернаціональною вартістю певної кількості товарів і послуг, які представляються тією чи іншою грошовою одиницею. В ході міжнародних і світогосподарських відносин устанавлюється таке співвідношення обох валют, за якого певна сума грошей може бути обміняна на однаковий за складом і обсягом «ринковий кошик» товарів і послуг в обох країнах. Це й буде паритет купівельної спроможності валют, тобто такий рівень обмінного курсу двох валют, котрий урівнює купівельну спроможність кожної з них за інших рівних обставин<sup>1</sup>. Тому реальний валютний курс визначається як номінальний, наприклад, гривні до долара, помножений на відношення рівнів цін у США й Україні.

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

<sup>1</sup> Цей чинник, що визначає рух валютного курсу, розвивається в теорії «паритету купівельної сили» Г. Касселя та інших західних економістів.

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

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

Відносний рівень реальних відсоткових ставок регулює потоки капіталів між країнами. Збільшення відсоткових ставок робить країну привабливою для вкладання фінансових коштів, внаслідок чого збільшується пропозиція іноземної валюти і попит на національну валюту. Низькі відсоткові ставки обмежують або викликають відплив капіталу, внаслідок чого збільшується попит на іноземну валюту. Відповідно поводить себе і валютний курс. У першому випадку він має тенденцію до підвищення, в другому — до зниження. Таким чином, сильніша інфляція і нижчі реальні відсоткові ставки призводять до знецінення валюти. Напря́м, який пов'язує динаміку валютних курсів з рухом капіталів, отримав назву «портфельних» теорій. «Портфельні» теорії валютних курсів ґрунтуються на поглядах Дж. М. Кейнса, згідно з якими власник капіталу має можливість вибрати між вміщенням капіталу всередині країни і вивезенням його за кордон. Позначимо: відсоток усередині країни —  $x_1$ , за кордоном —  $x_2$ , курс касовий —  $y_1$ , строковий —  $y_2$ .

Вивезення капіталу за кордон: доцільний, якщо  $y_2 - y_1 > x_1 - x_2$ , або у випадку перевищення касового курсу над строковим  $y_1 - y_2 < x_1 - x_2$ ; недоцільний, якщо  $x_1 > x_2 + (y_2 - y_1)$ .

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

Короткострокові коливання валютних курсів залежать від психологічного чинника — ринкового «очікування» учасників валютного ринку (міркування банкірів, дилерів про перспективи динаміки курсу тієї

чи іншої валюти, валютні інтервенції тощо), який породжує різного роду спекуляції на валютних ринках, у тому числі спекулятивний рух капіталів. Очікування подальшого зниження (підвищення) валютного курсу породжує прагнення звільнитися (скупити) від даної валюти, що призводить до ще більшого зниження (підвищення) валютного курсу.

Валютна інтервенція, тобто втручання центральних банків і казначейств у валютні операції, проводиться як з метою підвищення, так і з метою зниження курсу валюти своєї країни або іноземної валюти. Якщо ставиться мета підвищити курс національної валюти, банки і казначейства вдаються до масового продажу іноземної валюти і купівлі національної. Якщо ж країна зацікавлена у зниженні курсу своєї валюти, то відбувається зворотне — масова скупка іноземної і продаж національної валюти. Валютна інтервенція може лише тимчасово вплинути на рух валютних курсів. Ступінь її ефективності залежить від обсягу коштів спеціально створених валютних фондів.

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

## 1.8. Прогнозування валютного курсу

---

Одним з напрямів валютної політики є прогнозування валютного курсу, яке здійснюють банки, фірми, ТНК. Метою прогнозування є поліпшення страхування валютних ризиків і підвищення ефективності рішень у галузі міжнародного фінансового менеджменту. Прогнозування дає можливість зробити правильний вибір щодо валюти ціни і валюти платежу в зовнішньоторговельних контрактах; валюти міжнародного кредиту та платежу; валюти, в якій ведеться рахунок корпорації у банку; грошової одиниці, в якій деномінуються закордонні капіталовкладення компанії або закордонні активи банку.

Прогнозні оцінки використовують валютні дилери, брокери, тобто професійні валютні спекулянти, що грають на різниці курсів валют.

Зрушення валютних курсів викликається різноманітними чинниками. Враховуючи ці чинники, можна отримати уявлення про напрям змін валютних курсів.

Прогнозування — це не точна наука, прогнози не можна вважати достатньо надійними. Однак загальне розуміння того, які економічні сили впливають на формування валютних курсів, дає інвесторам змогу своєчасно реагувати на очікувані зміни майбутньої їхньої динаміки. При цьому потрібно враховувати і ті чинники, котрими керуються уряди, втручаючись у ситуацію на валютних ринках. Результат офіційних інтервенцій на валютному ринку залежить від реакції спекулянтів. Якщо останні переконані, що центральний банк має можливість стабілізувати той чи інший валютний курс, то вони сприятимуть підтримці курсу цієї валюти. Якщо спекулянти вважають, що спроби підтримати курс слабкої валюти не досягнуть мети, то спекуляція проти цієї валюти посилиться.

Основними даними, які впливають на очікування майбутньої динаміки валютного курсу і на підставі яких можна будувати передбачення про тенденції змін валютних курсів, є:

- паритет купівельної спроможності валют (ПКС);
- відмінності в темпах інфляції;
- відносний рівень реальних відсоткових ставок;
- спред між офіційним і ринковим курсом;
- стан платіжного балансу країни;
- стан економіки і валютна політика;
- політична обстановка.

Відносний стан грошових мас різних країн впливає на валютні курси. На міжнародному ринку, як і на національному, вартість валюти тим менша, чим більше її перебуває в обігу.

Попит на готівкові гроші залежить від річного обсягу операцій, що виникають при обміні грошей на товари і послуги, котрий (обсяг) тісно пов'язаний з рівнем виробленого продукту — ВВП. Попит на валюту тієї чи іншої країни являє собою попит на право купівлі частини ВВП цієї країни. Цей попит повинен бути пропорціональним ВВП певної країни незалежно від того, звідки йде цей попит.

Рівняння кількісної теорії попиту на гроші виходить з того, що пропозиція грошей будь-якої країни дорівнює попиту на гроші, котрий прямо пропорційний вартості ВВП.

Рівняння для двох країн має такий вигляд:

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

де  $M_1$  і  $M_2$  — внутрішня і зовнішня пропозиції грошей (наприклад, у доларах чи євро);

$P_1$  і  $P_2$  — рівні цін;

$Y_1$  і  $Y_2$  — реальні (в постійних цінах) національні продукти;

$K_1$  і  $K_2$  — поведінківські коефіцієнти, що визначаються кожним рівнем.

Рівняння кількісної теорії можуть бути використані для визначення співвідношення рівня цін між країнами:

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

У довгостроковій перспективі, за умови, що товари і послуги можуть бути куплені в одній або іншій країні, відносний стан грошових мас різних країн впливає на валютні курси: вартість валюти тим менша, чим більше її перебуває в обігу, і навпаки.

Передбачення, що міжнародна торгівля зрівнює тенденції руху цін основних товарів, які беруть участь у міжнародній торгівлі, призвело до гіпотези паритету купівельної спроможності, яка пов'язала ціни в національній валюті з валютними курсами.

Паритет купівельної спроможності — це рівність купівельної спроможності різних валют при незмінному рівні цін у кожній з країн.

Існують теорії абсолютного та відносного паритету купівельної спроможності. В теорії абсолютного паритету купівельної спроможності стверджується, що обмінний курс між валютами двох країн дорівнює відношенню рівнів цін у цих країнах:

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

де  $R_{d/f}$  — валютний курс;

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

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

Наприклад, споживчий кошик в Україні коштує 1000 грн і 200 дол. — у США. За такого співвідношення цін повинен установитися валютний курс 5 грн за 1 дол. Якщо рівень цін в Україні збільшиться втричі, то збільшиться і ціна долара в гривнях у три рази: 15 грн за 1 дол. (3000 грн/200 дол.). Таким чином, купівельна спроможність національної валюти кожної країни залежить від рівня її внутрішніх цін. У результаті зростання внутрішніх цін купівельна спроможність національної валюти знижується, що призведе до пропорційного зниження (знецінення) її валютного курсу.

Об'єднання рівняння паритету купівельної спроможності і рівняння кількісної теорії грошей дає прогноз валютних курсів, що ґрунтується на співвідношенні грошової маси і ВВП:

$$R = \frac{P_1}{P_2} = \left(\frac{M_1}{M_2}\right) \times \left(\frac{K_2}{K_1}\right) \times \left(\frac{Y_2}{Y_1}\right). \quad (1.8)$$

Рівняння говорить про те, що валюта країни ( $M_2$ ) підвищуватиметься (зростання  $R$ ), якщо в цій країні повільніші темпи зростання грошової маси ( $M_1/M_2$  зростає), швидші темпи реального ВВП ( $Y_2/Y_1$  зростає) і збільшується співвідношення  $K_2/K_1$ .

І навпаки, валюта країни з високими темпами зростання грошової маси і стагнуючою реальною економікою знецінюватиметься.

У довгостроковій перспективі практика підтверджує цей висновок.

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

$$R_{d/f}^1 = R_{d/f}^0 \times \frac{P_d^1 / P_d^0}{P_f^1 / P_f^0}, \quad (1.9)$$

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

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

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

Припустимо, що індекс споживчих цін в Україні підвищився зі 100 до 110, а індекс споживчих цін у США — зі 100 до 103. Обмінний курс у базовому році дорівнював 5,200 грн за 1 дол.

У цьому випадку:  $R_{d/f}^1 = 5,200 \times \frac{110}{103} = 5,564$  грн за 1 долар.

Таким чином, курс долара зростає на 7%, що дорівнює різниці темпів інфляції в Україні та США.

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

$$i_d - i_f = \frac{R^1 - R^0}{R^0} \quad (1.10)$$

Зміни валютних курсів часто ідуть слідом за збільшенням розриву у відсоткових ставках у двох або більше країнах. Якщо відсоткова ставка в певній країні збільшилась, а в інших країнах залишилась незмінною, то інвестори прагнуть купити на валютному ринку «спот» валюту цієї краї-

ни, оскільки надання в подальшому цієї валюти в позику (короткостроковий депозит, облігація) принесе великий дохід у вигляді відсотка. Зростання попиту на таку валюту підвищує її курс на ринку «спот». Так діє механізм взаємозв'язку між валютними курсами і відсотковою ставкою, якщо залишити осторонь (тобто за інших рівних умов) ті чинники, які впливають на самі відсоткові ставки. Так, якщо підвищення відсоткових ставок пов'язане з більш жорсткою грошово-кредитною політикою, то курс валюти на ринках зросте. Якщо ж відсоткові ставки зростають внаслідок посилення інфляції або збільшення дефіциту державного бюджету, то очікувати зміцнення курсу валюти марно.

Іншими словами, очікувані зміни валютного курсу під впливом зміни відсоткових ставок залежать від тих сил, які впливають на самі відсоткові ставки. Це стосується насамперед інфляції.

Докладно зв'язок між відсотковими ставками та інфляцією довів американський економіст Ірвінг Фішер.

Згідно з його теорією, зростання рівня інфляції веде до пропорційного зростання рівня відсоткових ставок, і навпаки. Цю закономірність називають «ефектом Фішера».

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

$$(1 + p) = (1 + P) \cdot (1 + i) \quad (1.11)$$

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

$$i_d - i_f = p_d - p_f \quad (1.12)$$

Так, якщо реальна ставка відсотка знаходиться на рівні 5 %, темпи інфляції в одній країні ( $i_d$ ) становлять 2,9 %, а в другій ( $i_f$ ) — 1,5 %, то номінальні відсоткові ставки будуть:

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

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

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

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

Міжнародний ефект Фішера виражає таке рівняння:

$$\frac{R^1}{R^0} = \frac{1 + p_d}{1 + p_f}, \quad (1.13)$$



де  $p_d$  — відсоткова ставка по національній валюті;

$p_f$  — відсоткова ставка по іноземній валюті;

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

Наприклад, якщо в США і Японії номінальні відсоткові ставки становлять відповідно 8 і 4 відсотки, то можна очікувати, що вартість ени на наступний рік зросте на 3,85 %:

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

Таким чином, з «міжнародного ефекту Фішера» випливає, що коли в США номінальні відсоткові ставки вищі, ніж у Японії, то вартість долара в подальшому знизиться на величину, яка дорівнює різниці у відсоткових ставках. Отримана величина в дійсності може бути і підвищена, і знижена.

Теорія Фішера демонструє прямий зв'язок між номінальною відсотковою ставкою, темпом інфляції та валютним курсом (див. формули 1.10, 1.12) [22, с. 27, 86, с. 113]:

$$p_d - p_f = i_d - i_f = \frac{R^1 - R^0}{R^0}. \quad (1.14)$$

Вищий темп інфляції всередині країни, ніж за кордоном, змушує місцеві банки встановлювати вищі відсоткові ставки порівняно з іноземними, тому що в них закладено інфляційне очікування. Це веде до знецінення національної валюти.

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

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

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

Різниця відсоткових ставок є важливим чинником при визначенні строківих (форвардних) валютних курсів. Форвардні курси в основ-

ному визначаються різницею відсоткових ставок. Так, якби обмінний курс валют між США і Японією залишався постійним, а відсоткові ставки в США були значно вищими, ніж у Японії, та інвестори завжди вкладали б свої капітали в США. Форвардний курс у цьому випадку може повністю нейтралізувати різницю відсоткових ставок у США і Японії. Іншими словами, якщо відсоткові ставки в США вищі, ніж у Японії, то форвардний курс долара США буде нижчим, ніж японської єни на різницю у відсоткових ставках. При цьому доход у доларах від інвестицій в США зрівняється з доходом у доларах від інвестицій у єнах, скоригованим за форвардною операцією.

Прогнозуванню валютного курсу сприяє аналіз платіжного балансу. Платіжний баланс країни дає характеристику діяльності, пов'язаної з операціями виплат грошових коштів та їх отримання. Операції отримання пов'язані з отриманням коштів резидентами даної країни, а операції виплат приводять до виплати грошових коштів резидентами.

Отримання грошових коштів пов'язане з експортом товарів і послуг, отриманням доходу від інвестицій за кордоном і припливом капіталу (придбання зарубіжними компаніями внутрішніх активів країни). Ці операції становлять джерела іноземної валюти. Виплати грошових коштів пов'язані з імпортом товарів і послуг, відпливом капіталу (придбання резидентами зарубіжних активів). Ці операції є способами використання іноземної валюти.

Прогнозування змін обмінних курсів на основі платіжного балансу ґрунтується на прогнозуванні змін надходження і витрачання резервів іноземної валюти, виявлення розбіжності між передбачуваними доходами і витратами.

Міжнародна торгівля впливає на валютні курси через співвідношення імпорту й експорту. Імпорт товарів і послуг породжує пропозицію валюти цієї країни, а експорт з країни приводить до попиту на валюту цієї країни на ринку валютних обмінів.

Збільшення імпорту призводить до зниження курсу валюти, зменшення імпорту — до його зростання.

Прогнозування змін обмінного курсу може ґрунтуватися на будь-яких чинниках, які впливають на підвищення або зниження імпорту в країну: фазі ділового циклу, податках, тарифах, імпортних квотах, регулюванні з боку уряду тощо.

Оскільки експорт товарів і послуг приводить до попиту на валюту країни-експортера, збільшення експорту призводить до збільшення вартості її валюти, зниження експорту викликає зниження обмінного курсу.

Усі чинники, які впливають на обсяг експорту, можуть бути використані для прогнозування змін валютного курсу.

Такі показники платіжного балансу, як торговельний баланс (нетто — співвідношення експорту й імпорту країни), баланс розрахунків за поточними операціями впливають на тенденції руху валютного курсу. Наприклад, дефіцит торговельного або поточного балансу є відображенням того, що країна витрачає грошей за кордоном більше, ніж отримує, відбувається збільшення закупівлі товарів і послуг в іноземній валюті і дедалі більше учасників валютного ринку віддають перевагу тому, щоб мати (або витратити) іноземну валюту, а потреба в національній валюті падає. Валютний ринок враховує цю ситуацію і відбувається падіння курсу національної валюти.

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



### ЗАПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Що розуміють під валютою і яка існує класифікація валют?
2. У чому сутність валютного курсу?
3. Які існують види розрахункових валютних курсів і для чого їх використовують?
4. Як розрахувати крос-курс?
5. Які існують режими валютних курсів і від чого залежить їхній вибір?
6. Які чинники визначають попит та пропозицію валюти?
7. Як впливає зміна ціни національної валюти на ціну національних та іноземних товарів?
8. Для чого та як здійснюється прогнозування валютного курсу?
9. Які чинники впливають на валютний курс?

# ГЛАВА 2

## ВАЛЮТНІ ВІДНОСИНИ ТА ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

**Ключові поняття** Валютні відносини; валютна політика; міжнародні розрахунки; акредитив; інкасо; валютний кліринг; платіжний баланс; рахунок поточних операцій; рахунок операцій з капіталом і фінансовими інструментами; активний та пасивний платіжний баланс; конвертованість валюти; валютні обмеження; внутрішня та зовнішня конвертованість валюти

### 2.1. Сутність валютних відносин та валютної політики

---

Під час міжнародних розрахунків по світогосподарському товарообігу та кредиту, прямих іноземних інвестиціях та інших міжнародних зв'язках виникає необхідність обмінювати гроші однієї країни на гроші іншої країни. На цьому ґрунті виникають валютні відносини, що опосередковують платіжно-розрахункові операції між агентами (суб'єктами) світового господарства.

Валютні відносини — це невід'ємний елемент сучасних ринкових зв'язків, а відтак вони регулюються такими чинниками, як максимізація прибутку і конкуренція (попит і пропозиція).

Отже, місце валютних відносин у системі світогосподарських зв'язків визначається тим, що вони опосередковують відносини світової торгівлі і міжнародного кредиту, інтернаціональний рух капіталів, впливаючи, з одного боку, на ці відносини, а з іншого — перебуваючи під їхнім впливом. Якщо говорити про кінцеві причини процесів, що відбуваються у валютній сфері (насамперед, рух валютних курсів), то вони визначаються процесами, що відбуваються у сфері виробництва, розвиваються під впливом змін співвідношення економічних сил між окремими країнами або групами країн.

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

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

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

Валютне регулювання здійснюється на міждержавному, регіональному та національному рівнях.

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

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

Системи національного валютного регулювання, як правило, визначають суб'єктів валютного регулювання порядок здійснення операцій з валютними цінностями, статус валюти та обмінний валютний курс, повноваження державних органів і функції банківської системи у сфері валютного регулювання і валютного контролю.

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

Об'єктами валютного регулювання відповідно до порядку регламентації є валютний обіг за кордоном, усередині країн та із зарубіжжям. Під валютним обігом розуміють операції з валютними цінностями.

ми, які використовуються суб'єктами валютного регулювання. До валютних цінностей належать національні та іноземні грошові знаки, платіжні документи та цінні папери, емітовані нерезидентом, а також банківські метали.

Валютна політика залежно від її цілей і форм поділяється на поточну та довгострокову [26, с. 180—190].

Поточна валютна політика — це сукупність заходів, спрямованих на щоденне, оперативне регулювання валютного курсу, валютних операцій, діяльності валютного ринку, у тому числі за допомогою дисконтної та дивізної політики, зокрема валютної інтервенції, валютних обмежень, валютного субсидування та диверсифікації валютних резервів. Метою поточної валютної політики є забезпечення нормального функціонування міжнародних та національних механізмів світової валютної системи, підтримка рівноваги платіжних балансів.

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

Валютна девізна політика — це система регулювання валютного курсу через придбання та продаж державними органами іноземної валюти за допомогою валютної інтервенції та валютних обмежень.

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

У сфері сучасних валютних відносин борються дві тенденції. З одного боку, прагнення до тіснішого безперервного погодження економічної політики, колективного контролю під егідою МВФ за макроекономічними показниками розвитку національних економік для досягнення стабільності і «передбаченості» валютних курсів. Таке прагнення існує об'єктивно як реакція на зростаючу взаємозалежність економіки країн світу, породжену процесами інтернаціоналізації та інтеграції виробництва і капіталу. З іншого боку, прагнення захиститися від зовнішнього втручання (головним чином МВФ та США) у внутрі-

шньооекономічний розвиток, зберегти самостійний курс у галузі національної економічної політики, не допустити ущемлення суверенітету<sup>2</sup>.

У різних країнах та регіонах ці тенденції виявляються з різною силою. Цим визначається значною мірою як можливість, так і ефективність застосування того чи іншого валютного режиму. Не можна визначити валютну політику, яка була б найкращою одночасно для всіх країн. Відтак постає питання про вибір конкретної політики в тій чи іншій ситуації залежно від завдань (проблем), які стоять перед країною або групами країн. Ця особливість сучасних валютних відносин і зафіксована в принципах Ямайської валютної системи, яка допускає багатоваріантність валютних режимів, що дозволяє як фіксовані, так і плаваючі валютні курси або їхній змішаний варіант.

Проблему вибору валютної політики ми розглядаємо під кутом зору порівняльних переваг і недоліків тієї чи іншої валютної політики в різних ситуаціях. Спочатку порівняємо системи фіксованих і плаваючих курсів, потім — регульованого і вільного плавання.

За деякими параметрами і за визначених умов фіксовані валютні курси (ФВК) мають перевагу перед плаваючими або гнучкими курсами. ФВК зменшують ризик і невизначеність міжнародних торговельних та фінансових угод, але вони не усувають впливу змін попиту і пропозиції на валютний курс. Відтак для підтримання паритету держава повинна мати можливість впливати на співвідношення попиту і пропозиції валюти. Якщо країна має в наявності достатні резерви (золото, іноземну валюту), якщо дисбаланс платіжного балансу є тимчасовим, а фіксовані валютні паритети далеко не відірвалися від курсу рівноваги, то ФВК забезпечують стабільність валютного ринку. Якщо ж немає достатніх резервів для «фінансування» дефіциту платіжного балансу, то потрібен контроль над торговельними та фінансовими потоками, тобто стримування імпорту і заохочення експорту, стягнення спеціальних податків з відсотків і дивідендів, отримуваних зарубіжними інвесторами, обов'язковий продаж експортерами іноземної валюти державі й наступний її розподіл між імпортерами. Але така практика має, як правило, негативні наслідки: відбувається скорочення обсягу і деформація (порушення економічної доцільності, що ґрунтується на принципі порівняльних переваг) міжнародної торгівлі, дискримінації окремих імпортерів, «чорний ринок» іноземної валюти то-

---

<sup>2</sup> Наприклад, США прагнуть перекласти основний тягар упорядкування міжнародної валютно-фінансової ситуації на інші країни, котрі, цілком природно, цьому чинять опір. МВФ при вирішенні питання про надання позики вимагають девальвації валюти, заморожування заробітної плати, відміни бюджетних субсидій на предмети першого вжитку, скорочення обсягу державних кредитів і т. ін.

що. Можна добитися стабільності валютного ринку шляхом проведення обмежувальної податкової та грошової політики, яка відносно знижує рівень національного доходу і підвищує відсоткові ставки. Однак ці заходи, призводячи до стабілізації валютного курсу, разом з тим спричинюють падіння обсягів виробництва, до безробіття та інфляції. Отже, життєздатність ФВК залежить від наявності згаданих умов. Якщо їх немає, то переважними є плаваючі валютні курси.

Плаваючі валютні курси хоча й мають певні переваги, але породжують більшу, ніж ФВК, невизначеність і ризик як торговельної, так і інвестиційної діяльності. При падінні інтернаціональної вартості валюти країни умови торгівлі погіршуватимуться, оскільки потрібно буде експортувати більший обсяг товарів і послуг для оплати певного обсягу імпорту. При значних коливаннях валютного курсу з'являється додатковий ризик у здійсненні закордонних інвестицій.

Зміна інтернаціональної вартості валюти призводить також до нестабільності економіки країни. Справа в тому, що існує взаємозв'язок між змінами інтернаціональної вартості валюти (зниження або підвищення), інфляцією та безробіттям. Якщо інтернаціональна вартість валюти в умовах повної зайнятості знижується, то виникають інфляційні тенденції. Це відбувається з двох причин: 1) підвищується попит на товари даної країни, тобто збільшується частка чистого експорту в сукупних витратах, що спричинює породжену попитом інфляцію; 2) ціни на весь імпорт підвищуються. Якщо відбудеться подорожчання валюти, то скоротиться експорт і збільшиться імпорт, що може призвести до безробіття.

Тепер порівняємо фіксовані і плаваючі валютні курси з точки зору загрози дестабілізуючих валютних операцій.

Дестабілізуюча спекуляція на валютному ринку можлива за будь-яких валютних режимів. За ФВК вона менш імовірна, ніж за плаваючих валютних курсів у тому випадку, якщо уряд серйозно має намір і можливість підтримати валютний курс на фіксованому рівні. Водночас система фіксованих, але періодично змінюваних валютних курсів (Бреттон-Вудська система) створює можливість спекулянтам вести «односторонню гру» на валютному ринку, атакувати ті валюти, котрих очікує девальвація або ревальвація. При очікуванні девальвації спекулянти продають валюту на короткостроковому форвардному ринку і, якщо їх очікування виправдовуються, вони отримують значний прибуток, викуповуючи валюту після девальвації за зниженим курсом. Коли валюта купується за високу ціну і продається за низькоюю (в очікуванні подальшого підвищення або зниження), то такі операції призводять до дестабілізації валютного ринку.



При системі плаваючих курсів відбувається переважно «двостороння гра»: валютний курс може піти і вгору і вниз від очікуваного рівня, оскільки поточний курс «спот» являє собою курс рівноваги, а не штучно встановлений офіційний паритет, котрий не відображає реального співвідношення ринкових сил. В умовах чистого плавання спекуляція, як правило, дає стабілізуючий ефект, оскільки, за твердженням М. Фрідмана, «Валютні операції, що стабілізують ринок, дають змогу робити гроші, а дестабілізуючі — їх втрачати. Насамкінець дестабілізуючі обставинки учасники за свою поведінку витісняються з ринку»<sup>3</sup>. Коли валюта продається в основному в період підвищення її ціни вище від головної трендової лінії і, навпаки, купується, коли ціна опускається нижче цієї лінії, спекулятивні операції справляють стабілізуючий вплив на валютні курси, тобто сприяють руху валютних курсів до їхнього рівноважного тренду (рис. 2.1). Але це відноситься головним чином до чистого плавання валютних курсів. Інше становище, як ми далі побачимо, складається за системи керованого плавання. Стабілізуючий і дестабілізуючий вплив спекулятивних операцій ілюструють рис. 2.1 та 2.2 [28, с. 351].

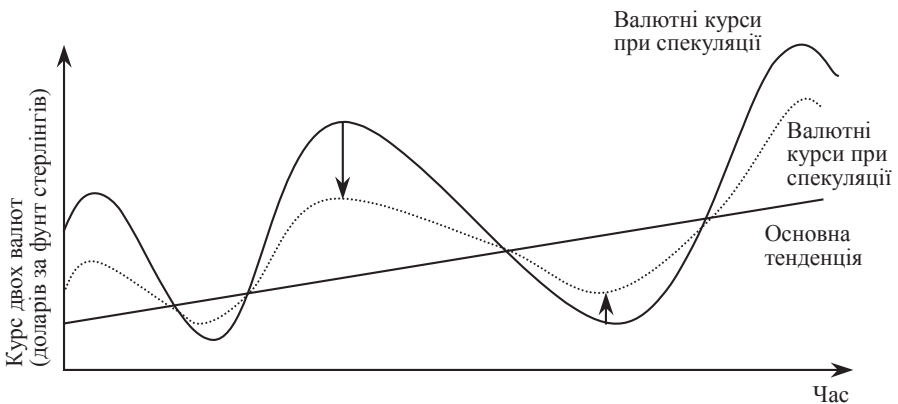


Рис. 2.1. Стабілізувальний вплив

На рис. 2.1. дилери, що сприяють відновленню рівноваги, отримують прибуток тому, що вони закупають за низькою ціною і продають за високою протягом усього циклу руху валютного курсу.

<sup>3</sup> Цит. за: 28, с. 351. Основний напрям руху курсу являє собою тенденцію, що визначається змінами в головних домінуючих чинниках (грошова маса, величина національного продукту, відсоткові ставки і т. ін.).

На рис. 2.2. дилери дестабілізують становище і втрачають гроші, оскільки купують за вищим курсом, ніж продають.

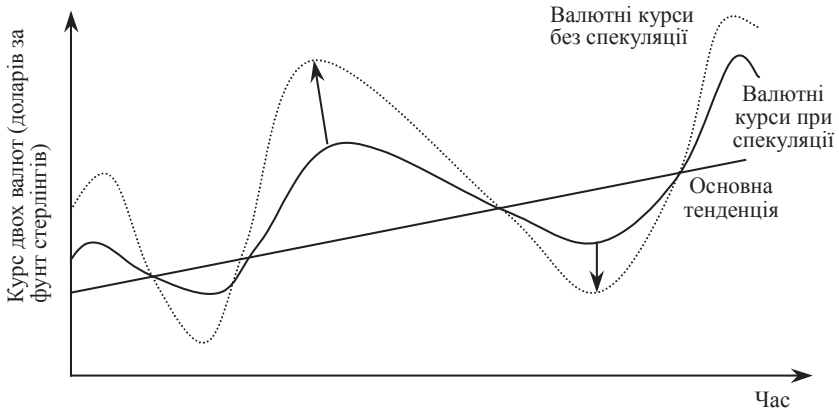


Рис. 2.2. Дестабілізуючий вплив

Однак це не означає, що на валютному ринку не проводяться дестабілізуючі операції і що вони не можуть принести прибуток. На валютних ринках вони траплялися, трапляються і можуть траплятися в майбутньому. Але досвід показує, що серед валютників, які дестабілізують обстановку, «коефіцієнт смертності» вищий, ніж серед тих, хто прагне вести операції відповідно до лінії рівноваги.

Якщо порівняти систему чистого плавання і керованого плавання, то історичний досвід застосування системи показує, що небезпека спекуляцій вища за системи керованого плавання, ніж за системи чистого плавання валютних курсів. П.Х. Ліндерт стверджує, що «найбільш інтенсивні спекулятивні хвилі, що мають від'ємний ефект, виникають при режимі, котрий керується державними органами. Фактично винуватцями дестабілізації ринку виступають саме державні органи» [28, с. 353].

Прагнення до валютної стабілізації спонукає державні валютні органи (центральні банки) проводити значні валютні операції в одному напрямі (так зване «брудне плавання»). Спроби підтримати курс, який уже не відповідає курсу рівноваги, за допомогою валютних інтервенцій призводить до валютних втрат держави<sup>4</sup> і перекачування прибутку до рук валютників, що проводять дестабілізуючі

<sup>4</sup> За збиткові операції державних органів розплачуються платники податків.

льні валютні операції. Центральний банк, що проводить валютні інтервенції на підтримку нереальних валютних курсів, виступає, по суті, як спекулянт, що дестабілізує валютний ринок, оскільки протягом тривалого часу проводити таку політику неможливо, адже вона призводить до дедалі більших валютних втрат, збільшує витратну частину державного бюджету. Приватні учасники ринку користуються тим, що уряд підтримує нереалістичний курс і отримує прибуток, а держава втрачає валюту.

Можемо зробити висновок, що дестабілізувальній спекуляції найчастіше піддаються фіксовані валютні курси в умовах фундаментальної незбалансованості економіки і курси, які перебувають у керованому плаванні за наявності сильної інфляції і нестабільності державної валютної політики.

Дестабілізувальна роль державних органів особливо деструктивна і призводить до найбільш негативних соціальних наслідків у тих випадках, коли обстановка в країні нестабільна, а уряд не має достатніх резервів для стабілізації політики, наявний хронічний дефіцит платіжного балансу і бюджету, сильна інфляція. Це доводить не лише історичний досвід<sup>5</sup>, а й досвід установавання фіксованого курсу карбованця, котрий коштував платникам податків 1 млрд дол., і так званий «чорний вівторок» у Росії.

Важливим аспектом проблеми вибору валютної політики є визначення взаємозв'язку того чи іншого валютного режиму з інфляцією і безробіттям, станом економіки та бюджетною, грошово-кредитною і податковою політикою, які проводить уряд.

При режимі ФВК необхідність підтримувати курс стримує інфляцію. Перехід до плаваючих валютних курсів найчастіше призводить до інфляційної політики, оскільки в цьому випадку немає стримуючого чинника надмірної емісії грошей.

## 2.2. Міжнародні розрахунки

---

Основною формою валютних відносин є міжнародні розрахунки, які проводяться з міжнародних операцій (комерційних і некомерційних платежів) і відображаються в узагальненому вигляді в платіжних балансах усіх країн світу. Міжнародні розрахунки — це:

---

<sup>5</sup> Нестабільність валютного ринку в умовах гіперінфляції в Німеччині та Східній Європі зразу після Першої і Другої світових війн, у країнах Латинської Америки протягом усього століття, в Ізраїлі — в середині 80-х років.

а) **комерційні платежі** за грошовими вимогами і зобов'язаннями, що виникають між підприємствами, банками, установами й окремими особами різних країн, пов'язані зі світовою торгівлею, міжнародним кредитом і прямими зарубіжними інвестиціями;

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

На стан платіжних розрахунків комплексно впливають численні чинники:

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

Особливості міжнародних розрахунків полягають у такому:

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

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

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

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

5. Міжнародні розрахунки здійснюються в різних валютах, а відтак, по-перше, на їхню ефективність впливає динаміка валютних курсів; по-друге, нормальне функціонування міжнародних товарно-грошових відносин можливе лише за умови вільного обміну національної валюти на валюту інших країн. Іншими словами, найефективніша участь тієї чи іншої країни в міжнародних торговельних розрахун-

ках можлива лише на основі конвертованої валюти. У сучасній практиці розрахунки між банками різних країн з боргових вимог і зобов'язань здійснюються в основному у ВКВ. У країнах з частково конвертованою валютою держава використовує валютні обмеження, що безпосередньо впливає на зовнішньоторговельні розрахунки.

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

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

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

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

Особливістю платежів з міжнародних розрахунків є необхідність обміну, тобто продажу-купівлі одних валют на інші, незалежно від того, в якій валюті і в якій формі виконується платіж. Наприклад, імпортер з країни А, закупивши товар у експортера країни Б, може сплатити товар у валюті своєї країни, у валюті країни-експортера або у валюті третьої країни. У першому випадку експортер обмінює (продає) отриману іноземну валюту на валюту своєї країни, в другому — імпортер обмінює (купує) на свою валюту країни експорту, а в третьому операція пов'язана з обміном валюти як для імпортера, так і для експортера. Відтак валютний курс, за яким відбувається продаж-купівля валют, відіграє істотну роль у міжнародних розрахунках: від його рівня багато в чому залежать результати господарської діяльності міжнародних фірм.

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

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

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

Для своєчасного та раціонального здійснення міжнародних розрахунків банки зазвичай підтримують необхідні валютні позиції в різних валютах відповідно до структури та термінів наступних платежів.

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

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

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

Акредитив може бути безвідкличним, відкличним, передатним (переуступним).

**Безвідкличний акредитив** відкриває банк імпортера, а банк експортера підтверджує його. Банк імпортера бере на себе безвідкличне зобов'язання сплатити за векселем експортера, а банк експортера додає своє зобов'язання і бере на себе відповідальність за оплату векселя експортера, якщо надані документи відповідають всім застереженням вимогам. Безвідкличний акредитив не може бути змінений або анульований без згоди зацікавлених сторін. Зобов'язання двох банків дають експортеру найнадійніший захист від ризику. Може бути варіант: непідтверджений безвідкличний акредитив, коли зобов'язання сплати векселя лежить лише на банку, що відкриває акредитив (банк імпортера).

**Відкличний акредитив** відкриває банк імпортера, а банк експортера підтверджує цей акредитив. Але банк імпортера може змінити і навіть анулювати дію акредитива в будь-який час без згоди експортера (бенефіціара).

**Передатний акредитив** застосовується за домовленістю з покупцем у тому випадку, коли продавець має субпостачальників, котрим він передає частину цього акредитива. Передатний акредитив дешевший, ніж відкриття окремих акредитивів субпідрядникам.

Акредитив, відкритий комерційним банком за заявою імпортера на користь експортера, розташованого за кордоном, називається «акредитив з імпорту». Банк, що відкриває акредитив, несе основну відповідальність за здійснення виплат експортеру відповідно до умов кредиту. Якщо банк, що відкриває акредитив, виплачує експортеру всю застережену суму, то всі витрати відносяться на рахунок імпортера. Імпортеру надсилаються всі документи, за якими він отримує товар від транспортного агентства. Якщо імпортеру не вистачає коштів, він може звернутися до свого банку з проханням про надання позики під заставу щойно отриманого товару. Імпортер виплачуватиме борг з відсотками в міру продажу товару.

Акредитив, який, у свою чергу, відкриває зарубіжний банк на користь експортера, розташованого на території тієї самої країни, на рахунок імпортера, розташованого в іншій країні, називається «**акредитив з експорту**». У випадку використання акредитива з експорту банк експортера здійснює функції повідомлення, підтвердження і ведення переговорів по акредитиву і бере на себе основну відповідальність щодо експортеру.

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

Нині при здійсненні операцій з акредитивами використовується сучасна електронна технологія (комп'ютери, телекомунікації). Так, американський «Сіті Банк» заснував спеціальну дочірню компанію «Сітікорп Трейд Сервіс ЛТД (CTSL), розташовану в Гонконзі, котра спеціалізується на роботі з акредитивами для будь-якого з відділень Сіті Банку, розташованих по всьому світу. Це підвищило ефективність і зменшило вартість послуг із фінансування зовнішньої торгівлі.

Крім методу фінансування зовнішньої торгівлі за допомогою акредитивів, існують методи: документарний перевідний вексель для інкасування, факторинг, форфейтинг та ін.

**Інкасо** — це банківська операція, за допомогою якої банк за дорученням свого клієнта (експортера) отримує на підставі розрахункових документів грошові кошти, що належать клієнту, від імпортера (під-

приємств, організацій, установ) за відвантажені на його адресу товарно-матеріальні цінності або надані послуги і зараховує ці кошти на рахунок експортера в банку.

Ця форма платежу широко розповсюджена, оскільки дешевша порівняно з акредитивом.

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

У разі валютного клірингу валютний оборот за кордоном замінюється розрахунками в національній валюті через клірингові банки, які здійснюють підсумковий залік взаємних вимог і зобов'язань, тобто операції здійснюються без розрахунку готівкою або переказу коштів, а шляхом віднесення відповідних сум з операціями на дебет або кредит депозитів до запитання.

Наприклад, два німецьких банки здійснили операції купівлі-продажу доларів на євро, показані в табл. 2.1.

*Таблиця 2.1*

**ВИКОРИСТАННЯ БАНКАМИ ВАЛЮТНОГО КЛІРИНГУ**

	Купівля	Продаж	Сальдо
Банк А	120 млн дол.	100 млн дол.	+20 млн дол.
Банк Б	90 млн дол.	95 млн дол.	-5 млн дол.

Загальний обсяг операцій становив 405 млн дол., а зміна капіталу банків була незначною. Банк А збільшив свої доларові позиції на 20 млн дол., а банк Б зменшив їх на 5 млн дол.

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



Валюта клірингу може бути будь-якою. Під час клірингових розрахунків виникає валютний ризик, який пов'язаний із замороженням валютної виручки за неконвертованого клірингу та втратами в разі зміни валютного курсу.

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

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

### **2.3. Платіжний баланс та його структура**

---

Узагальнена оцінка економічного стану країни, ефективності її світогосподарських зв'язків здійснюється на підставі платіжного балансу. Функціонально платіжний баланс відіграє роль макроекономічної моделі, яка систематично відображає економічні операції, здійснені між національною економікою та економіками інших країн світу. Така модель складається з метою розробки та запровадження обґрунтованої курсової та зовнішньоекономічної політики країни, аналізу і прогнозу стану товарного та фінансового ринків, двосторонніх та багатосторонніх зіставлень, наукових досліджень тощо. На підставі фактичних даних про стан платіжного балансу міжнародними фінансовими установами, зокрема МВФ, приймаються рішення про надання конкретним країнам фінансової допомоги для стабілізації платіжного балансу та подолання його дефіциту. Розроблення і складання платіжного балансу є обов'язковою умовою для всіх країн-членів МВФ і базується на єдиній методології відповідно до стандартної класифікації компонентів і структури зведеної інформації (табл. 2.2).

За формою складання платіжний баланс — це статистичний звіт, у якому в систематизованому вигляді наведено сумарні дані про зовнішньоекономічні операції резидентів даної країни з резидентами інших країн (нерезидентами) за певний період.

**СТАНДАРТНІ КОМПОНЕНТИ  
ПЛАТІЖНОГО БАЛАНСУ (ЗА ВЕРСІЄЮ МВФ)**

	Кредит	Дебет
Рахунок поточних операцій		
А. Товари та послуги		
1. Товари		
2. Послуги		
Б. Доходи		
1. Оплата праці		
2. Доходи від інвестицій		
В. Поточні трансферти		
1. Сектор державного управління		
2. Інші сектори		
Рахунок операцій з капіталом і фінансовими інструментами		
А. Рахунок операцій з капіталом		
1. Капітальні трансферти		
2. Придбання/продаж невироблених нефінансових активів		
Б. Фінансовий рахунок		
1. Прямі інвестиції		
1.1. За рубіж		
1.2. В економіку країни-укладача		
2. Портфельні інвестиції		
2.1. Активи		
2.2. Зобов'язання		
3. Інші інвестиції		
3.1. Активи		
3.2. Зобов'язання		
4. Резервні активи		

Економічна операція вважається зовнішньоекономічною, якщо вона здійснюється між економікою певної країни і економікою решти світу. Зовнішньоекономічні операції поділяються на:

- операції з товарами, послугами, доходами, які відображають передачу реальних ресурсів;
- операції із зовнішніми фінансовими активами та зобов'язаннями, які виникають у процесі створення або ліквідації зовнішнього фінансового активу чи зобов'язання та/або при переході права власності на існуючий зовнішній фінансовий актив і зобов'язання.

Визначення резидента (нерезидента) не відрізняється від прийнятого в системі національних рахунків. Інституційна одиниця вважається одиницею-резидентом, якщо вона на економічній території даної країни функціонує більше одного року і має центр економічного інтересу, тобто якщо інституційна одиниця веде господарську діяльність та економічні операції в межах країни і має намір продовжувати цю діяльність протягом довгого часу. Встановлення одиниць-резидентів є важливим з точки зору реєстрації та класифікації операцій у межах конкретної економіки.

Поняття «економіка» тотожне поняттю «економічна територія країни», що використовується МВФ. Економічна територія — це географічна територія, що знаходиться під юрисдикцією уряду даної країни, у межах якої робоча сила, товари та капітал можуть вільно переміщуватись. Вона включає повітряний простір, територіальні води і ту частину континентального шельфу, на яку країна має виключне право володіння, територіальні анклавні, що розташовані в інших країнах (території дипломатичних установ, військових баз тощо). Таким чином, до економічної території країни не входять територіальні анклавні, що використовуються урядами інших країн або міжнародними організаціями, які розташовані в географічних кордонах цієї країни. Економічна територія не обов'язково збігається з кордонами, які визначені політично, вона складається з території, що адмініструється урядом конкретної країни.

Платіжний баланс ґрунтується на принципах бухгалтерського обліку: кожна економічна операція має подвійний запис — за кредитом однієї статті та дебетом іншої. Статті кредиту — плюсові статті (+) — відображають операції «експортного типу», за якими країна отримує, «заробляє» іноземну валюту. Статті дебету — мінусові статті (-) — відображають операції «імпортного типу», за котрими іноземна валюта витрачається. Кредит показує приплив іноземної валюти, тобто її пропозицію, дебет — витрачання іноземної валюти, тобто попит на неї (табл. 2.3) [28, с. 311].

Таким чином, більшість економічних операцій за суттю є обміном економічними цінностями. У разі безоплатного надання економічних цінностей (товарів, послуг або фінансових активів) для висвітлення цієї операції подвійним записом запроваджується особлива стаття «Трансфerti».

Таблиця 2.3

**ПРИКЛАД ЗАПИСУ ЕКОНОМІЧНИЙ ОПЕРАЦІЙ  
У ВАЛЮТНОМУ БАЛАНСІ США**

Кредит	Дебет
Поточні рахунки	
а) продаж соя-бобів у Японії; в) продаж літаків «Фантом» в Ізраїль; д) відсотки за американськими показниками в Мексиці: прибутки від американських мідних рудників за кордоном; патентні платежі компанії ІБМ	б) покупки арабської нафти, легкових автомобілів у Німеччині; г) придбання послуг у Кореї для американських військових баз; е) прибутки «Бритіш петролеум» зі заводів з переробки нафти в США; рахунки за проживання в готелях американських резидентів в Акапулько; є) безкоштовна допомога США Індії, перекази іммігрантів сім'ям за кордоном
Рахунки руху капіталу	
Ж) приплив арабських капіталів для купівлі готелів у США. Купівля ферми в Айові японцями, збільшення приватних іноземних банківських депозитів у Нью-Йорку	З) вплив американських інвестицій для купівлі шахт у Канаді, нафтопереробних заводів у Сінгапурі, нові довгострокові позики Мексиці, збільшення американських приватних депозитів у швейцарських банках
Резерви	
и) збільшення банком Японії і урядом Кувейту банківських депозитів у Нью-Йорку і купівля казначейських векселів уряду	і) нетто — збільшення золотих активів і банківських депозитів за кордоном Казначейством США і Федеральною системою

Різниця між сумою за всіма кредитовими записами та сумою за всіма дебетовими записами, що відображає часові та вартісні розбіжності, називається «чисті помилки та упущення». Ця різниця наводиться у відповідній балансуєчій статті.

Основні компоненти платіжного балансу групуються за двома рахунками: рахунком поточних операцій і рахунком операцій з капіталом і фінансовими інструментами. Як ілюстрації візьмемо платіжний баланс України за 2007—2009 рр. (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

## ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС УКРАЇНИ ЗА 2007—2009 рр. (млн дол США)

Статті платіжного балансу	2007	2008	2009
<b>РАХУНОК ПОТОЧНИХ ОПЕРАЦІЙ</b>	-5272	-12 763	-1732
БАЛАНС ТОВАРІВ ТА ПОСЛУГ	-8152	-14 350	-1 953
ЕКСПОРТ ТОВАРІВ ТА ПОСЛУГ	64 001	85 612	54 253
ІМПОРТ ТОВАРІВ ТА ПОСЛУГ	-72 153	-99 962	-56 206
БАЛАНС ТОВАРІВ	-10 572	-16 091	-4307
ЕКСПОРТ ТОВАРІВ	49 840	67 717	40 394
ІМПОРТ ТОВАРІВ, у тому числі	-60 412	-83 808	-44 701
Товари загального призначення	-11 302	-17 560	-5619
Товари для переробки	723	1534	1077
Ремонт товарів	289	391	385
Товари, придбані в портах транспортними організаціями	-282	-456	-150
БАЛАНС ПОСЛУГ	2420	1741	2354
ЕКСПОРТ ПОСЛУГ	14 161	17 895	13 859
ІМПОРТ ПОСЛУГ	-11 741	-16 154	-11 505
Транспортні послуги	2212	986	2714
Пасажирські	270	392	352
Вантажні	709	-1153	567
Інші	1233	1747	1795
Морський транспорт	482	287	858
Пасажирський	0	3	-2
Вантажний	-189	-783	-269
Інший	671	1067	1129
Повітряний транспорт	297	170	272
Пасажирський	189	291	228
Вантажний	97	-27	52
Інший	11	-94	-8
Залізничний транспорт	479	-61	-51
Пасажирський	70	86	114
Вантажний	47	-568	-506
Інший	362	421	341

Продовження табл 2.4

Статті платіжного балансу	2007	2008	2009
Автомобільний транспорт	-30	-419	-157
Пасажирський	1	-1	1
Вантажний	-107	-530	-256
Інший	76	112	98
Інший транспорт	984	1009	1792
Пасажирський	10	13	11
Вантажний	861	755	1 546
<i>у тому числі</i>			
трубопровідний транспорт	732	596	1499
Інший	113	241	235
Подорожі	1028	1745	246
Послуги зв'язку	224	137	281
Будівельні послуги	43	149	161
Страхові послуги	-74	-82	-65
Фінансові послуги	-565	-979	-949
Комп'ютерні та інформаційні послуги	31	44	124
Роялті та ліцензійні послуги	-524	-682	-532
Перепродаж товарів за кордон та інші торгові послуги	-46	-96	-5
Операційний лізинг	-42	-56	-75
Юридичні, бухгалтерські та консультаційні послуги	-112	-118	-189
Реклама та маркетинг	172	347	113
Наукові та конструкторські розробки	153	160	222
Послуги в архітектурних, інженерних та інших технічних галузях	19	29	240
Послуги в галузі сільського господарства, видобутку корисних копалин та переробка продукції на місцях	294	326	267
Послуги приватним особам в галузі культури та відпочинку	-67	-46	-83
Державні послуги, не віднесені до інших категорій	-176	216	100
Інші ділові послуги	-150	-339	-216
<b>ДОХОДИ</b>	<b>-659</b>	<b>-1540</b>	<b>-2440</b>

## Продовження табл 2.4

Статті платіжного балансу	2007	2008	2009
Оплата праці	2199	3611	3411
Доходи від інвестицій	-2858	-5151	-5851
Доходи від прямих інвестицій	-1159	-2485	-2479
Доходи від портфельних інвестицій	-453	-514	-514
Доходи від інших інвестицій	-1246	-2152	-2858
ПОТОЧНІ ТРАНСФЕРТИ	3539	3127	2661
Сектор державного управління	556	271	353
Інші сектори	2983	2856	2308
Грошові перекази працюючих за кордоном	2285	2127	1639
Інші	698	729	669
РАХУНОК ОПЕРАЦІЙ З КАПІТАЛОМ ТА ФІНАНСОВИХ ОПЕРАЦІЙ	5709	12 232	1389
РАХУНОК ОПЕРАЦІЙ З КАПІТАЛОМ	3	5	595
Капітальні трансферти	3	-1	137
Придбання/реалізація нефінансових активів	0	6	458
ФІНАНСОВИЙ РАХУНОК	5706	12 227	794
ПРЯМІ ІНВЕСТИЦІЇ	9218	9903	4654
За кордоном	-673	-1010	-162
В Україні	9891	10 913	4816
ПОРТФЕЛЬНІ ІНВЕСТИЦІЇ	5753	-1280	-1559
<i>Активи</i>	-29	12	-8
<i>Пасиви</i>	5782	-1292	-1551
ІНШІ ІНВЕСТИЦІЇ	-285	4684	-7955
<i>Активи</i>	-22 838	-22 884	-10 822
<i>Торгові кредити</i>	-1446	-5732	473
<i>Позики</i>	-612	-439	-347
<i>Валюта та депозити</i>	-15 385	-14 273	-10 054
<i>Інші активи</i>	-5395	-2440	-894
<i>Пасиви</i>	22 553	27 568	2867
<i>Торгові кредити</i>	3288	5863	1491
<i>Позики</i>	17 501	18 220	-1455
<i>Валюта та депозити</i>	1683	3011	-1232
<i>Інші зобов'язання</i>	81	474	4063

Закінчення табл 2.4

Статті платіжного балансу	2007	2008	2009
<b>РЕЗЕРВНІ АКТИВИ</b>	-8980	-1080	5654
Монетарне золото	-20	-15	-15
Спеціальні права запозичення	-2	-6	-11
Резервна позиція в МВФ	0	0	0
Іноземна валюта	-8958	-1059	5680
Валюта та депозити	-2564	1419	2865
Органи грошово-кредитного регулювання	0	0	0
Банки	-2564	1419	2865
Цінні папери	-6394	-2478	2815
Акції	0	0	0
Облігації та інші боргові цінні папери	-6394	-2478	2815
Помилки та упушення	-437	531	343
<b>Б А Л А Н С</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Джерело: [www.bank.gov.ua]

### **Статті рахунка поточних операцій**

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

Розглянемо більш детально основні види поточних операцій.

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



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

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

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

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

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

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

- фінансові послуги (послуги фінансових посередників, отримання або виплати комісійних за операції з акредитивами, банківськими акцептами, цінними паперами, за управління активами, фінансовий лізинг, обслуговування кореспондентських рахунків тощо);

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

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

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

Доходи від інвестицій поділяються на:

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

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

▪ доходи від інших інвестицій: відсотки (надходження і виплата) за іншими фінансовими вимогами і зобов'язаннями (відсотки за депозитами, позиками від МВФ).

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

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

### ***Статті рахунка операцій з капіталом і фінансовими інструментами***

Рахунок операцій з капіталом і фінансовими інструментами фіксує рух капіталу, за допомогою якого фінансується експорт та імпорт товарів і послуг, і поділяється на рахунок операцій з капіталом і фінансовий рахунок.

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

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

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

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

У фінансовому рахунку відображаються всі операції, в результаті яких права власності переходять на зовнішні фінансові активи та ви-

моги країни, тобто виникають та погашаються фінансові зобов'язання між резидентами та нерезидентами.

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

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

Прямі інвестиції поділяють на акціонерний капітал, реінвестовані доходи та інший капітал (кредити підприємствам прямого інвестування).

Портфельні інвестиції поділяються на дві групи: операції з іноземними цінними паперами і вітчизняними цінними паперами.

Операції з портфельними інвестиціями поділяються на операції з цінними паперами, що забезпечують участь у капіталі (акції, сертифікати участі, АДР), операції з борговими зобов'язаннями (облігації, інструменти грошового ринку, тобто казначейські зобов'язання, векселі, банківські акцепти, фінансові деривативи, тобто опціони, варанти, ф'ючерси).

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

Баланс руху капіталів включає операції, які в наступні періоди впливають на платіжний баланс внаслідок надходження прибутку або повернення інвестицій, здійснених у попередні періоди.

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

Найважливішою частиною фінансового рахунка є резервні активи, які включають зовнішні активи країни, що перебувають під контролем

органів грошово-кредитного регулювання і в будь-який час можуть бути використані для прямого фінансування дефіциту платіжного балансу або для здійснення інтервенцій на валютному ринку, щоб підтримати курс національної валюти.

Резервні активи включають:

- монетарне золото, яке перебуває в розпорядженні центрального банку або уряду країни і може бути реалізоване на світових ринках золота або міжнародним організаціям за іноземну валюту;
- спеціальні права запозичення (СДР) — резервний актив, що випускається МВФ, який розподіляється між країнами-членами відповідно до їхніх квот. Його використовують для придбання іноземної валюти, надання кредитів і здійснення платежів;
- резервну позицію в МВФ, тобто суму резервної частки країни в капіталі МВФ (становить 25 % квоти країни в капіталі фонду);
- валютні активи, які складаються з іноземної валюти, банківських депозитів, урядових цінних паперів, акцій підприємств, фінансових деривативів. Валютні активи в структурі резервних активів мають найбільшу частку;
- інші вимоги, котрі включають решту вимог в іноземній валюті.

Валютні резерви визначають масштаби платоспроможності даної країни.

У платіжному балансі у зведеному вигляді представлені чинники, що сприяють збільшенню попиту на іноземну валюту (статті колонки «дебет»: імпорт товарів і послуг, витрати туристів, допомога й позики іноземним державам) і збільшують пропозицію іноземної валюти (статті колонки «кредит»: експорт товарів і послуг, позики, що надаються країні, тощо). Відтак аналіз платіжного балансу дає змогу зробити висновок про доходи, отримувані країною від інших країн, і платежі іншим країнам, про пропозиції і попит на ту чи іншу валюту, про суб'єкти міжнародних відносин, у руках яких акумулюються валюти, про тих, хто хоче продати, і тих, хто хоче купити валюту. Платіжний баланс говорить про стан офіційних резервів іноземної валюти, про позиції національної валюти і спроможності країни платити за своїми зобов'язаннями. У кінцевому підсумку в платіжному балансі відображається стан національної економіки та її місце в системі світогосподарських зв'язків. Така інформація необхідна для вибору варіанта формування грошової, податкової й валютної політики, адекватної соціально-економічним і політичним умовам країни. Необхідна вона і міжнародному фінансовому менеджменту під час вироблення фінансової політики в рамках фірми для з'ясування позиції тієї чи іншої валюти на світовому ринку, тенденцій руху валютних курсів. Отже, фінансовий менеджер повинен вміти читати й аналізувати платіжний баланс.

На платіжний баланс країни впливають чотири економічні сили: темп інфляції, реальний рівень зростання ВВП, відсоткові ставки, валютний курс спот.

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

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

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

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

## 2.4. Балансування статей платіжного балансу

Рахунок поточних операцій і рахунок операцій з капіталом і фінансовими інструментами, за винятком короткострокового капіталу і резервних активів, разом становлять базисний баланс, а операції з резервними активами — баланс офіційних розрахунків.

Платіжний баланс завжди перебуває в рівновазі. Однак під час аналізу платіжного балансу використовуються такі терміни, як «активний (надлишковий)» або «пасивний (дефіцитний)» платіжний баланс. Ці терміни стосуються не всього платіжного балансу, а його складових. Активним платіжний баланс є у випадку зростання валютних запасів центрального банку. Це відбувається при перевищенні надходжень над платежами, які відображаються в рахунку поточних операцій і рахунку операцій з капіталом. Пасивний (дефіцитний) платіжний баланс є в тому разі, коли рахунок поточних операцій і рахунок операцій з капіталом разом мають дефіцит.

Для того щоб платіжний баланс країни був у стані рівноваги, мають виконуватися три умови:

1) основна умова балансу — це нульове сальдо, тобто рівність дебетової і кредитової сторін балансу;

2) повна зайнятість у країні;

3) відсутність серйозних обмежень щодо міжнародних операцій.

Насамперед повинна виконуватися перша умова, оскільки в разі її невиконання і зберігання дефіциту операції, пов'язані з виконанням довгострокових умов, неминуче призведуть до серйозних проблем.

«Торговельний баланс» як головна частина поточного платіжного балансу показує різницю між платежами з експорту й імпорту товарів. Якщо експорт перевищує імпорт, то створюється «позитивне сальдо» торговельного балансу. Якщо імпорт перевищує експорт, то виникає зовнішньоторговельний дефіцит, або «від'ємне сальдо» торговельного балансу. В цілому по балансу поточних операцій дефіцит означає, що імпортні операції за першою частиною платіжного балансу створили попит на іноземну валюту більший, ніж експортні операції забезпечили її пропозицію.

Друга частина платіжного балансу («Рахунок операцій з капіталом і фінансовими інструментами») також показує співвідношення попиту на іноземну валюту та її пропозицію. Приплив капіталів збільшує надходження іноземної валюти, відплив — зменшення іноземної валюти.

Баланс із поточних операцій і баланс операцій з капіталом взаємопов'язані. Дефіцит платіжного балансу з поточних операцій покривається в основному за рахунок припливу капіталів. І навпаки, при активі поточного платіжного балансу надлишкові кошти використовуються для купівлі нерухомості або акцій, облігацій в інших країнах.

Загальний баланс із поточних операцій і руху капіталів балансується або за рахунок офіційних резервів конвертованої іноземної валюти центральних банків, або позик в іноземних урядів та МВФ. Якщо платежі країни (дебетні операції) не покриваються надходженнями іноземної валюти (кредитні операції), то покриття дефіциту платіжного балансу здійснюється за рахунок офіційних резервів. Сума покриття дефіциту за рахунок резервів показує скорочення валютних запасів країни. Відображається вона в платіжному балансі в статті «Резервні активи» на стороні кредиту, оскільки це пропозиція іноземної валюти, тобто операція експортного типу. Величина активного сальдо платіжного балансу відображається в статті «Резервні активи» на стороні дебету і показує розміри збільшення офіційних резервів. Таким чином, зростання офіційних резервів на стороні дебету показує величину активного сальдо платіжного балансу. Величина офіційних резервів на стороні кредиту показує масштаби дефіциту платіжного балансу, зменшення офіційних резервів.

Швейцарський економіст і математик Л. Вальрас сформулював закон збалансованості ринків товарів і послуг, капіталу тощо, міжнарод-

ні розрахунки з операцій на яких відображаються в узагальненому вигляді в платіжних балансах усіх країн. Цей закон, що отримав назву «правило Вальраса», дає змогу проаналізувати міжнародну платіжну позицію будь-якої країни.

Суть правила Вальраса полягає в тому, що коли один з ринків (наприклад, товарний) вийшов з рівноваги, тобто імпорту більший/менший експорту або дорівнює йому, то другий ринок (рух капіталу) повинен компенсувати відсутність рівноваги на першому ринку.

Правило Вальраса формулюється так: вартість імпорту країни дорівнює сумі експорту і чистих зарубіжних продажів активів і відсотків з них:

$$IM = X + NA + NR, \quad (2.1)$$

де  $IM$  — імпорту;

$X$  — експорту;

$NA$  (net assets) — чисті продажі активів (різниця вартості активів, проданих іноземцям і куплених у них);

$NR$  (net interests) — чисті платежі відсотків (різниця вартості відсотків на вкладений капітал, отриманих з-за кордону і випланих іноземцям).

Продажі активів у будь-якій формі (права власності, цінні папери, золото тощо) означають приплив капіталу в країну, купівля — відплив. Чим більший приплив капіталу в країну сьогодні, тим вищими будуть платежі відсотків із залученого капіталу в майбутньому, тобто нижчий розмір отримуваних чистих відсотків ( $NR$ ) у майбутньому. Перетворюючи рівняння (2.1), отримаємо:

$$IM - X - NR = NA, \quad (2.2)$$

де ліва сторона — поточний баланс (баланс товарів і послуг плюс чисті виплати відсотків на капітал), а права — баланс операцій з капіталом.

За правилом Вальраса, ці сторони повинні бути рівні з протилежним знаком.

Для врегулювання незбалансованості платіжного балансу з поточних операцій і руху капіталів використовуються офіційні резерви (official reserves — іноземна валюта, золото) центрального банку країни ( $OR$ ).

$$IM - X - NR = NR \pm OR. \quad (2.3)$$

Усі три складові частини платіжного балансу (рахунки поточних операцій, операцій з капіталом і офіційні резерви) повинні в сумі ста-

новити нуль. Якщо офіційних резервів не вистачає для покриття дефіциту платіжного балансу, то він повинен бути покритий за рахунок закордонних кредитів (позик).

Причини, масштаби, сталість дефіциту або активу платіжного балансу, характер заходів, котрі вживаються для подолання незбалансованості, для різних країн різні. Особливо істотні є відмінності в індустріально розвинутих країнах і країнах, що розвиваються. Відтак інформаційна значущість платіжного балансу передбачає його конкретний і детальний аналіз у зв'язку з іншими макроекономічними показниками.

У найбільш загальному вигляді актив і пасив торговельного балансу пов'язаний з підвищенням або зниженням попиту на товари даної країни на світовому ринку, тобто з економічною кон'юнктурою світового ринку. В цьому випадку перевищення експорту над імпортом (позитивне сальдо торговельного балансу) показує, що зростає світовий попит на товари даної країни, а покупці всередині країни віддають перевагу товарам національного виробництва, а не імпортним, що свідчить про добрий стан економіки країни. Навпаки, дефіцит (від'ємне сальдо торговельного балансу) свідчить про недостатню конкурентоспроможність товарів країни на світовому ринку і перевагу всередині країни імпорту. Однак причини дефіциту можуть бути іншими. Наприклад, сприятливі умови інвестування можуть викликати приплив капіталів у країну, за рахунок яких збільшується імпорт устаткування, що спричинює виникнення дефіциту торговельного балансу. В цьому випадку дефіцит торговельного балансу супроводжується економічним зростанням. Можна відзначити і таке загальне правило для промислово розвинутих країн: в умовах нормально зростаючої світової економіки, країни, чия валюта використовується як засіб міжнародних розрахунків, повинні мати дефіцит платіжного балансу з поточних операцій. Зростаюча економіка потребує нагромадження грошових залишків, необхідних для укладання міжнародних угод, і сама створює структуру міжнародного обміну, здатного забезпечити додатковий приплив світових грошей. Оскільки більша частина світових грошей має форму банківських депозитів або казначейських векселів у ключовій валюті, зростаючий попит на світові гроші з боку всіх інших країн породжує дефіцит міжнародних розрахунків ключової валюти. В цьому випадку дефіцит може бути цілком нормальним явищем [28, с. 319—320]. Це правило демонструють США, котрі, будучи кредитором усього світу, мали, починаючи з 1976 р., дефіцит торговельного балансу і балансу поточних платежів, а з 1985 р. стали нетто-боржником, оскільки накопичені американські активи за кордоном менші від іноземних активів у США. Світові фінансові центри звичайно мають дефіцит балансу, надаючи при цьому великий довгостроковий кредит.



Повна зайнятість є необхідною умовою рівноваги платіжного балансу. За наявності дефіциту платіжного балансу уряд може спробувати ліквідувати його шляхом введення обмежень на економічний розвиток. Політика стискування внутрішнього попиту може призвести платіжний баланс до стану уявної рівноваги. Але це призведе до безробіття і незайнятості капіталу, що вважається надто високою ціною досягнення балансу з міжнародних розрахунків.

Ще одним із засобів, який може використати уряд для досягнення збалансованості платіжного балансу, є обмеження міжнародних операцій у формі тарифів, квот на імпорт, нетарифних бар'єрів і обмежень на операції з капіталом. Таке втручання призводить до обмеження зовнішньої торгівлі і міжнародної інвестиційної діяльності, приносячи тим самим втрати і збитки. Відтак серйозне втручання в операції вільного ринку розглядається як відхилення від рівноваги платіжного балансу.

В економічній теорії визначено п'ять можливих досягнень рівноваги платіжного балансу:

- 1) фінансування загального платіжного дефіциту без зміни валютного курсу;
- 2) жорсткий валютний контроль;
- 3) плаваючі валютні курси;
- 4) постійно фіксовані валютні курси;
- 5) компроміс валютних курсів (3 і 4).

Кожний варіант являє собою спосіб вирішення валютних проблем як реакцію на дефіцит платіжного балансу і падіння курсу національної валюти.

Перший варіант передбачає умови, за яких країна має можливість фінансувати дефіцит свого платіжного балансу, залишаючи валютний курс незмінним, за рахунок валютних резервів і грошових зобов'язань по відношенню до інших країн. Такими умовами є: а) дефіцит платіжного балансу тимчасовий; б) країна має достатні валютні резерви; в) стійкість валютного курсу в довгостроковому плані, без істотних корекцій загальноекономічної політики для його підтримки. Якщо цих умов немає, то підтримка валютного курсу за допомогою тимчасових фінансових заходів малоефективна і дорого коштує.

Другий варіант — жорсткий валютний контроль — передбачає обмеження імпорту товарів і послуг, вивезення капіталу за кордон, закордонного туризму і т. ін.

Вважається, що застосування першого варіанта досить обмежене, другого — практично неприйнятне, оскільки економічні і соціальні витрати жорсткого валютного контролю надто великі. Відтак реальними вважаються три варіанти: фіксовані валютні курси, гнучкі або плаваючі валютні курси та компромісні валютні курси.

Отже, можливі три варіанти відновлення рівноваги платіжного балансу:

- у країні може діяти механізм постійно фіксованих (твердих) валютних курсів;
- можна допустити вільне плавання валютних курсів, без втручання держави;
- можна прийняти компромісне рішення: а) при політиці фіксованих курсів час від часу проводити значні девальвації або ревальвації чи б) проводити політику керованого плавання.

Кожний з названих підходів має позитивні і негативні сторони. Але ці достоїнства і недоліки не можна прив'язати безпосередньо до будь-яких умов і будь-якої країни. Не можна назвати державну політику коригування платіжного балансу, яка була б найкращою одночасно для всіх країн і для всіх часів.

## 2.5. Конвертованість національної валюти

---

Валютний ринок реагує на стан платіжного балансу зміною курсу валюти. Звичайно після офіційного повідомлення про зростаючий дефіцит поточного балансу відбувається падіння курсу національної валюти, оскільки, з одного боку, збільшується пропозиція національної валюти за кордоном і зменшується попит на неї, а з іншого — відбувається збільшення попиту на іноземну валюту в даній країні.

Однак можуть бути ситуації, за яких дефіцит торговельного балансу і балансу поточних операцій супроводжується підвищенням курсу національної валюти. Така ситуація у 80-х роках склалась у США внаслідок переплетення ряду внутрішніх і зовнішніх чинників. За умови швидкого зростання дефіциту поточного балансу курс долара підвищувався, оскільки діяв ряд чинників, які зумовлювали його зростання. Якими ж були причини зростання курсу долара?

Основною причиною подорожчання долара було відносне підвищення відсоткових ставок, спричинене дефіцитом федерального бюджету. Згадаймо, що курс валюти залежить від відсоткових ставок. Якщо в країні підвищуються реальні відсоткові ставки, тобто номінальні відсоткові ставки за вирахуванням темпів інфляції, порівняно з іншими країнами, то створюються сприятливі умови для іноземних інвестицій і як наслідок — збільшується попит на національну валюту цієї країни, призначену для капіталовкладень, що призводить до зростання її вартості. І навпаки, відносно низькі відсоткові ставки призво-

дять до зниження попиту на національну валюту і тенденцію до падіння її курсу. Позики держави для фінансування дефіциту свого бюджету збільшували попит на гроші, що сприяло зростанню відсоткових ставок. Водночас з метою приборкання інфляції проводився курс на зменшення грошей в обігу, що, природно, спричинювало зниження пропозиції грошей і збільшення відсоткових ставок.

Внаслідок підвищення реальних відсоткових ставок США стали привабливими для інвестиційної діяльності іноземців. Попит на долари, призначені для капітальних вкладень, збільшився, сприяючи зростанню його вартості. Відносно низький рівень інфляції підтримував високий попит іноземних інвесторів на долари, тому що нижча інфляція означає вищу реальну норму прибутку на інвестиції. Подорожчання валюти скорочує експорт і збільшує імпорт, тобто є основою дефіциту торговельного балансу.

Зростання курсу долара означало, що валюта інших країн обходилась американцям дешевше, а долари коштували дорожче для іноземців. Внаслідок цього іноземні товари стали для американців дешевшими, і це збільшило імпорт, а американські товари для іноземців подорожчали, і це призвело до падіння експорту. Крім того, в цей період діяв такий чинник, як відносно більше зростання американської економіки, а, отже, і національного доходу. А експорт і імпорт країни прямо залежать від відносного рівня національного доходу. Оскільки ж темпи зростання національного доходу країн — торговельних партнерів США значно відставали, то імпорт США прискорено розвивався, а імпорт (експорт США) інших країн збільшувався повільно. І нарешті, дефіцит торговельного балансу США збільшувався через різке скорочення американського експорту в найменш розвинуті країни.

Це відбувалося з двох причин. Перша: так звана «криза заборгованості» примусила найменш розвинуті країни скорочувати свій імпорт. Друга: багато з найменш розвинутих країн девальювали (тобто державними декретами знизили валютний курс) своєї валюти. З падінням інтернаціональної вартості валюти умови торгівлі країн погіршуються. Для фінансування певного рівня імпорту потрібно експортувати більший обсяг товарів і послуг. Тим самим девальвація обмежувала імпорт найменш розвинутих країн і стимулювала їхній експорт.

Стосовно шляхів скорочення зовнішньоторговельного дефіциту, то відзначимо лише ті заходи, котрі пов'язані з валютними відносинами<sup>6</sup>. Це скорочення бюджетного дефіциту і політика дешевих грошей. І в тому, і в

---

<sup>6</sup> Крім цих заходів, можливі: економічне зростання в інших країнах, захисні мита, скорочення національного доходу, посилення конкурентоспроможності, зростання випуску товарів, виготовлених іноземними підприємствами в даній країні, котрі заміщують імпорт.

іншому випадку зниження відсоткових ставок послаблює міжнародний попит на долари, що призводить до зниження валютного курсу долара<sup>7</sup>. Таким, в принципі, є механізм взаємодії платіжного балансу, валютного курсу і відсоткових ставок у промислово розвинутих країнах (ПРК).

Дещо інакше складається ця взаємодія в найменш розвинутих країнах. Передусім, у цих країнах інші причини дефіциту платіжного балансу, ніж у промислово розвинутих. Неоднакові вони і всередині цієї групи країн. Різні матеріальні та соціально-культурні передумови і можливості вирішення проблем, що спричинюють дефіцит платіжного балансу. Більше того, для більшості найменш розвинутих країн проблеми дефіциту важко вирішуються через «порочне коло бідності». Ми говоритимемо лише про деякі загальні риси.

Причини дефіциту платіжного балансу, а також низька інтернаціональна вартість валюти найменш розвинутих країн глибші. Вони пов'язані, насамперед, з низькою продуктивністю праці, загальною слабкістю економічної структури цих країн, з наявністю серйозних диспропорцій у виробництві. Зараз йдеться про «кризу заборгованості», нездатність ряду країн здійснити платежі за наданими їм позиками. Кон'юнктура світового ринку для зовнішньої торгівлі найменш розвинутих країн вкрай несприятлива. З одного боку, експорт цих країн, що складається головним чином із сировини і сільськогосподарської продукції, підлягає впливу коливань цін, котрі характерні для ринків цієї продукції з притаманним їм високим рівнем конкуренції. Більше того, ціни на ці товари мають у довгостроковій перспективі тенденцію до зниження. З іншого боку, найменш розвинутих країнам доводиться завозити продукцію, що виготовляється гігантськими корпораціями розвинутих країн, які мають всі умови для встановлення високих цін на свої товари. Несприятлива зовнішньоекономічна кон'юнктура не дає можливості збільшити експорт, а скорочення імпорту як засобу балансування із соціальних причин вкрай утруднене, оскільки призводить до зниження життєвого рівня населення, створює вибухонебезпечну ситуацію в цих країнах. Дефіцит посилюється й тим, що сам імпорт дорожчає через зростання курсу долара.

У більшості країн третього світу дефіцитним є і баланс статей, пов'язаних з рухом капіталу. З одного боку, коли вибухнула боргова криза, різко скоротився приплив приватних капіталів в економіку найменш розвинутих країн. З іншого — більш високі реальні відсоткові ставки (особливо в США), ширший вибір об'єктів для інвестування в ПРК спричинив постійний відплив капіталу з найменш розвинутих

---

<sup>7</sup> Скорочення державного попиту на грошові кошти, призначені для фінансування бюджетного дефіциту, зумовлює зниження внутрішніх відсоткових ставок.

країн, тобто переведення вкладів та інвестицій у промислово розвинуті країни. Разом з тим зростання відсоткових ставок у США та в інших розвинутих країнах збільшило суму виплат за наданими позиками.

Економічно відсталі країни за характером причин дефіциту платіжного балансу, низькою інтернаціональною вартістю своєї валюти в цілому схожі. Тому можливі шляхи виходу зі стану зовнішньої заборгованості і зміцнення національної валюти майже однакові.

Це, насамперед, структурна перебудова народного господарства, спрямована на активізацію економічного зростання. Вирішення цього завдання потребує припинення відпливу капіталу з країни і залучення іноземних інвестицій. Розвиток власного виробництва необхідних товарів і залучення іноземного капіталу для створення підприємств, що виготовляють продукцію, яка замінює необхідний імпорт, дозволяє збалансувати платіжний баланс без падіння рівня життя населення країни. Але для цього треба зняти такі перешкоди на шляху інвестицій, як відсутність єдиного соціально-економічного простору; високі темпи інфляції; довільна, громіздка, несправедлива податкова система, яка стримує стимули до роботи та інвестування; широке розповсюдження корупції і хабарництва; відсталий менеджмент; відсутність адекватної інфраструктури; відстала матеріальна база освіти і охорони здоров'я. Істотною перешкодою на шляху інвестицій є низький рівень доходу на душу населення, за якого практично немає ні можливості, ні стимулів відкладати заощадження. Низькі доходи означають низький попит, що не стимулює інвестицій.

В Україні проблеми, пов'язані з дефіцитом платіжного балансу і курсом гривні, багато в чому такі самі, як і в групі економічно відсталих країн. Відплив капіталу з України, відсутність відповідних умов для того, щоб іноземні інвестори активно вкладали капітал в економіку України, недостатність резервів іноземної валюти, яка спонукає вмикати друкарський верстат і призводить, з одного боку, до зростаючої інфляції і знецінення грошей, а з іншого — вкрай утруднює вирішення завдання зміцнення національної валюти і скорочення зовнішнього боргу без залучення коштів міжнародних фінансових організацій і позик від урядів розвинутих країн. Однак умови і форми сприяння ліквідації дефіциту платіжного балансу, стримування інфляції і падіння курсу національної валюти, яку застосовує МВФ до країн з ринковою економікою, не можуть дати очікуваного ефекту без істотного їх коригування відповідно до конкретних умов України. Справа в тому, що реалізація таких умов надання кредиту, як лібералізація цін імпорту, може сприяти вирішенню згаданих вище проблем лише в країнах з більш-менш сучасною ринковою економічною структурою та інфраструктурою. В Україні ж поки що немає справжнього ринко-

вого середовища. Досі ще не досягнуто критичної маси роздержавлення власності, яка необхідна для того, щоб ринок функціонував посправжньому. Оскільки ні у виробництві, ні в торгівлі не існує конкурентного середовища, в якому б ціни саморегулювалися, лібералізація цін в умовах падіння виробництва призводить до підвищення цін, різкого зниження життєвого рівня населення, який здатний призвести до соціальної напруги в країні. Лібералізація імпорту при відповідній структурі виробництва, низькому технологічному рівні, слабкій конкурентоспроможності вітчизняних товарів без певних протекціоністських заходів поглиблює кризу заборгованості, призводить до падіння курсу національної валюти, а в перспективі — до виникнення об'єктивної ситуації економічного «колоніалізму». Ось як про це пише французький економіст М. Пейбро: «У галузі торгівлі безумовне подолання перешкод для товарообміну може приректи промисловість Центральної Європи на залежність від великих концернів Заходу. В більшості галузей ці концерни мають фінансову міць і перевагу в галузі адаптації до ринків, котрі можуть виявитися смертельними для можливих конкурентів — вихідців з комуністичного світу — яким не був би їхній технологічний рівень. У той же час потужна, хай навіть тимчасова, конкуренція товарів, які виготовляються в Східній Європі, могла б викликати сильні безпорядки на ринках деяких товарів на Заході з важкими наслідками для зайнятості. Адже ціни цих товарів складаються на основі витрат виробництва, без зіставлення зі стандартами традиційних ринків. Нещодавні дослідження показують, що ціна продажу деяких промислових товарів країн Східної Європи нижча від вартості використаної сировини, розрахованої на основі міжнародних цін. Таким чином, для того щоб уникнути серйозного безладдя з тієї чи іншої сторони, лібералізація торгівлі між Сходом і Заходом повинна бути організована так само, як була організована лібералізація торгівлі між США, Японією і Західною Європою у повоєнний період, тобто за сценарієм «плану Маршалла» [58, с. 4].

Незважаючи на те, що в Україні є вагомі переваги порівняно з іншими державами для вкладання іноземного капіталу — вигідне географічне положення, ємкість внутрішнього ринку, досить багаті природні ресурси, кваліфікована і «дешева» робоча сила, — обсяг іноземних інвестицій у 3—7 разів менший порівняно з іншими країнами Східної Європи. Українське інвестиційне поле все ще вважається несприятливим: відсутність правової бази, гра з оподаткуванням<sup>8</sup>, не-

<sup>8</sup> Довільне тлумачення законів, указів і декретів; відсутність диференційованого підходу до оподаткування; великі податкові «накрутки»; нестабільність ставок оподат-

добросовісна конкуренція, організована злочинність, корупція і здирство, коли чиновники і мафія діють спільно і мало чим відрізняються між собою, відсутність права приватної власності на землю для іноземного інвестора тощо. Без подолання цих перешкод, чвар і суперечностей неможливе створення сприятливого інвестиційного клімату і зменшити дефіцит платіжного балансу, стабілізувати валютний курс.

Отже, політика виходу з кризи заборгованості і підвищення інтернаціональної вартості валюти повинна враховувати специфіку України. Оскільки причини заборгованості, інфляції і низького курсу валюти лежать не лише і не стільки у сфері обігу, скільки у виробництві, головним завданням економічної політики повинно бути вироблення заходів, спрямованих на подолання падіння виробництва, відновлення загальної рівноваги економіки, структурну перебудову. Це реформування відносин власності, усунення державного монополізму, соціальна орієнтація ринкових реформ, адаптація поведінки населення і законодавства (насамперед податкового) до ринкової економіки. Що ж до ліберально-монетаристських методів, то лібералізація зовнішньої торгівлі повинна супроводжуватися протекціонізмом по відношенню до національного виробництва, лібералізація цін — демонополізацією і створенням конкурентного середовища в торгівлі і виробництві, а також лібералізацією заробітних плат. Лібералізація умов інвестування іноземного капіталу також не повинна проходити без остороги. Велика потреба в капіталі не повинна задовольнятися лише за допомогою ринкових методів. Необхідно цілеспрямоване втручання (протекціонізм) держави в інвестиційний процес із тим, щоб не відбулося привласнення іноземними компаніями природних багатств і виробничого апарату України. Без усього цього неможливо зменшити дефіцит платіжного балансу і стабілізувати валютний курс.

Дефіцит платіжного балансу України і курс гривні віддзеркалюють стан економіки, свідчать про необхідність прискорення темпів економічної реформи.

Важливим елементом цього реформування є стабілізація фінансової системи, а також грошового обігу і кредиту через вирішення проблеми конвертованості національної валюти.

**Конвертованість, або оборотність** національної грошової одиниці, — це можливість для учасників зовнішньоекономічних угод легально обмінювати її на іноземні валюти, і навпаки, без прямого втручання держави в процес обміну.

Ступінь конвертованості обернено пропорційний обсягу і жорсткості валютних обмежень, що практикуються в країні.

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

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

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

Конвертованість за поточними операціям — це відсутність обмежень щодо міжнародних операцій, які пов'язані з торгівлею товарами, послугами, переказами доходів та трансфертів. За поточними операціями платіжного балансу використовують такі форми валютних обмежень: блокування виручки іноземних експортерів від продажу товарів у даній країні, обмеження їхніх можливостей розпоряджатися цими коштами; обов'язковий продаж валютної виручки експортерів повністю або частково центральному та уповноваженим банкам; обмежений продаж іноземної валюти імпортерам; обмеження на форвардні покупки іноземної валюти імпортерами; заборона продажу товарів за кордоном на національну валюту; заборона оплати імпорту деяких товарів іноземною валютою; регулювання строків платежів з експорту та імпорту тощо.

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

При активному платіжному балансі з метою стримання притоку капіталів у країну та підвищення курсу національної валюти використовують депонування на безвідсотковому рахунку в центральному банку нових за-



кордонних зобов'язань банків; заборона на інвестиції нерезидентів та продажі національних цінних паперів іноземцям; обов'язкова конверсія позик в іноземній валюті в національному центральному банку; заборона щодо виплати відсотків за строковими внесками іноземців у національній валюті; введення від'ємної відсоткової ставки за внесками нерезидентів у національній валюті (відсотки платить вкладник банку або банк, який зацікавлений у залученні внесків в іноземній валюті, сам виплачує їх державній валютній установі); обмеження на ввезення валюти в країну; обмеження щодо форвардного продажу національної валюти іноземцям [22, с. 18—22; 26, с. 190—197].

Оборотність валюти не є чисто технічною категорією можливості її обміну. По суті, це особливий характер зв'язку між національними і світовим господарствами, глибоке інтегрування першого в друге. Оборотноість національної грошової одиниці забезпечує країні довгострокові вигоди від участі в багатосторонній світовій системі торгівлі й інвестицій, а саме:

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

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

Конвертованість національної валюти потребує ринкового типу економіки, оскільки вона ґрунтується на вільному волевиявленні всіх

власників грошових коштів. Крім того, ринкова економіка повинна бути достатньо зрілою для протистояння іноземній конкуренції, для повноправної участі в міжнародному поділі праці.

Вирішення проблеми зовнішньої конвертованості української валюти й економічні реформи в Україні повинні розглядатися саме за принципом «зустрічного руху».

Створення передумов конвертованості національної валюти передбачає:

- 1) зміну відносин власності;
- 2) становлення реальних ринкових відносин;
- 3) виникнення конкурентоспроможних виробництв і галузей, особливо орієнтованих на експорт, що допоможе протистояти іноземній конкуренції на внутрішньому ринку і послабити тиск на платіжний баланс з боку більш вільного імпорту і відпливу прибутку іноземних учасників спільних підприємств;
- 4) здійснення заходів щодо врівноваження платіжного балансу, диверсифікація експорту, контроль над зростанням заборгованості, накопичення валютних резервів;
- 5) створення достатніх стимулів для залучення іноземного капіталу;
- 6) забезпечення сучасної інфраструктури грошово-кредитних відносин, недопущення довільного вилучення ресурсів у бюджет банків;
- 7) стабілізація внутрішньої економіки і фінансів, проведення ефективної антиінфляційної політики.

У процесі зміни валютного режиму для стимулювання економічних реформ виділяють два етапи.

1. Етап внутрішньої конвертованості, котрий передбачає можливість для громадян і організацій України здійснювати платежі за кордон і купівлю іноземної валюти без будь-яких обмежень. Цей етап безпосередньо пов'язаний з уведенням гривні як внутрішньо конвертованої валюти.

З цією метою необхідно застосувати такий макроекономічний маневр, як ревальвація національної валюти, тобто свідоме підвищення курсу гривні до валют інших держав. Це дасть змогу, принаймні, вирішити триєдине завдання. По-перше, зробити невігідним демпінгове вивезення всього, тобто призупинити економічне мародерство під гаслом «експорт за будь-яку ціну». По-друге, стимулюватиме імпорт товарів, що неминуче зумовить появу елементів здорової економічної конкуренції за покупця і в такий спосіб — тенденцію до зниження цін. По-третє, не дасть можливості тіншовому капіталові і мафіозно-кримінальним структурам захопити до своїх рук нову національну валюту.

2. Етап зовнішньої (повної) конвертованості, котрий передбачає можливість вільно переводити і конвертувати кошти в певній валюті на рахунки іноземців.

Перехід до зовнішньої конвертації національної валюти безпосередньо залежить від того, наскільки «твердими» стануть гроші у внутрішньому грошовому обігу.



## ЗАПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Що розуміють під валютними відносинами та валютною політикою?
2. У чому суть та особливості міжнародних розрахунків?
3. Які основні форми міжнародних розрахунків?
4. Що таке платіжний баланс і для чого він складається?
5. На які рахунки поділяється платіжний баланс?
6. Які існують основні види поточних операцій?
7. Яка структура рахунку операцій з капіталом та фінансовими інструментами?
8. Охарактеризуйте резервні активи.
9. Які чинники впливають на стан платіжного балансу?
10. Як здійснюється балансування статей платіжного балансу?
11. Що розуміють під конвертованістю валюти?
12. Яка різниця між конвертованістю за поточними операціями і операціями з капіталом?
13. Чим відрізняється внутрішня конвертованість валюти від зовнішньої?
14. Як вирішується проблема зовнішньої конвертованості української валюти?

# ГЛАВА 3

## ЕВОЛЮЦІЯ СВІТОВОЇ ВАЛЮТНОЇ СИСТЕМИ

**Ключові поняття** Світова валютна система; система «золотого стандарту»; Паризька валютна система; Генуезька валютна система; Бреттон-Вудська валютна система; Ямайська валютна система; Європейська валютна система; фіксований та плаваючий валютний курс.

Конкретною формою організації валютних відносин є світова валютна система (СВС). Вона являє собою сукупність способів, інструментів та органів (інститутів), за допомогою яких здійснюються грошові розрахунки в рамках світового господарства. СВС включає в себе: національні резервні та наднаціональні (колективні) валютні одиниці, систему пристосування окремих валют однієї до одної (валютні курси), валютні ринки, міждержавні регіональні та наддержавні органи, що займаються регулюванням валютно-фінансових зв'язків і відносин.

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

Розвиток світової валютної системи пройшов ряд етапів, кожний з яких займав відносно тривалий історичний період. Різниця між тією чи іншою світовою валютною системою полягала насамперед у тому, який актив вважався резервним, за допомогою якого досягалася рівновага платіжного балансу (у різні періоди це були золото, долар, який обертася в золото за фіксованим курсом, інша валюта, яка виконувала роль міжнародного платіжного засобу) [22, с. 27—36; 26, с. 42—101; 41, с. 68—77; 58, с. 171—218; 67, с. 220—271].

### 3.1. Золотий та золотодевізний стандарт

---

Перша світова валютна система — Паризька валютна система. Вона була юридично оформлена міжнародною угодою на конференції в Парижі в 1867 р., яка визнавала золото єдиною формою світо-

вих грошей. Основою валютної системи виступав золотомонетний (золотий) стандарт. Відповідно до золотого вмісту валют установлювались і їхні золоті паритети (співвідношення грошових одиниць різних країн за їхнім золотим вмістом). Тобто за системою «золотого стандарту» всі національні валюти мали фіксований золотий вміст. Наприклад, один англійський фунт стерлінгів з 1821 р. мав золотий вміст, який дорівнював 7,322385 г золота, одна німецька марка — 0,385422 г золота (з 1873 р.). Валютний курс визначався відношенням золотого вмісту валют. У нашому випадку — 1 : 20,3.

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

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

Режим вільно плаваючих валютних курсів діяв у межах золотих точок (золоті точки еквівалентні паритету національної валюти з додаванням чи відніманням транспортних та страхових витрат, спричинених матеріальним трансфертом золота). Органи валютного контролю проводили політику регулювання, завдяки якій можна було забезпечити стабільність валюти та рівновагу платіжного балансу.

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

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

- основою системи виступали золото та девізи (іноземні валюти).
- На золотодевізному стандарті базувалися грошові системи 30 країн. За

міжнародні платіжно-резервні засоби почали використовуватися національні кредитні гроші. Але в міжвоєнний період статус резервної валюти не був офіційно закріпленою за жодною валютою;

- золоті паритети були збережені. Конверсія валют у золото почала здійснюватися не лише безпосередньо, а й опосередковано, через іноземні валюти;
- валютні курси вільно коливалися;
- валютне регулювання здійснювалось у формі міжнародних конференцій, нарад.

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

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

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

### **3.2. Бреттон-Вудська валютна система**

---

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

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

1) Бреттон-Вудська система ґрунтувалася на золотовалютному стандарті, котрий означав, що деякі валюти в міжнародних розрахунках розглядаються як еквіваленти золота і можуть функціонувати як валютні резерви;

2) фіксовані паритети, погоджені в рамках МВФ, на основі яких порівнювались і обмінювались валюти.

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

- або гарантувати конвертованість своєї валюти в золото за офіційним паритетом (цей варіант обрали США, встановивши в 1945 р. такий паритет: 35 дол. за 1 унцію золота);
- або підтримати на ринках курс своєї валюти по відношенню до решти в межах коливань  $\pm 1\%$  її паритету (вибрали решта країн).

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

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

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

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

Справа в тому, що в рамках Бреттон-Вудської системи склалася нерівність валют. Долар США зайняв привілейоване становище. Це дало змогу США покривати дефіцит платіжного балансу значною мірою внаслідок короткострокових зобов'язань американських банків перед зарубіжними державними організаціями і приватними особами. США стали боржниками. Інвестиційний баланс (баланс руху капіталу) також складався не на користь США. Відбувався вплив капіталу і, як наслідок, від'ємне сальдо платіжного балансу. Хронічний дефіцит платіжного балансу призвів до того, що кількість доларів за рубежом значно перевищила золотий резерв США. Виникла недовіра до долара і прагнення обміняти долари на золото. США почали втрачати своє панівне становище у світовому виробництві і міжнародній торгівлі. Зростала роль ЄЕС, Японії та інших країн, платіжні баланси яких зводилися з позитивним сальдо. У цій ситуації подолання дефіциту платіжного балансу США означало б скорочення міжнародної ліквідності, що утруднювало б міжнародні розрахунки. США постали перед вибо-

ром: понести великі витрати або змінити всі валютні правила. США зробили вибір на користь зміни правил, розірвавши в 1968 р. зв'язок долара із золотом, а потім увівши в 1971 р. плаваючий курс долара. Окрім того, принципи Бреттон-Вудської системи підривали розвиток євроринку і ринку єродоларів, на яких вільно циркулювала величезна кількість доларів, що практично випадали з режиму обмежень, установлених національними валютними відомствами і МВФ. Усе це створювало сприятливу обстановку для валютних спекуляцій. За цих умов система фіксованих валютних курсів уже не могла ефективно функціонувати. Розпочався перехід до нової валютної системи — Ямайської (за назвою країни, де були вироблені основні принципи цієї системи).

### 3.3. Ямайська валютна система

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

Основна відмінність Ямайської валютної системи від Бреттон-Вудської:

1. Змінився носій світових грошей. Якщо Бреттон-Вудська система використовувала як кінцевий засіб розрахунку золото і резервні валюти, то нова валютна система спирається на СДР — колективну валюту МВФ. Ця валюта стала елементом у структурі міжнародної ліквідності.

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

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



4. В Ямайській валютній системі права МВФ по нагляду за валютними курсами розширені. МВФ виробив основні принципи, яких повинні дотримуватися країни—члени МВФ при проведенні курсової політики, з тим щоб міжнародна валютна система в цілому функціонувала ефективно.

Суть цих принципів зводиться до такого:

- валютний курс повинен бути економічно обґрунтований. Країни мають уникати маніпулювання валютним курсом з метою недопущення необхідного регулювання платіжного балансу або отримання несправедливих конкурентних переваг;

- здійснювати інтервенцію, щоб згладжувати значні хаотичні короткострокові курсові коливання;

- у разі проведення інтервенції враховувати інтереси інших країн.

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

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

Ямайською системою передбачалося скасування золота як офіційного міжнародного розрахункового засобу та міри вартості. Було скасовано офіційну ціну золота й розпочалася його демонетиризація, тобто позбавлення золота функції грошей. Золото могло бути національним резервним засобом, але всі розрахунки між МВФ і національними валютними установами здійснювалися лише в СДР.

Теоретично основою Ямайської системи було проголошено принцип регулювання валютних курсів ринковими силами (попит і пропозиція). Однак у режимі чистого плавання (тобто під впливом лише ринкових сил) валютні курси вже не могли функціонувати, оскільки інтеграційні процеси призвели до тісного переплетення національних відтворюваних процесів, до дедалі більшого підпорядкування національних економік закономірностям світового господарства, до залежності від процесів, що відбуваються у світовій економіці, в тому числі і у валютній сфері. За цих умов стало неможливо створювати оптимальну основу для розвитку міжнародної торгівлі без координації валютної політики. За допомогою «чистого» плавання не вдавалося досягти і рівноваги платіжних балансів. Не призвели плаваючі валютні курси і до автономності внутрішньої економічної політики. Навпаки, вільно плаваючі валютні курси посилили взаємозв'язок між валютними курсами і внутрішньоекономічними процесами. Відтак у реальній практиці

Ямайська валютна система функціонує як система керованих плаваючих курсів (з тенденцією до посилення у валютній політиці окремих країн елементів «управління»)<sup>9</sup>. Центральні емісійні банки здійснюють інтервенції, щоб надати валютним курсам сприятливого для національних інтересів рівня шляхом:

1) купівлі або продажу на зовнішніх ринках іноземної та власної валюти;

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

Якщо на початку дії Ямайської системи (1973—1979 рр.) валютні курси достатньою мірою відображали відносну еволюцію цін і не давали значних конкурентних переваг тій чи іншій країні, то з кінця 70-х — на початку 80-х років стався відрив курсу валют від відносного руху цін в окремих країнах, що позначилося на їхній конкурентоспроможності. Це відбувалося насамперед, тому, що в міжнародних розрахунках промислово розвинутих країн зросла частка операцій, пов'язаних з експортом капіталу, міжнародним кредитом. А переливання капіталу можуть спричинювати і спричинюють значне і довготривале відхилення курсів валют від паритетів їхньої купівельної спроможності, що призводить до деформації міжнародної торгівлі і платежів, утруднює довгострокове планування. Стала очевидною необхідність більшої погодженості в проведенні економічної політики (насамперед бюджетної та кредитної) провідних країн світу для стабілізації валютних курсів. На ряді нарад Великої сімки у 80-ті роки розглядалася проблема стабілізації валютних відносин і визнавалася необхідність колективних дій щодо зближення особливостей економічної політики для досягнення довгострокової стабілізації валютних курсів. Проте через побоювання ущемлення суверенітету, погодження загальних принципів міжнародного регулювання валютних відносин з труднощами долало і долає суперечності між країнами на рівні конкретного механізму валютно-економічного співробітництва, конкретного втілення орієнтації національної економіки на такі показники, як темпи зростання, темпи інфляції, відсоткові ставки, рівень безробіття, бюджетний дефіцит, баланс поточних операцій і торговельний баланс, темпи зростання грошової маси, обсяг валютних резервів, рівень валютних курсів, за яких передбачається робити висновок про відповідність розвитку економіки країни спільно виробленому курсу.

<sup>9</sup> Розрізняють три види керованого плавання: повзуча прив'язка, ковзна (змінна) прив'язка, брудне плавання.

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

Результатом регіональної валютної інтеграції стало утворення Європейської валютної системи (ЄВС), яка формально почала діяти в 1978 р. Її головною метою було стабілізувати валютні курси, зменшити економічну залежність країн—учасниць ЄС від дестабілізуючого зовнішнього впливу. ЄВС являє собою зону скоординованого плавання по відношенню до долара США курсів національних валют. ЄВС як форма організації відносин країн ЄС у валютній сфері, форма регулювання валютних відносин на наднаціональному рівні, ґрунтувалася на таких елементах:

- ринковий курс валюти мав перебувати в межах  $\pm 2,25\%$  від двостороннього центрального курсу або у виняткових випадках — у межах  $\pm 6\%$ . Ці межі в 1993 р. було розширено під впливом різних валютних коливань:  $\pm 15\%$  («європейська валютна змія»);

- створено європейську валютну одиницю екію — розрахункову одиницю, курс якої визначався як середньозважений курс валют країн ЄС;

- створено Європейський фонд валютного співробітництва (ЄФВС), щоб надавати тимчасову фінансову підтримку країнам-членам для фінансування дефіциту платіжного балансу та здійснювати розрахунки за валютними інтервенціями країн-членів для підтримки валютних курсів. Ресурси фонду формувалися за рахунок виділення кожною країною 20% своїх золотих та 20% доларових резервів ЄФВС у формі постійно поновлюваних кредитів.

У 1998 р. Європейська валютна система перестала функціонувати. Головні причини її розпаду: відмінності у темпах інфляції країн-членів; недовіра до окремих центральних банків; об'єднання Німеччини, що вплинуло на загальну валютну ситуацію в ЄС, а також несумісність абсолютної мобільності капіталу, фіксованих валютних курсів і грошово-політичної незалежності в одній валютній системі.

У 1999 р. було створено Європейський економічний та валютний союз, що стало новою стадією розвитку валютно-фінансової інтеграції країн ЄС. У його рамках передбачався перехід до єдиної валютної та грошової політики, створення Європейського валютного інституту, Європейського центрального банку та введення єдиної валюти — євро.

Основним наслідком участі у валютному союзі є втрата країнами протекціоністських можливостей, пов'язаних із проведенням самостійної політики щодо обмінного курсу національної валюти для підтримки зовнішньоекономічної діяльності. Тому під час переходу до

валютного союзу основним питанням стало визначення передумов, необхідних для досягнення країною-членом валютного об'єднання економічних цілей (повної зайнятості, економічного зростання, стабільності цін, рівноваги платіжного балансу) без необхідності зміни валютного курсу. Основною передумовою участі у валютному союзі є зближення, вирівнювання національних економік, згладжування їхніх відмінностей за певними критеріями, а саме:

- рівень інфляції, який не повинен перевищувати середнього рівня інфляції трьох європейських країн з найнижчою інфляцією більш як 1,5 %;
- рівень відсоткових ставок, які не повинні перевищувати середніх ставок трьох країн ЄС із найменшими показниками більше ніж на 2 %;
- обмінний курс валют, який має бути сталим у діапазоні коливань в існуючому в ЄС механізмі стабілізації обмінних валютних курсів упродовж щонайменше двох років;
- розмір річного дефіциту бюджету, який не повинен перевищувати 3 %;
- рівень акумульованого державного боргу, який має становити не більше ніж 60 % від ВВП.

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



### ЗАПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Що розуміють під світовою валютною системою та які її складові?
2. У чому особливості золотого та золотодевізного стандарту?
3. Які основні принципи Бреттон-Вудської системи?
4. Які головні відмінності між Ямайською і Бреттон-Вудською системами?
5. Які характерні риси Європейської валютної системи?

# РОЗДІЛ 2

---

## СВІТОВА ФІНАНСОВА СИСТЕМА

### ГЛАВА 4 ХАРАКТЕРИСТИКА СВІТОВОЇ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

**Ключові поняття** Світовий фінансовий ринок; міжнародні фінансові потоки; євроринок; євровалюта; міжнародні фінансові операції; світова фінансова система; фінансова глобалізація; фінансова інтеграція; фінансові інновації; міжнародні фінансові інститути

#### 4.1. Міжнародні фінансові потоки

---

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

Міжнародні фінансові потоки являють собою сукупність фінансових операцій, об'єктом яких є грошовий капітал.

Ці потоки обслуговують міжнародну торгівлю товарами, послугами і перерозподіляють капітали між країнами.

Типи міжнародних фінансових потоків можна класифікувати за такими ознаками: вид економічної діяльності згідно зі структурою платіжного балансу, економічні взаємовідносини між нерезидентами, строки виконання фінансових операцій, форма власності щодо джерел фінансових потоків (рис. 4.1) [46, с. 3; 47, с. 88].

Основні канали руху фінансових потоків:

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

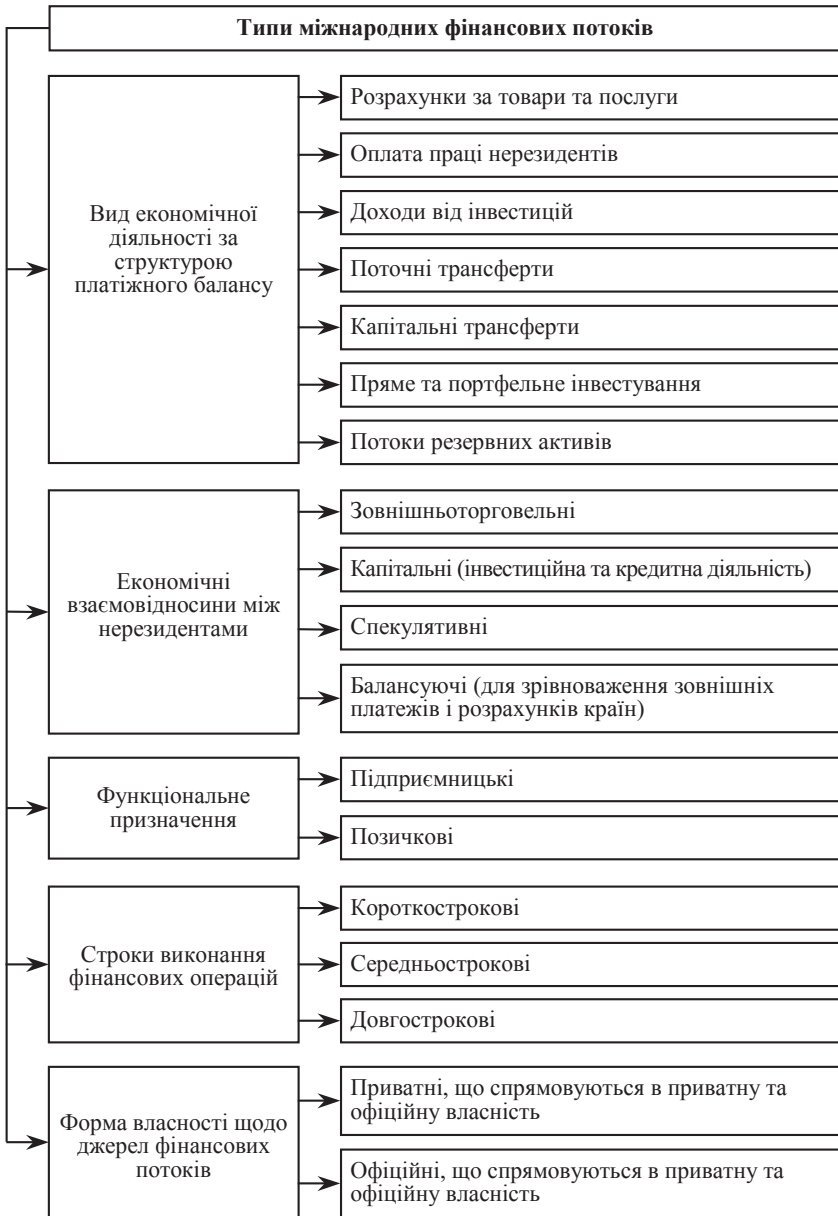


Рис. 4.1. Типи міжнародних фінансових потоків

Обсяг та напрями фінансових потоків залежать від різних чинників. До них належать:

- 1) стан світової економіки. Так, економічні спади в промислово розвинутих країнах, як правило, призводять до спадів у темпах зростання обсягів світової торгівлі, і навпаки;
- 2) зниження торговельних бар'єрів;
- 3) різні темпи економічного розвитку країн (синхронність чи асинхронність в економіках провідних країн);
- 4) структурна перебудова економіки тієї чи іншої країни;
- 5) диференційований розрив темпів інфляції та рівня відсоткових ставок;
- 6) випереджаюче зростання міжнародного руху капіталу порівняно з міжнародною торгівлею. Це відбивається на розмірах міжнародних фінансових ринків;
- 7) перехід промислово розвинутих країн від трудоємного до наукоємного виробництва;
- 8) зростання диверсифікації діяльності ТНК, у тому числі міжнародного інвестування в спільні підприємства. Спільні підприємства знижують необхідність відправлення продукції з однієї країни до іншої. Це зменшує обсяги міжнародної торгівлі, але збільшує міжнародні інвестиції. Крім того, ТНК здійснюють масштабне перенесення за рубіж низькотехнологічних виробництв;
- 9) зростання дефіцитів платіжних балансів унаслідок незбалансованості міжнародних розрахунків.

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

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

Фінансові потоки досягають величезних розмірів. За деякими оцінками, щоденні операції на світових фінансових ринках у 50 разів перевищують операції світової торгівлі.

## 4.2. Світовий фінансовий ринок

---

Світовий фінансовий ринок традиційно поділяється на міжнародні валютні ринки, міжнародні ринки боргових зобов'язань, міжнародні ринки цінних паперів, кожний з яких включає євроринки

(ринки євродепозитів, єврокредитів, євроакцій, єврооблігацій, євровекселів та ін.) [4, с. 25; 26, с. 158—179; 27, с. 387; 47, с. 53]. Спрощена структура світового фінансового ринку наведена на рис. 4.2.

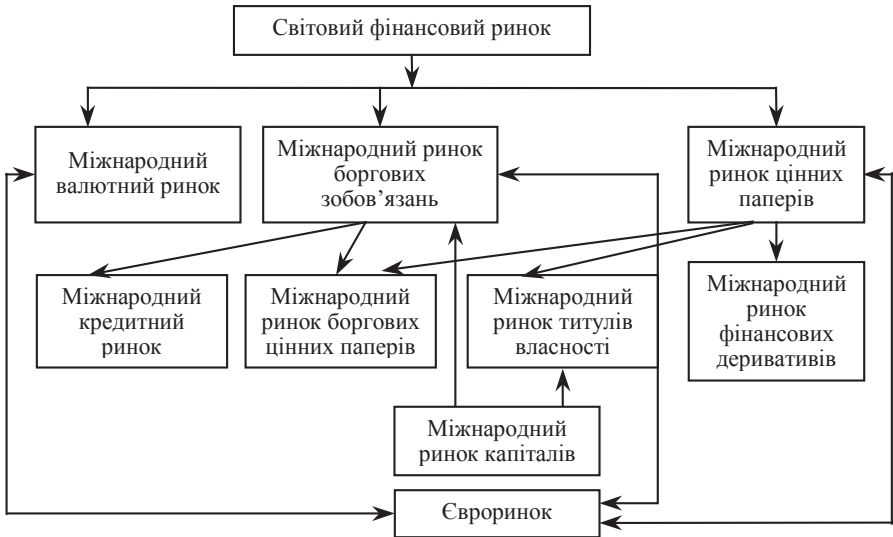


Рис. 4.2. Структура та взаємозв'язок складових світового фінансового ринку

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

Світовий фінансовий ринок вперше з'явився в 1950-х роках у формі ринку євровалют. На його подальший розвиток вплинули такі події:

- у 1960-х роках: швидке економічне зростання Японії, що надало нові можливості для бізнесу на Далекому Сході;

- у 1970-х роках: світова фінансова криза (1971 і 1973 рр.), що призвела до краху Бреттон-Вудської системи, і перехід від системи фіксованих до системи плаваючих валютних курсів; нафтові кризи (1974 і 1979 рр.), які були спричинені підвищенням цін на нафту ОПЕК (Організація країн-експортерів нафти); банківська криза в США (1979 р.), яка призвела до загального підвищення відсоткових ставок і поставила



на межу банкрутства багато країн, що розвиваються (одержувачів приватних банківських кредитів);

- у 1980-х роках: процес лібералізації національних ринків капіталу індустріальних країн. Він стимулював швидке зростання міжнародного руху капіталу, який інтегрував національні ринки капіталу і ринок євровалют для створення єдиного глобального фінансового ринку. (Японія перетворюється на провідну міжнародну фінансову силу і джерело світового капіталу. У 1987 р. підписання «Великою сімкою» Луврської угоди, згідно з якою підтримується долар США, який падав, штучно підтримуючи обмінний курс своїх валют по відношенню до долара у вузьких межах коливання. Країни ЄС у 1987 р. приймають єдиний Європейський акт, яким передбачалося створення в 1992 р. в Європі уніфікованого ринку).

Поява проблем обслуговування боргу країнами, що розвиваються (початок світової боргової кризи 1982 р.);

- у 1990-х роках: зміна політичних систем у східноєвропейських комуністичних країнах (1989—1990) і перехід до ринкової економіки;

- поява після 1992 р. уніфікованого європейського ринку;

- набуття чинності в 1993 р. Північно-Американською угодою про вільну торгівлю (НАФТА). Прискорення регіонального розвитку в США;

- лібералізація торгівлі. Створення в 1994 р. Світової організації торгівлі;

- фінансові кризи. У Мексиці (1994—1995) фінансова криза поставила країну на межу суверенного дефолту і загрожувала поширенням на інші країни Латинської Америки. Внаслідок фінансової кризи 1997—1998 рр. у Південно-Східній Азії, Бразилії, Росії та інших країнах девальвувала більшість національних валют азіатського регіону, а також змінилася кон'юнктура валютних і фондових ринків;

- запровадження в 1999 р. країнами ЄС спільної валюти (євро) та проведення спільної грошової політики;

- у 2000 р.: злиття Паризької, Амстердамської та Бельгійської фондових бірж, створення Euronext — найбільшого за обсягами торговельно-фондового ринку в євросоні; оприлюднення намірів про злиття двох найпотужніших європейських бірж — Лондонської та Франкфуртської в «Ай-Ікс». Об'єднальні процеси допомагають фондовому ринку ЄС подолати роздрібненість та посилити конкурентні позиції;

- у 2003—2005 рр. динаміку світових фінансових ринків визначають розміри відсоткових ставок у США та Європі, диференціація між якими зростає, високі ціни на нафту, зниження курсу долара. Невизначеність відсоткових ставок та подальшої динаміки фінансових ринків не дає мож-

ливості передбачити ступеня ризиків (кредитних, валютних). У цих умовах інвестори вважають за краще вкладати свої кошти в ринки, що розвиваються. Найбільший попит починають мати облігації Бразилії та Росії. Наслідком різкого зниження курсу національної валюти США є те, що країни, які розвиваються, які накопичили великі валютні резерви, несуть значні збитки. Загальний обсяг іноземних валютних резервів країн, що розвиваються, в 2003 р., за даними Всесвітнього банку, зріс на 292 млрд дол., у 2004 р. — на 378 млрд дол. Більша частина валютних резервів країн, що розвиваються, які до початку 2005 р. досягли 1,6 трлн дол., припадає на частку країн Азії (при цьому частка Китаю становить близько 40 % загальної суми). 70 % цих валютних резервів міститься в доларах, тому що країни мають на меті захищати свою економіку від різких коливань на світових фінансових ринках [46, с. 19];

- у 2006—2010 р. на розвиток світового фінансового ринку негативно вплинула фінансова криза 2007—2009 рр.

Призначення фінансових ринків полягає в тому, щоб забезпечити ефективний розподіл наявного обсягу вільного капіталу між кінцевими споживачами (інвесторами). Фінансові ринки і є саме тим механізмом, який для укладення угод зводить тих, хто пропонує гроші, з тими, хто їх шукає. Для збільшення ефективності розподілу вільних грошових коштів існують фінансові інститути — посередники між кредиторами і кінцевими позичальниками. Вони (інститути) на професійній основі пропонують послуги щодо поєднання попиту і пропозиції на капітал фірмам, громадянам, урядам і функціонують у певному правовому і податковому просторі. Слід звернути увагу на те, що під фінансовими інститутами, у вузькому значенні слова, розуміють фінансові організації, а в широкому — нормативний порядок, систему проведення валютно-фінансових операцій цими організаціями.

Сучасний світовий фінансовий ринок характеризується:

- ◆ значним обсягом фінансових ресурсів та операцій, які здійснюються цілодобово, здебільшого уніфіковані і до них залучаються суб'єкти з високим рейтингом;

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

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

- ◆ застосуванням різноманітних фінансових інструментів.

Міжнародні потоки капіталів перевищують міжнародні потоки товарів і послуг. Їхній обсяг більше ніж у 5 разів перевищує обсяг світової торгівлі. Внаслідок того, що кошти переміщуються швидше ніж зміни у відсоткових ставках та курсах іноземних валют, міжнародна мобільність капіталу інтенсифікує нестійкість валютних курсів. Валютні курси стали більш мінливими до національної макроекономічної політики. Висока мобільність капіталу привела до посилення взаємозалежності національних економік, послабила автономію національних політик, незважаючи на існування плаваючих валютних курсів.

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

1. Створення валютних блоків навколо провідних валют світу.

Валютний блок — це угруповання країн на основі валютно-економічного домінування держав, що очолюють цей блок, шляхом прикріплення до їхньої валюти валют країн—учасниць блоку.

На створення валютних блоків впливають чинники:

- торговельні (країна, що очолює блок, виступає головним торговельним партнером інших країн, які його утворюють);
- фінансові (більшість країн—членів блоку є боржниками країни, яка очолює блок, або третіх країн, або тих, що мають взаємну заборгованість);
- економічні (країна, що очолює блок, найбільш індустріально розвинута);
- політичні, які склалися історично і міцно пов'язували країни—учасниці валютного блоку.

Із запровадженням євро в 1999 р. виник валютний блок євро. Нині в єдиній європейській валютний простір намагаються увійти країни, Центральної та Східної Європи, які не змогли цього зробити на момент запровадження євро.

Доларовий валютний блок було створено в 1933 р. До нього ввійшли економічно залежні від США країни Латинської Америки та Канади. Нині деякі країни цього блоку (Еквадор, Панама) відмовляються від національної валюти і визнають долар США законним платіжним засобом.

Однак країни євро і США не зацікавлені в розширенні сфери обігу своїх валют і тому стримують інтеграційні поривання країн з відносно слабкими валютами, нестабільними банківською, фінансовою системами, недостатньо розвинутими фінансовими та фондовими ринками.

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

2. Змінюється структура фінансових інструментів ринку на користь інструментів реального сектору — корпоративних цінних паперів та їхніх похідних.

Валюта, як інструмент фінансового ринку, втрачає самостійне значення. Так, щоденний обіг операцій на світовому валютному ринку порівняно з 1990 р. зріс у 2,3 разу (з 880 млрд до 2000 млрд дол.), на ринку облігацій — у 5 разів (зі 190 млрд до 950 млрд дол.) [<http://www.mabico.ru>].

Спостерігається швидке зростання сектора корпоративних цінних паперів.

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

4. Зростання взаємозв'язку між фінансовим та реальним секторами економіки.

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

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

5. Зростання масштабів технологічного переозброєння фінансових ринків на основі інтернет-технологій, які стирають національні кордони і активно сприяють установленню безпосередніх зв'язків між інвесторами й емітентами незалежно від їхньої національної незалежності.

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

7. Різке збільшення і домінування на світових фінансових ринках спекулятивних операцій, на частину котрих припадає понад 95 % усіх

фінансових угод. Це створило сприятливі підстави для відмивання незаконного отримання доходів та криміналізації фінансових ринків. Міжнародний кримінал, за даними ООН, щороку відмиває близько 600 млрд доларів. Оскільки обсяги і швидкість зростання тіньової економіки набули погрозових розмірів, то розвинуті країни, об'єднані в ОЕСР, оголосили їй війну. Було створено спеціальну фінансову комісію з проблем відмивання капіталів (ФАТФ), до якої увійшли 26 країн—членів ОЕСР та декілька великих міжнародних організацій. Комісія випустила базові 40 Рекомендацій, які встановлюють загальні рамки боротьби з відмиванням грошей.

### 4.3. Розвиток світової фінансової системи в сучасних умовах

Сукупність фінансових ринків та фінансових інститутів (установ), що функціонують у правовому й податковому середовищі міжнародного бізнесу, створюють світову фінансову систему (рис. 4.3).



Рис. 4.3. Основні компоненти світової фінансової системи

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

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

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

Центральна роль на світовому фінансовому ринку належить комерційним банкам саме завдяки широкій сфері їхньої фінансової діяльності. Зобов'язання банку в основному складаються з депозитів з різними строками, активами: позики (корпораціями і державами), депозити в інших банках і облигації.

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

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

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

Сучасна світова фінансова система функціонує і розвивається в умовах фінансової глобалізації. Глобалізація — це об'єктивний процес інтеграції значної частини капіталу різних країн, посилення їхньої взаємозалежності. Рушійними силами фінансової глобалізації є поглиблення міжнародної фінансової інтеграції, формування системи міжнародних фінансових інститутів, розвиток фінансових інновацій.

Міжнародна фінансова інтеграція — це процес уніфікації фінансових послуг, банківських операцій; лібералізації митних процедур; уніфікації системи координування через міжнародні фінансово-кредитні установи, електронну систему платіжних засобів; рух до світової валютної системи з єдиними світовими грішми. Останніми роками усунуто значні законодавчі обмеження на шляху руху капіталів. Фінансові ринки розвинутих країн об'єдналися у глобальну фінансову систему, що дає змогу направляти все більші суми капіталу не лише в її економіку, а й в економіку країн, що розвиваються, і країн з перехідною економікою. Найбільші успіхи щодо фінансової інтеграції має

Європейський Союз. Його Концепція щодо єдиного фінансового простору включає:

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

Лібералізація руху капіталу здійснювалася поступово протягом 30 років. Вона проводила на підставі низки директив. На початку 60-х років частково відмінили обмеження на прямі інвестиції, купівлю-продаж нерухомості, а також купівлю та продаж акцій, які були допущені до обігу на біржах ЄС. Контроль за рухом короткострокового капіталу повністю зберігався за національною владою. У 1986 р. після підписання країнами-членами Єдиного європейського акту було відмінено обмеження на основні види капітальних операцій: довгострокове кредитування, пов'язане з торговельними угодами або наданням послуг за участю резидента; купівля-продаж цінних паперів на ринках третіх країн; розміщення на ринку капіталу однієї держави акцій, які випущені компанією іншої держави—члена ЄС. З 1990 р. лібералізація поширюється на рух усіх інших видів капіталу, включаючи короткостроковий. Це означало повну відміну обмежень щодо переказу коштів, які пов'язані з капітальними операціями та укладанням угод, які лежали в їх основі. В результаті резиденти будь якої країни-члена одержали можливість вільно здійснювати інвестування, позичкові та кредитні операції в рамках ЄС.

Регулюванню фінансових послуг надається велике значення. Сектор фінансових послуг має значний потенційний ринок і є важливим для підвищення ефективності економіки ЄС. Лібералізація та регулювання ринку фінансових послуг включає такі напрями:

- гармонізація основних правил та норм, які гарантують доходність та стабільність операцій у фінансовому секторі, захист споживачів послуг та забезпечення умов вільної конкуренції для всіх учасників ринку;
- забезпечення взаємного визнання діючих національних правил та прийняття за основу принцип «домашнього контролю» (в країні реєстрації компанії);
- введення правових норм, які забезпечують надання транскордонних послуг без необхідності заснування кредитної або фінансової компанії в кожній країні-члені, де намічається їх надання.

В ЄС є законодавства з цих питань. Тільки в банківській сфері Рада ЄС прийняла близько десяти директив. Відповідно до них, будь-який банк, заснований в одній з країн-членів, може створювати дочірні банки та надавати послуги в інших країнах-членах на підставі єдиної банківської ліцензії. Така ліцензія поширюється на традиційні депозитно-позичкові операції банків, лізинг, іпотеку, управління трастовими фондами, торгівлю цінними паперами. Установлено також мінімальний розмір капіталу, необхідний для заснування банку, вимоги щодо рівня ліквідності, процедури ведення звітності тощо.

У сфері страхових послуг повністю лібералізовано діяльність зі страхування промислових компаній від ризиків, пов'язаних з експлуатацією нерухомого майна та устаткування. Прийнято ряд директив щодо страхування транспортних засобів та операцій приватних осіб. Страхові компанії країн ЄС можуть запропоновувати свої послуги в будь-якій країні-члені, не проходячи там процедури заснування.

Сформовано єдиний ринок цінних паперів на базі фондових бірж ЄС. Головна мета цієї роботи — ліквідувати відокремленість національних фондових бірж і створити єдину систему торгівлі цінними паперами, які мають обіг на міжнародних ринках.

Уже знято обмеження щодо інвестиційної діяльності пенсійних фондів, ліквідовують податкові бар'єри.

Формування єдиного фінансового ринку ЄС привело до зростання інтенсивності внутрішньорегіональної міграції капіталу. Внаслідок цього співвідношення валових транскордонних потоків приватного капіталу (сума ввезення та вивезення капіталу, в тому числі прями, портфельні та інші інвестиції) і ВВП в країнах ЄС, за оцінкою Всесвітнього банку, становить 40 %, а в усіх розвинутих країнах ця величина досягає 30 % [46, с. 26].

Фінансова інтеграція з відкритістю фінансових ринків вигідна країнам, оскільки:

- країнам пропонуються ширші джерела інвестиційного фінансування для доповнення внутрішніх заощаджень;
- відкриті ринки капіталу сприяють підвищенню ефективності внутрішніх фінансових інститутів і веденню обґрунтованої макроекономічної політики;
- зменшуючи фінансові обмеження, відкриті ринки капіталу дають країнам час для здійснення врегулювання платежів з метою виправлення дисбалансів, спричинених зовнішніми потрясіннями;
- країни-кредитори мають ширші можливості для диверсифікації інвестування й ризику;



▪ підтримується система багатосторонньої торгівлі, оскільки розширюється діапазон можливостей для диверсифікації портфеля цінних паперів і для ефективного розміщення глобальних заощаджень та інвестицій.

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

Вимір фінансової відкритості охоплює регулювання та (або) як обмеження операцій з поточними рахунками, так і рахунками руху капіталу (всього 27 операцій, інформація про які міститься в щорічному звіті МВФ). В основі розрахунку індексу фінансової відкритості лежить п'ятирівнева шкала з діапазоном 0—2 для кожного пункту, яка вказує на ступінь відкритості («0» — високий ступінь регулювання, а «2» — високий рівень ліберальності), визначений так:

- 0,0 — закони, норми, що накладають кількісні чи інші регуляційні обмеження на конкретну операцію (такі як ліцензування чи вимоги щодо резервування), які означають повну заборону на проведення таких операцій;

- 0,5 — закони норми, що накладають кількісні чи інші регуляційні обмеження на конкретну операцію, які означають часткову заборону на проведення таких операцій;

- 1,0 — закони, норми, які потребують, щоб проведення конкретної операції було схвалене органами влади, чи передбачають, за певних умов, її оподаткування у великих розмірах;

- 1,5 — закони, норми, які потребують реєстрації, проте не обов'язково схвалення, конкретної операції органами влади а також, за певних умов, її оподаткування;

- 2,0 — жодні норми не потребують схвалення чи реєстрації конкретної операції органами влади або ж звільнення її від передбаченого законодавством оподаткування.

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

ким регулюванням, низькою нормою прибутку, інтенсивнішою конкуренцією.

До системи міжнародних фінансових інститутів належать організації світового рівня (Міжнародний валютний фонд, Всесвітній банк, Міжнародний банк реконструкції та розвитку), регіональні фінансові інститути. Фінансові ресурси цих інститутів становлять значну частку потоків офіційної міжнародної допомоги.

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

Зростання потоків світового капіталу посилює фінансову конкуренцію між країнами, що впливає на скорочення втручання держави до функціонування внутрішніх фінансових ринків та приводить до лібералізації міжнародного руху капіталів. Таким чином, світова фінансова система стає практично незалежною від державного контролю і регулювання. Менше 30 % ринку цінних паперів країн «сімки» контролюється державою чи підпорядковано державним інтересам. На світовому фінансовому ринку з країни в країну переміщується понад 3 трлн дол. на місяць. Із них 2 трлн дол. — це гроші, не контрольовані державою чи іншими офіційними інститутами [40, с. 14]. У приватного капіталу більше ресурсів, ніж у центральних банків великих розвинутих країн. Тому ситуацію на світовому фінансовому ринку визначає приватний капітал, а не національні уряди. Приватний капітал, за даними Міжнародного фінансового інституту, спрямовується переважно у країни з ринковою економікою, яка розвивається. Так, у 2004 р. приток приплив капіталу в 29 таких країн досяг 279 млрд дол., що удвічі більше, ніж у 2002 р. Особливо значний приток капіталу спостерігається в Китай та Росію. Зростання надходжень у Китай пов'язано з очікуванням відмови від фіксованого курсу юаня до долара та перехід до плаваючого валютного курсу, а в Росію — зацікавленістю російських банків в іноземних позиках з метою укріплення рубля. Позитивною характеристикою припливу приватного капіталу в країни з ринко-

вою економікою, що розвивається, є те, що половина цих коштів представлена прямими інвестиціями, тобто вкладеннями у виробничі об'єкти, обладнання, розвиток підприємництва, а не портфельними інвестиціями в цінні папери.

Найбільшими одержувачами приватних інвестицій у 2007 р. стали АТР (148 млрд дол.), Європа (100 млрд дол.), Латинська Америка (27 млрд дол.), Африка та Близький Схід (9,8 млрд дол.) [46, с. 29].



### ЗАПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Що розуміють під міжнародними фінансовими потоками?
2. Які канали руху міжнародних фінансових потоків?
3. Яка структура світового фінансового ринку?
4. Які особливості євроринку?
5. Як можна охарактеризувати розвиток світового фінансового ринку?
6. Хто є провідними суб'єктами світового фінансового ринку?
7. Що розуміють під світовою фінансовою системою?
8. У чому сутність фінансової глобалізації?

# ГЛАВА 5

## СВІТОВІ ФІНАНСОВІ ЦЕНТРИ

**Ключові поняття** Світовий фінансовий центр; офшорні зони; класифікація офшорних центрів; «податкові гавані»; юрисдикції з «помірним» рівнем оподаткування; способи використання офшорних центрів; трансферт прибутку; ротаційна компанія; зміна місця проживання

### 5.1. Головні світові фінансові центри

---

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

Світові фінансові центри виникають у тих країнах, де:

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

Найвпливовішими світовими фінансовими центрами є Лондон, Нью-Йорк, Токіо [30, с. 96—106; 47, с. 281—287; 92, с. 227—266].

Особливістю Нью-Йорка як фінансового центру є те, що він є тільки іноземним ринком капіталу і основним першоджерелом євродоларів. Головне місце серед складових цього фінансового центру має ринок банківських кредитів. Міжнародна діяльність великих американських банків пов'язана не тільки з кредитними операціями, а й із інвестиційними. Вони пропонують своїм клієнтам різноманітні операції з цінними паперами, розміщують цінні папери на первинному ринку, діють як брокери на вторинному ринку.

Ефективність нью-йоркського ринку капіталу досягається за рахунок випуску нових облігацій внутрішніми фінансовими інститутами за нижчою ціною порівняно з іншими іноземними ринками.

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

Важливе місце посідає ринок цінних паперів, який пов'язує американські фінансові ринки з міжнародними фінансовими ринками. На Нью-Йорській фондовій біржі обертаються акції 2768 компаній із загальною вартістю 19,8 трлн дол., а щоденний обсяг торгів становить близько 47 блн дол. [<http://www.investmoney.ru>]. На цьому ринку представлено великий вибір фінансових інструментів: акції, облігації, акції пайових фондів, депозитарні розписки, боргові папери, що конвертуються, індекс-акції, форварди, свопи, варанти тощо.

Ринок цінних паперів Нью-Йорка, як і загальний фондовий ринок США, привабливий для інвесторів усього світу відсутністю оподаткування для нерезидентів США. Там, де резидент заплатить 35 %, нерезидент не заплатить нічого. Найбільш суттєвою характеристикою фондового ринку є налагоджуваний механізм регулюючого законодавства. Він найефективніший та найжорсткіший у світі. Інвестиційні компанії, фонди постійно контролюються з боку організацій, які видають ліцензії. Ринок золота значної ролі не відіграє.

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

Для Лондона характерне домінування власне міжнародних складових над національними. Основою його фінансової могутності є не національний, а міжнародний валютний ринок і ринок позичкових капіталів. Однією з особливостей вважається здатність банків, бірж, вексельних маклерів швидко реагувати на будь-яку нову ситуацію і фінансові інновації. Лондон як світовий фінансовий центр виділяють чотири ринки: золота, валют, коротко- і середньострокового кредитування, страхування.

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

Лондонський валютний ринок — найбільшим у світі. Через його валютну біржу проходить 30 % усіх контрактів з валютою, а обсяг валютних угод становить близько 1000 млрд дол. на день.

Перетворенню Лондона у провідний світовий валютний ринок сприяла максимальна свобода валютних операцій. Обмеження такої свободи в інших світових фінансових центрах не дало змоги валютним рынкам розвинутися до конкурентного рівня.

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

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

Загальний обсяг торгів за участю міжнародних компаній перевищує обсяги провідних світових бірж, включаючи Нью-Йоркську фондову біржу. Середній обсяг торгів становить 199 тис. угод щоденно, а середній денний оборот досягає 22,5 млрд дол. США [<http://www.nakanune.ru>].

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

- зростання випуску державних облігацій, що зумовило розвиток їхнього вторинного ринку;
- випуск іноземними позичальниками в Токіо облігацій у єнах, а пізніше — в іноземній валюті;
- лібералізація ринків єни та капіталу, що дало можливість іноземним банкам та компаніям з торгівлі цінними паперами активно працювати на ринку цінних паперів;

- збільшення іноземних капіталовкладень у японські облигації та акції;
- зростання відкритості грошового ринку. Найбільша активність іноземних учасників спостерігається на ринку онкольних позичок (це короткостроковий комерційний кредит, який сплачує позичальник за першою вимогою кредитора), депозитних сертифікатів та короткострокових комерційних векселів.

Токіо є великим міжнародним валютним ринком завдяки великому щоденному обороту іноземної валюти, особливо в угодах єна/долар.

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

На Токійському фінансовому центрі оперують уповноважені японські банки (валютні банки) та іноземні банки, які займаються кредитуванням промисловості та торгівлі в єнах та іноземній валюті, наданням кредитів закордонним японським підприємствам через свої материнські банки, обліком експортних векселів тощо.

Фінансові центри працюють цілодобово, керуючи рухом міжнародних фінансових потоків. Ефективність міжнародних валютно-кредитних і розрахункових операцій забезпечує Світова міжбанківська фінансова телекомунікаційна мережа, яка не визнає національних кордонів (СВІФТ). Основне її завдання полягає в передаванні будь-якої банківської й фінансової інформації на базі засобів обчислювальної техніки. Звичайні повідомлення передаються протягом 10 хвилин, термінові — 1 хвилини.

## **5.2. Офшорні зони в системі світових фінансових центрів**

---

### ***Суть і основні риси офшорних зон***

---

Серед фінансових центрів виділяють офшорні зони. Офшорні зони — це позанаціональні фінансові центри, які здійснюють значні обсяги кредитування й фінансування в валютах інших країн (євровалютах).

Для цих зон характерні:

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

Розглянемо детальніше сутність, класифікацію, основні типи офшорних центрів, а також способи використання їх.

Існує багато термінів для позначення місць, у яких здійснюється вигідна, з погляду представників ділового світу, фінансово-підприємницька діяльність. У германомовних країнах їх називають податковими оазами, у франкомовних — податковим раєм, а в англійськомовних — загальноприйнятим терміном для визначення подібних територій виступає поняття як «податкова гавань» (tax haven).

Останнім часом загальне поширення набуло поняття «прибережний фінансовий центр» (offshore financial centre), що став синонімом визначення «податкова гавань», або «офшорний центр». У назву «прибережний» стосовно «податкового раю» кожен індивідуальний клієнт вкладає свій власний зміст. З погляду інтересу кожного з них, якщо існують більш вигідні податкові розпорядження і кредитні умови в сусідніх країнах або в далеко розташованих територіях, то для них ці місця стають «прибережними оазами».

Проте необхідно застерегти від змішування понять «офшорний центр» і «вільна економічна зона». Хоч у формально-логічному значенні можна розглядати офшорні центри як різновид чи як окремий випадок ширшого поняття «вільна економічна зона» (тому що в них загальна «родова» ознака — низькі податки чи їхня повна відсутність), але в той же час між цими дефініціями існує істотна відмінність. Вона полягає в тому, що вільні економічні зони орієнтовані на залучення продуктивного капіталу (як іноземного, так і вітчизняного), який накопичує доходи усередині зони, тоді як мета офшорних центрів — залучити іноземний фінансовий капітал, який приносить доходи як власникам цього капіталу, так і організаторам офшорних центрів. Джерела ж цих доходів перебувають за межами офшорних центрів.

Основна риса офшорних центрів, яка полягає в низькому оподаткуванні або у відсутності податків, також не розкриває всієї складності цієї проблеми. Існують країни й території, які не стягують ніяких податків з капіталу (наприклад, Науру, Вануату, Теркс і Кайкос). Але



там стягуються невеликі податки на доходи, які надходять з-за кордону. Буває і така ситуація, коли високорозвинуті країни з прогресивним оподаткуванням обкладають низьким податком доходи, які надходять з-за кордону, чи вводять низькі податкові ставки для певних суб'єктів, (якими є, наприклад, холдинги в Голландії). До місць перебування офшорних центрів належить і Швейцарія. Хоча ця країна обкладає господарюючі суб'єкти високими фіскальними зобов'язаннями, але репутацію офшорного центру вона набула легкістю і доступністю проведення фінансових операцій, а також високим ступенем збереження банківської таємниці.

Характерною рисою офшорного центру є те, що депонований у ньому капітал не лежить без руху, а призначається для інвестування у високоприбуткові галузі з низьким оподаткуванням за кордоном.

Офшорні зони зобов'язані себе узаконити — і в загальному плані і, особливо, у відносинах з іншими державами, одержавши їхню згоду на низьке оподаткування. Це важлива, але не єдина їхня риса. До основних варто віднести:

- політичну й економічну стабільність у країні;
- гарантію дотримання фінансової і банківської таємниці;
- відсутність валютних обмежень;
- сучасні засоби зв'язку і добре обладнану мережу комунікацій;
- зручну правову систему;
- виконання індивідуальних потреб інвесторів.

До інших особливих вимог клієнтів офшорних центрів звичайно відносять: відносно низькі адміністративні витрати, необхідні для поточної діяльності, добре мовне обслуговування з боку перекладачів, послуги професійних радників, сприятливі умови стягування податків, можливість придбання громадянства, можливість купівлі нерухомості, а також низький рівень цін на товари, необхідні для життя персоналу та членів їхніх родин.

Розглянемо одну за одною ці риси.

Це, насамперед, економічна і політична стабільність. Вона є однією з головних умов, яких повинні дотримуватись офшорні центри. Цілком зрозуміло, що ніхто й ніколи не буде тримати капітал у банках тих країнах, де може бути проведена націоналізація власності, чи фінансам яких загрожує економічний крах. Те ж саме стосується політичних змін, особливо якщо верх беруть лівоорієнтовані чи радикальні елементи. Однаковою мірою військова дестабілізація чи збройні конфлікти ставлять хрест на існуванні офшорних центрів.

Політичний ризик має вирішальне значення під час прийняття рішень про переміщення майнових цінностей за кордон. Багато країн, у

яких легко можна здійснити військовий переворот, вважаються більш небезпечними, ніж колишні колонії, пов'язані численними зв'язками з метрополією. Разом з тим такі колонії, як підтверджує приклад колишніх британських володінь, менш піддані небезпеці з боку сильніших сусідів. Тому Бермуди вважаються безпечнішими, ніж Багамські острови, хоча в обох країнах не можна виключити расові безладдя.

З більшою стриманістю й обачністю клієнти офшорних центрів ставляться до диктаторських режимів. Вони часто пропонують у себе вигідні умови оподаткування. Але разом з тим інвестори там мають рахуватися з можливістю радикального перевороту і націоналізації.

Наступна значна і важлива особливість офшорного центру (після політичної й економічної стабільності) — зобов'язання зберігати і гарантувати дотримання суворой банківської таємниці. Це загальна риса таких центрів. Завдяки ліберальному законодавству у відношенні банківської діяльності створюється легкість і доступність відкриття банківських рахунків — з одного боку, а з іншого — поряд з безумовним обов'язком дотримання банківської таємниці гарантується максимум безпеки і довіри в проведенні банківських операцій.

Розпорядження банківського законодавства часто містять розмежування фінансової діяльності на сфері: міжнародну і внутридержавну. Міжнародна фінансова діяльність, головним сегментом якої виступає банківська діяльність, користується звичайно статусом екстериторіальності, який охороняє її від усяких незручностей і обмежень. Країни, які проводять таку політику, називаються ще «банківськими оазами».

Законодавство таких держав гарантує не тільки збереження таємниці банківських рахунків, а й нерозголошення паспортних даних власників цих рахунків. Видача якої-небудь інформації розцінюється тут як правопорушення. Тому дуже важко встановити особистості вкладників банків таких країн. Ще складніше розкрити імена власників самих банків. Пропонуючи клієнтам повне дотримання таємниці, вони забезпечують можливість накопичувати багатство без обкладання його яким-небудь відчутним податковим тягарем.

Банківська таємниця сягає своїми коренями у вікові традиції поширеного в англосаксонських країнах так званого Загального Права (Common Law). Мова тут йде про мовчазну угоду між банком і його клієнтом. Порушення такої угоди передбачає відповідальність банкіра в рамках цивільного і кримінального права. Джерела суворого дотримання банківської таємниці варто шукати у фінансовій практиці Швейцарії.

Особливостями фінансових операцій міжнародного масштабу, проведених у Швейцарії, є те, що вони пов'язані із санкціями карного

переслідування, спрямованими проти будь-якого співробітника, який розголосив інформацію, отриману від клієнтів. Початок такої охорони датується 30-ми роками ХХ ст., коли біженці з Німеччини переказували свої кошти до Швейцарії, щоб зберегти їх від нацистів. Правила дотримання банківської таємниці призвели до того, що всі німецькі внески, незалежно від того, хто був їхнім власником (фашисти чи представники опозиції), були взяті під захист.

В особливих, індивідуальних ситуаціях клієнт може відмовитися від права збереження таємниці, яка стосується його внесків і банківських операцій. Разом з тим банк не може звертатися до клієнта чи починати які-небудь дії, які могли б схилити до обмеження чи відмови клієнта від права на банківську таємницю.

Швейцарський закон про банки вимагає, щоб ті беззастережно надавали правоохоронним органам відомості про клієнтів у випадку відкриття на них кримінальної справи. Якщо ж йдеться про цивільне судочинство, то питання про надання інформації щодо банківських клієнтів перебуває в компетенції кантональної влади. У цілому ж сторонні особи не мають права одержувати інформацію про клієнтуру швейцарських банків.

Особливе становище Швейцарії порівняно з іншими розвинутими країнами полягає, зокрема, саме в тому, що податкові служби тут не мають безпосереднього доступу до банківських рахунків клієнтів. Якщо податковій інспекції необхідна інформація про банківські рахунки платника податків, їй потрібно звертатися безпосередньо до нього, а не до керівництва банку.

Однак високий ступінь таємності операцій, проведених швейцарськими банками, не означає, що від них одержують менше інформації, ніж за кордоном. Ряд операцій, пов'язаних з відмиванням «брудних» грошей, стали причиною пред'явлення більш суворих вимог, щодо особистості клієнтів і нагляду за банківськими операціями. Банки одержали право видавати правоохоронним органам інформацію про клієнта, якщо в їхнього керівництва склалося переконання, що він пов'язаний із злочинним елементом.

Значна частина капіталу, який надходить до Швейцарії через кордон, приходиться з інших офшорних центрів. Підрахунки підтверджують, що близько 40 % усіх банківських угод у цій країні пов'язані з ними. Щоб дотримуватися максимальної обережності і конфіденційності під час проведення банківських операцій, введено спеціальний порядок відкриття рахунків на псевдонім чи номер, обраний клієнтом. Така система сприяє зміцненню довіри до банківських рахунків, але не робить ці рахунки зовсім анонімними. Власник рахунка завжди зали-

шається відомим банку. Останніми десятиліттями Швейцарія послабила вимоги, пропонувані до таємниці банківських внесків. Створено важливі прецеденти з видачею інформації про внески екс-диктаторів — гаїтянського Дювальє і філіппінського Маркоса. В останньому з названих випадків на настійну вимогу уряду США і Філіппін швейцарські банки передали інформацію про грошові внески диктаторів урядовим органам. Крім того, Федеральний суд Швейцарії прийняв рішення надати Генеральній прокуратурі України документи про рахунок екс-прем'єр міністра України Павла Лазаренка в одному з банків Цюриха. Згідно з інформацією Швейцарського телеграфного агентства, цей рахунок цікавить Генпрокуратуру України, оскільки він міг використовуватися для переказу сумнівних коштів. У 1996 р. на цей рахунок з одного з банків Кіпру було переказано \$1,6 млн [www.korrespondent.net/main/97202].

У міжнародній практиці найбільш конфіденційними вважаються такі системи банківських рахунків, за яких банкір не знає свого клієнта. Таким є застосовуваний у Японії рахунок з печаткою «натсу-ін», при користуванні яким ідентифікація вкладника виробляється за допомогою його особистої печатки. Його аналогом в Австрії існує система рахунків за назвою «Uberbringer Sparbuecher»<sup>10</sup>, коли використовуються спеціальні документи для видачі внеску на пред'явника.

У цілому ж охорона таємниці банківських рахунків у різних країнах забезпечується по-різному. У державах Ради Європи, за винятком Австрії і Люксембургу, порушення банківської таємниці не спричиняє карного переслідування. В Австрії, на підставі спеціально схваленого в 1979 р. закону банківський службовець за розголошення інформації про вкладників банку може бути засуджений на термін до одного року тюремного ув'язнення чи повинен буде виплатити штраф, що дорівнює річній заробітній платі. Разом з тим банк може представити дані, які стосуються клієнта, тільки за визначенням суду. У Люксембурзі закон про охорону банківської таємниці схвалений у 1981 р. Відповідно до нього банки розголошують відомості про клієнтів у випадку відкриття на них кримінальної справи, але за згодою міністра фінансів.

На Багамських островах і Барбадосі порушення банківської таємниці загрожує серйозними грошовими штрафами. Розголошення будь-якої інформації, яка стосується банків і трастів, дозволяється тільки за рішенням Верховного трибуналу цих островів.

На Кайманових островах порушення таємниці банківських внесків загрожує тюремним ув'язненням строком до 2 років і грошовим штра-

---

<sup>10</sup> У перекладі з німецької мови — «передавач ощадної книжки».

фом. Покарання за таку провину може бути збільшене, якщо обвинувачуваний — банківський службовець, адвокат, урядовий службовець чи торговий посередник.

У Гонконгу охорона банківської таємниці відзначається суворістю: її порушники можуть піддаватися штрафу до 100 тис. дол. чи тюремному ув'язненню — до 2 років. Разом з тим на практиці податкові служби за необхідності одержують від банків усю необхідну для них інформацію.

У Ліхтенштейні законодавство про охорону банківської таємниці багато в чому аналогічне швейцарському, тільки коло осіб, які несуть юридичну відповідальність за її збереження, ширше, ніж у Швейцарії.

У Монтсерраті подібне законодавство також засноване на швейцарському досвіді. Передача кому-небудь інформації про банківських клієнтів, крім правоохоронних органів в обговорених законом випадках, заборонена. Однак, на відміну від Швейцарії, тут не передбачено конкретних санкцій за порушення законодавства про банківську таємницю.

Суворими заходами для охорони таємниці банківських внесків відзначається законодавство Панами. Її розголошення карається позбавленням волі строком до 6 років, штрафом до 1 тис. дол. або тим та іншим разом. Крім випадків, передбачених Кримінальним кодексом цієї країни, навіть муніципальним чиновникам закритий доступ до інформації про вкладників банків. Заборонено видавати аналогічну інформацію урядовим службовцям та іноземним податковим відомствам.

До характерних рис офшорних центрів належить відсутність обмежень на обмін валюти й операції з валютою. Майже скрізь тут не здійснюється контроль над переказом валютних коштів за умови, якщо джерело їхнього походження перебуває за межами офшорного центру. Якщо ж і залишаються які-небудь обмеження з цієї частини, то клієнти наполягають головним чином на тому, щоб було забезпечено вільний переказ коштів і щоб ці кошти не затримувалися на рахунках інших банків, крім офшорних. Звичайно, таке прагнення клієнтів теж пов'язане з ризиком, тому що повної безпеки внесків немає ніде. Але поєднати одночасно несплату податків і повну відсутність ризику втрати внеску принципово неможливо.

Названі ознаки офшорних центрів не можуть бути реалізовані без такої важливої їхньої властивості, як наявність у центрах сучасних засобів зв'язку і надійне їхнє функціонування. Це потребує високого рівня розвитку інфраструктури. Привабливість офшорного центру багато в чому залежить від рівня і якості послуг зв'язку. Як правило, усі ці центри обладнані ефективними засобами телекомунікації, які забезпе-

чують блискавичний зв'язок, так необхідний для фінансових операцій. Наприклад, Кайманові острови за допомогою супутникового зв'язку забезпечують сучасне автоматичне з'єднання зі Сполученими Штатами, Канадою і Великою Британією.

Подібний же високий рівень послуг зобов'язані надавати тут і засоби транспорту. Козирною картою офшорних центрів є авіасполучення, яке забезпечує швидкі і зручні особисті контакти для учасників фінансових угод. Кайманові острови пропонують клієнтам два щоденних рейси на Флориду. Численні чартерні рейси, здійснювані зі США, забезпечують перевезення великих грошових сум в офшорні банки на Карибах. Аналогічне становище з транспортом і телекомунікаціями в офшорних центрах Панами і Гонконгу. У тих же офшорних зонах, де транспортні послуги ненадійні і перебувають у скрутному становищі (Науру, Ангілья), залучити численну клієнтуру, незважаючи на пропонувані пільги, не вдається.

Однак навіть наявність вдалого поєднання всіх перерахованих характеристик рис буде недостатнім для успішного функціонування офшорного центру, якщо в ньому не буде створено зручної правової системи. Вона має вирішальне значення для вибору резиденції фірми, організаційно-правової форми компанії та її функціонування.

Законодавчий устрій офшорних центрів вирізняється розмаїтістю. Трохи узагальнюючи, можна відзначити, що всі території, які належать до континентальної Європи, живуть у рамках Кодифікованого цивільного права, витоки якого сягають римського права, а від нього — кодексу Наполеона. У той же час території, історично пов'язані з британською короною, чи колишні її колонії, застосовують у себе зовсім іншу судову систему, засновану на системі Загального Права (Common Law), яка функціонує на базі прецедентів, тобто на підставі раніше винесених судових вироків.

Наприклад, Швейцарія, Ліхтенштейн, а також контрольовані голландцями Карибські острови (Голландські Антили) використовують континентальне право. Колишні ж британські колонії або залежні території, такі як Багамські, Бермудські, Віргінські, Кайманові острови, Гібралтар, острови в протоці Ла-Манш входять до законодавчої системи Загального Права. У США — через особливості їхнього історичного розвитку — обидві ці системи існують паралельно. У Луїзіані, яка була володінням Франції, до сьогоднішнього дня частково використовується континентальне право. В інших частинах США ухвалене законодавство на основі Загального Права. Воно ж застосовується в Ліберії й Панами.

Система Загального Права надає велику свободу для підприємницької діяльності, але одночасно майже завжди вимагає допомоги з бо-

ку адвоката, оскільки ця система юридично складна. Зате вона відкриває більші можливості в галузі переміщення майнових прав з однієї країни в іншу, що особливо важливо для клієнтів офшорних центрів.

Нарешті останньою (за порядком перерахування, але не за важливістю) характерною рисою офшорних центрів є міра задоволення індивідуальних потреб клієнтів, а саме: відповідні умови проживання, внутрішнє транспортне сполучення, медичне обслуговування, володіння місцевими жителями і обслуговуючим персоналом іноземними мовами, наявність кваліфікованих фахівців — нотаріусів, адвокатів, бухгалтерів і операторів комп'ютерів.

### ***Класифікація офшорних центрів***

Існує безліч критеріїв класифікації офшорних центрів. В основу головних з них, які використовують представники ділового світу під час вибору таких центрів з метою мінімізації податкових зобов'язань, ставиться обсяг і характер привілеїв, пропонованих клієнтам.

За такого підходу офшорні центри зазвичай поділяють на два основних типи [43, с. 168].

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

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

пунктом такого переведення виступають офшорні компанії, зареєстровані в загальновідомих податкових гаванях.

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

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

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

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

Це країни і території :

- які не обкладають своїх резидентів ніякими податками (Андорра, Багамські острови);

- які обкладають податками тільки прибуток, одержаний у даній країні, але звільняють від податків доходи, які надходять з-за кордону (Коста-Ріка, Гонконг);

- у яких одержуваний там прибуток не обкладається податком, за те обкладається прибуток, одержаний з-за кордону (Монако);

- де обкладається податком прибуток, одержаний за кордоном, однак податкові ставки дуже низькі — нижче ніж 1 % (острови Гернси, Джерсі Шарк);

- які оподатковують накопичені багатства (матеріальні цінності), а не поточний прибуток (Уругвай);

- у яких дозволяється застосовувати різні комбінації з пільгових податкових правил, які створюють особливо вигідні умови для фізичних осіб. Їхні доходи тут цілком звільнені від податків або окремі види доходів користуються податковими привілеями. У Європі такими центрами є Андорра, Ірландія, Монако, Камп'юне де Італія, за межами Європи — Багамські, Бермудські, Кайманові острови, Французька Полінезія чи острови Святого Варфоломія.

Крім того, офшорні центри групуються за географічною ознакою. При характеристиці окремих центрів ми будемо дотримуватись розподілу їх на два основних типи, уже розглянуті вище, — на безподаткові території та юрисдикції з «помірними» умовами оподаткування.



## **Способи використання офшорних центрів**

В економічній науці, правознавстві й повсякденній практиці звичайно виділяють чотири способи використання офшорних центрів. Вони включають як цілком легальні способи з точки зору податкового законодавства, так і адміністративно заборонені і навіть злочинні.

По-перше, офшорні центри можуть використовуватися без будь-яких мотивацій фіскального характеру, коли йдеться про операції, які не впливають на виплату національних податків. Прикладом може бути функціонування в офшорному центрі американського банку (чи його відділення), який цілком залишається платником податків у скарбниці США. Зрозуміло, таке використання офшорного центру цілком вкладається в рамки закону.

По-друге, можливе використання офшорних центрів з вигодою для платника податків і одночасно в повній відповідності до закону. Прикладом може стати звільнення від податків, надане в офшорних центрах компаніям на визначений період з метою інвестування ними в промислове виробництво економічно відсталих країн, у яких найчастіше і функціонують ці центри.

По-третє, можна вести мову про використання таких центрів у процесі реалізації міжнародного податкового планування (international tax planning), яке застосовується з метою пошуку оптимальних рішень у сфері оподаткування для корпорацій, фінансових груп чи фізичних осіб. Такі дії спираються на використання дір у податковому чи адміністративному законодавстві або здійснюються в розрахунок на труднощі передачі владою різних країн податкової інформації, а також на запутаність і тяганину під час проведення такої процедури.

По-четверте, як особливий спосіб використання офшорних центрів визнається податкове шахрайство, яке є злочинним діянням. Це акт, за допомогою якого платник незаконно прагне ухилитися від покладеного на нього обов'язку сплати податків, наприклад, шляхом недекларування своїх доходів. Такі дії переслідуються законом.

Вищевикладене належить до класифікації використання офшорних центрів з юридичної і моральної (аксіологічної) точки зору.

З організаційно-правового і фінансово-економічного боку, а також із практико-юридичної точки зору звичайно виділяють чотири основних способи використання офшорних центрів:

1) трансферт прибутку шляхом заниження або завищення цін закупівлі і продажу товарів і послуг, а також витрат на утримання персоналу;

- 2) використання ротаційних компаній;
- 3) маніпулювання міжнародними угодами;
- 4) зміна місця проживання шляхом переселення (часто фіктивного) в офшорний центр з метою несплати індивідуального прибуткового податку.

***Трансферт прибутку  
за допомогою заниження  
чи завищення цін***

---

Механізм переказу прибутку в офшорні центри за допомогою заниження чи завищення цін закупівлі і продажу товарів і послуг полягає в штучному маніпулюванні цими цінами. Точно так само можна маніпулювати витратами на утримання персоналу, фіктивно їх занижуючи або завищуючи. Іншими словами, витрати в процесі обігу товарів і послуг, а також витрати на утримання персоналу можуть бути диференційовані для певних контрагентів, об'єднаних міжнародними діловими зв'язками. Ступінь взаємозв'язку суб'єктів, які перебувають в офшорних центрах, залежить від організаційно-юридичної форми таких суб'єктів. Основні з них: торговельна компанія, холдингова компанія, довірчий фонд, довірча страхова компанія, судноходна компанія, авіалінії, офшорний банк, траст, офшорний університет.

Розмаїтість форм підприємницької діяльності, дозволених в офшорних центрах, полегшує їхнє взаємне поєднання і цілеспрямовану взаємозалежність. Усе це дозволяє на основі аналізу внутрішніх і світових цін маніпулювати ними, домагаючись одержання вигоди за рахунок несплати податків. Переказ (трансферт) прибутку може бути здійснений шляхом продажу товарів і послуг компанією, яка має резиденцію в країні з прогресивним оподаткуванням, своїй філії, яка міститься в офшорному центрі, за цінами, нижчими від їхньої фактичної вартості. Філії здійснюють подальший перепродаж цих товарів за вищими цінами.

Маніпулювання витратами товарообігу може відбуватися шляхом переказу філії, розташованої в офшорному центрі, складових частин певного продукту (наприклад, комплектуючих деталей якого-небудь механізму) за ціною, нижчою, ціни складеного з них товару, після чого філія компанії продає цей товар за вищою ціною. Трансферт прибутку можна здійснити також, штучно занижуючи чи завищуючи витрати на утримання самої компанії. Основні витрати на її утримання це: витрати обслуговування підприємств, відсотки з позик, інші платежі, наприклад, за ліцензії, за використання патентів і т.п. Витрати обслуговування — це різні платежі: заробітна плата, допомога, відшкодування

збитків, оплата за приміщення, витрати на дослідження, винагороди, витрати на транспорт і рекламу.

Переказ прибутку до філії, розташованої в офшорному центрі, здійснюється таким чином, що компанія з резиденцією в країні з прогресивним оподаткуванням надає своїй філії послуги за цінами, які значно перевищують ринкові. У такий же спосіб придбання патентів, ліцензій, товарних знаків тощо відбувається за цінами, які перевищують загальноприйняті. Так робиться переказ прибутку в компанію з резиденцією в офшорному центрі.

Виділення позик також може бути використане для завищення витрат компанії, розташованої в країні з високим рівнем податків. У випадку надання позик (зроблених у загальноприйнятих нормах міжнародного бізнесу) материнською компанією найчастіше виступає та, котра бере кредити у своїх філій, розташованих в офшорних центрах. Обслуговування боргу може бути зручним приводом для переказу прибутку від материнської компанії її філіям і назад залежно від того, платить боржник високі відсотки з позик у порівнянні з ринковими чи низькі.

Трансферт прибутку відбувається, коли компанія з резиденцією в країні з високим прогресивним оподаткуванням виплачує значні відсотки філіям, розташованим в офшорних центрах. Така операція призводить не тільки до трансферту відсотків з позик в офшорні центри, а й до зменшення прибутку материнської компанії, яка підлягає оподаткуванню за високими ставками. Іноді переказ прибутку від материнської компанії до філії, розташованої в офшорному центрі, відбувається таким чином, що перша робить оплату товарів і послуг, закуплених другою. Нарешті, трансферт прибутку здійснюється і таким чином, коли материнська компанія оплачує послуги, які взагалі не були надані їй філією з резиденцією в офшорному центрі, а є лише сфабриковані документи, які підтверджують виконання цих послуг.

***Ротаційна компанія  
як специфічний вид  
використання  
офшорних центрів***

---

Виникнення і саме існування цього виду бізнесу нерозривно пов'язані зі специфікою існування офшорних центрів. Тільки юрисдикція таких центрів може забезпечити умови й гарантії функціонування ротаційних компаній.

Сама функція цих компаній, більшість яких існує на папері, тобто фіктивно, полягає в «перекиданні» коштів чи цінних паперів з країни в

країну, причому часто все це супроводжується створенням ілюзії, начебто відбувається при цьому зміна власників грошових сум чи цінних паперів.

«Ротаційна» (чи передавальна компанія) характеризується такими рисами:

1. Засновник ротаційної компанії — незалежно від того, є він фізичною чи юридичною особою, володіє в ній усім пакетом акцій або більшою їхньою частиною, завдяки чому здійснює над нею повний контроль.

2. Ротаційна компанія повинна бути розміщена тільки в офшорному центрі, оскільки її створення дозволене тільки місцевим законодавством. Її податкова незалежність повинна бути повною, це означає, що всі можливі податки чи інші збори вона повинна виплачувати тільки в офшорному центрі. Ця компанія набуває загалом юридичної форми фінансової компанії і підпадає під мінімальні формальні обмеження.

3. Винятково велике значення надається джерелам, з яких ведуть походження її доходи, а також мета, якій вона слугує. Доходи компанії можуть виникати в країні ініціатора її створення, країні її головного акціонера чи в третій країні.

4. У певних випадках вона повинна бути іноземною компанією, яка не займається діяльністю в офшорному центрі й одержує доходи за межами центру, оскільки тільки в описаній ситуації вона може скористатися податковими привілеями.

Головною метою ротаційної компанії є зведення до мінімуму тієї частини прибутку, яка підлягає оподаткуванню. Головним методом проведення такої операції залишається напрям доходів, одержаних за межами офшорного центру, на рахунки ротаційної компанії, зареєстрованої в цьому центрі. Ця процедура найчастіше включає надання ротаційній компанії послуг як у матеріальній сфері, так і шляхом маніпулювання цінними паперами, ліцензійними правами й об'єктами інтелектуальної власності. Тут мова часто йде про операції, недоступні для контролю з боку податкових відомств, тому що в ряді випадків податковим службам буває навіть важко встановити, чи дійсно операції були проведені компанією. Компанії цього типу використовують також в операціях купівлі-продажу.

### ***Зміна місця проживання***

---

Надаючи клієнтам широку розмаїтість форм і видів підприємницької діяльності, адміністрація офшорних центрів не вимагає від власників або засновників компаній, щоб ті неодмінно проживали на території центрів. Проте зміна місця проживання останніми десятиліттями

стала поширеним способом втечі чи ухилення від сплати індивідуального прибуткового податку. Тому частішають випадки зміни місця проживання і переміщення (нерідко фіктивного) в юрисдикції з низьким індивідуальним оподаткуванням.

Вибір офшорного центру фізичною особою зводиться до альтернативи:

- збереження колишнього місця проживання в країні з високими податками і тимчасове переміщення на територію офшорного центру, або
- повне переселення з країни, громадянином якої є ця особа.

Чи можливо в другому випадку повернутися на колишнє місце проживання, не піддаючи себе штрафним санкціям з боку податкових органів? Взагалі це можливо, якщо до виїзду з країни в платника не було недоїмок і заборгованості з податків, а також якщо його відсутність за кордоном не перевищувала визначену в законі кількість днів.



## ЗАПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Які передумови виникнення світових фінансових центрів?
2. Які головні світові фінансові центри і в чому їхні особливості?
3. Які особливості офшорних зон у системі світових фінансових центрів?
4. Як можна класифікувати офшорні центри?
5. Охарактеризуйте типові офшорні центри.
6. Які особливості нетипових офшорних центрів?
7. Які існують способи використання офшорних центрів?

# РОЗДІЛ 3

---

## МІЖНАРОДНІ ФІНАНСОВІ РИНКИ

### ГЛАВА 6 МІЖНАРОДНИЙ ВАЛЮТНИЙ РИНОК

**Ключові поняття** Міжнародний валютний ринок; конверсійні операції; ринок спот; курс спот; спред; форвардний ринок; форвардний курс; хеджування; валютні ф'ючерси; валютні опціони; спекулятивні валютні операції; валютний арбітраж; відсотковий арбітраж; євробанки; євровалюта; ринок євровалют.

#### 6.1. Сутність міжнародного валютного ринку

---

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

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

Особливість цього ринку полягає в тому, що він:

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

Прямі зв'язки між головними центрами торгівлі валютами (Лондон, Нью-Йорк, Токіо, Франкфурт, Сінгапур) за допомогою телефонів, факсів і комп'ютерів перетворюють кожний з цих центрів на частину єдиного світового ринку, що функціонує цілодобово. Економічні новини, які з'являються в будь-який час доби, передаються по всьому світу і викликають негайну реакцію валютного ринку. Звичайно угоди вкладаються за усною домовленістю. За необхідності документи, які підтверджують угоду, надсилаються пізніше. Вирішальним чинником є швидкість отримання необхідної інформації, оскільки курси валют змінюються протягом лічених секунд.

Головні учасники міжнародного валютного ринку — комерційні банки, корпорації, які займаються міжнародною торгівлею, небанківські фінансові установи (фірми з управління активами, страхові компанії), центральні банки.

Центральною ланкою міжнародного валютного ринку є комерційні банки, оскільки більшість операцій з валютами передбачає обмін банківськими депозитами, деномінованими в різних валютах.

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

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

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

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

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

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

Процес арбітражу, коли учасники ринку купують валюту, вартість якої падає, і продають валюту, вартість якої перевищує обмінний курс в інших ринкових центрах, породжує тенденцію закону однієї ціни.

Залежно від рівня організації валютного ринку розрізняють біржовий та позабіржовий валютні ринки. Біржовий ринок представляють валютні біржі, а позабіржовий, який ще називається міжбанківським, — банки, фінансові установи, підприємства та організації.

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

Діяльність міжбанківського ринку безпосередньо пов'язана із здійсненням валютних операцій. На нього припадає близько 90 % обороту іноземної валюти.

Більшість валютних операцій припадає на міжбанківську торгівлю. Валютні курси, що публікуються в газетах, є міжбанківськими, тобто курсами, котрі банки запитують один у одного. Міжбанківські «оптові» курси нижчі від «роздрібних» курсів для клієнтів. Різниця становить доход банку за надану послугу.

Транснаціональні корпорації для здійснення операцій у різних країнах купують необхідну їм валюту на міжнародному валютному ринку. Участь центральних банків в операціях на міжнародних валютних ринках здійснюється у вигляді валютних інтервенцій.

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



Міжнародний валютний ринок оперує надзвичайно великою грошовою масою. Обсяг його перевищує 700 трлн дол. за рік, а щоденний оборот становить понад 4 млрд дол., 20 % з яких припадає на азійський ринок, 40 % — на європейський і 40 % — на американський [67, с 63].

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

## 6.2. Угоди на міжнародному валютному ринку

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

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

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

До конверсійних операцій належать:

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

### ***Валютні операції на умовах спот***

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

допомогою електронних засобів конвертування валют відбувається в день укладення угоди.

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

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

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

Банківські і дилерські курси покупця — це ті ціни, котрі банк, дилер готові заплатити за іноземну валюту. Курси продавця — це ціни, за якими банк, дилер готові продати іноземну валюту. Ці два курси котируються парами. Наприклад, якщо банк котирує долар як 5,437 — 5,598, то це означає, що він готовий купити долари за 5,437 грн за 1 долар і продати їх за 5,598 грн за 1 долар. Вища ціна завжди відноситься до ціни продавця, а нижча — до ціни покупця. Різниця між цими курсами називається абсолютним спредом. Він слугує для покриття витрат банку і для страхування валютного ризику. При нестабільності валютного ринку або в період валютної кризи спред може збільшитися від 2 до 10 разів порівняно з «нормальним» спредом 0,05—0,09 % від котиrowаного курсу.

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

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

У нашому прикладі спред становить:

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

На розмір спреду впливають такі чинники: статус контрагента і характер відносин між контрагентами (розмір спреду більший для постійних клієнтів банку), ринкова кон'юнктура (розмір спреду, як правило, більший у випадку швидкої зміни валютного курсу), котиrowана валюта та ліквідність ринку, сума угоди (у разі угод на великі суми використовується менший спред).

Валютні операції з негайною поставкою найбільш розповсюджені і становлять майже 60 % обсягу валютних угод міжбанківського ринку. Ці операції підлягають обов'язковому виконанню сторонами. Вони використовуються передусім, щоб негайно отримати валюту для здійснення зовнішньоторговельних розрахунків.

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

### **Валютні форвардні операції**

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

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

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

Візьмемо 30-денний форвардний контракт з курсом 1,919 дол. за англійський фунт стерлінгів за курсом «спот» 1,900. Перевищення форвардного курсу над курсом «спот» становитиме у відсотках:

$$\frac{1,919 - 1,900}{1,900} = 0,01,$$

або одну відсоткову місячну надбавку. Аналогічно обчислюється перевищення курсу «спот» над форвардним курсом, тільки величина буде від'ємною, що означає скидку.

Термінові угоди здійснюються для досягнення таких цілей:

- реальна продаж або купівля валюти;

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

Спекулятивні операції можуть здійснюватися без наявності валюти.

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

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

Однією з таких альтернатив є угода «своп», що є комбінацією поточної (готівкової) і термінової операції. Валютна операція «своп» поєднує купівлю-продаж двох валют на умовах негайної поставки (продажу) валюти за курсом «спот» з одночасною форвардною угодою щодо купівлі цієї ж валюти за курсом з урахуванням премії або дисконту в залежності від руху валютного курсу. Операція «своп» використовується для:

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

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

Валютні ф'ючерси

У 70-х роках на ряді бірж з'явилися ф'ючерсні і опціонні валютні операції — нова спеціальна форма спекулятивних угод і хеджування валютних ризиків з великими банками. На угоди з валютними ф'ючерсами та опціонами припадає близько 20 % обсягу валютної торгівлі.

Ринки валютних ф'ючерсів та опціонів є ринками похідних валютних інструментів, оскільки торгується не сама валюта, а валютні інструменти (зобов'язання).

Валютні ф'ючерси — це угоди з купівлі-продажу валют у майбутньому між двома сторонами за раніше обумовленим курсом, які укладаються на біржовому ринку.

Біржа, на якій торгують ф'ючерсами, щоденно обмежує коливання валютних курсів.

Валютні ф'ючерси є форвардними контрактами, тобто передбачають майбутній обмін валютами. Однак строки, а головне, умови обміну відрізняються від умов форвардних контрактів, що дає змогу гнучкіше уникати валютних ризиків.

Відмінність полягає в такому:

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

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

$$M = pK(C - C_T), \quad (6.1)$$

де  $M$  — спред (позитивний або негативний);

$p = 1$  у разі продажу;  $p = -1$  у разі купівлі валюти;

$K$  — кількість контрактів;

$C$  — курс валюти на день укладення угоди;

$C_T$  — курс котирування валюти поточного робочого сеансу (на день виконання угоди).

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

$$M = p(C_{\text{п}} - C_{\text{т}}), \quad (6.2)$$

де  $C_{\text{п}}$  — курс котирування попереднього робочого сеансу.

Хід торгівлі валютними ф'ючерсами проілюструємо таким прикладом [85, с. 41—73].

Інвестор вважає, що вартість 1 англійського фунта, обчислена в доларах, протягом наступних трьох місяців опуститься нижче 1,60 дол. Аналіз цін валютних ф'ючерсів в «Уолл стріт джорнал» показує, що березневі ф'ючерсні контракти на англійські фунти продані з котирувкою 1,9050 дол. за 1 фунт. Брокер інвестора пояснює, що березневий ф'ючерсний контракт на англійські фунти вимагає, щоб 62500 фунтів були поставлені в третю середу березня. Гарантійний внесок, що вимагається з інвестора, дорівнює 2000 дол., а розмір додаткового забезпечення контракту — 1500 дол.

Оскільки наш інвестор вважає, що вартість англійського фунта падатиме, то він може очікувати отримання прибутку, продаючи ф'ючерсні контракти. Якби він вважав, що вартість фунта зросте, він хотів би їх купити. Відтак інвестор вніс 2000 дол. як початковий гарантійний внесок і проінструктував свого брокера продати з найняттям строкової позиції гри на зниження першоберезневого ф'ючерсного контракту на англійські фунти за ціною 1,9040 дол. за 1 фунт і, якщо пощастить, вищою. Оскільки цей продаж без покриття на строк, тобто за відсутністю у продавця контракту на момент продажу, інструкція продавати за ціною 1,9040 дол. за 1 фунт і вищою означає, що брокер здійснить продаж лише в тому випадку, якщо ціна за ф'ючерс дорівнюватиме 1,9040 дол. за 1 фунт і вище. Брокер інвестора бере комісійні в розмірі 15 дол. і інструктує брокера, який працює в біржовій залі валютного ринку, продати один ф'ючерсний контракт, що той і робить, відшукавши покупця, готового купити цей контракт за ціною 1,9048 дол. за 1 фунт.

Припустимо, що в кінці дня остання операція фунтовими ф'ючерсами відбулася за ціною 1,9030 дол. за 1 фунт. Валютний ринок діє як розрахункова палата і переоцінює відповідно до поточних цін усі ф'ючерсні контракти. За допомогою електронних засобів усі контракти інвесторів змінюються на нові за ціною 1,9030 дол. за 1 фунт. Термінова позиція для гри на зниження за вартості англійського фунта в 1,9048 дол., котру займав наш інвестор, змінилась новою позицією для гри на зниження за ціною фунта в 1,9030 долара, і розрахункова палата додає на рахунок інвестора 0,0018 дол. за кожний з 62 500 анг-

лійських фунтів або  $(0,0018) \cdot (62\,500) = 112,50$  долара. Якщо інвестор хоче, то наступного дня він може зняти цей приріст зі свого рахунка.

Наступного дня контракти починають продаватися з ціни 1,9030 дол. за 1 фунт. Припустимо, що в підсумку ціна на момент закриття біржі в цей день піднялася до 1,9160 дол. за 1 фунт. Розрахункова палата знову переоцінює всі контракти відповідно поточних цін. Втрата  $(1,9160 - 1,9030) = 0,0130$  дол. за кожний фунт призведе до зняття з рахунка інвестора  $(0,0130) \cdot (62\,500) = 812,50$  дол. Це призведе до того, що її баланс становитиме  $(2112,50 - 812,50) = 1300$  дол., що нижче потрібного баланс підтримки в 1500 дол. Наш інвестор отримав вимогу про внесення додаткового забезпечення, згідно з яким інвестор повинен привести свій баланс підтримки у відповідність з потрібною величиною в 1500 дол., тобто депонувати 200 доларів. Якщо він цього не зробить, то його контракт буде ліквідовано, а його рахунок стане на 1300 дол. меншим за будь-яких втрат, котрі можуть статися наступного дня.

Припустимо, що наш інвестор реагує на вимогу про внесення додаткового забезпечення депонуванням 200 дол., але втратив довіру до біржової гри і хоче анулювати наступного дня свою позицію. Він зможе зробити це, купивши один безрезневий ф'ючерсний контракт на англійські фунти. Для цього не потрібно ніяких додаткових депонувань коштів. У кінці дня розрахункова палата викличе рахунок цього клієнта і зіставить його позиції в іграх на підвищення і зниження й анулює обидва контракти. Як уже зазначалося, в такий спосіб погашається більшість ф'ючерсних контрактів. До строку виконання «доживають» менше 1 відсотка. Щоб перетворити прибуток у готівку, гравцям на біржі не потрібно постачати іноземну валюту. Клірингові операції, які проводяться протягом ночі, щоденно переводять у «живі» гроші придбання і втрати власників ф'ючерсних опціонів.

### ***Валютні опціони***

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

операція вигідна — зробити обмін, якщо операція не вигідна — відмовитися від нього. Покупець опціону має більше прав і менше обов'язків, а продавець — більше обов'язків і менше прав.

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

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

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

Опціони як вид хеджування привабливіші, ніж форвардні і ф'ючерсні контракти, але вони мають високу ціну виконання — ціну, за якою відбувається поставка стандартної кількості валюти. Покупець опціону повинен платити високу надбавку до них, котра фіксується в опціонному контракті.

Візьмемо, наприклад, опціон на купівлю через 3 місяці 31250 фунтів стерлінгів за ціною 1,90 дол. за 1 фунт. Три місяці — це строк погашення опціону. Його власник має право придбати протягом (або після закінчення) цього строку 31250 фунтів за ціною 1,90 дол. за 1 фунт, котра називається ціною виконання опціону.

Внутрішня вартість опціону визначається як різниця між тією величиною, котру довелось би заплатити за стандартну кількість валюти (за ринковим обмінним курсом) без опціону, і тією, котру потрібно заплатити при використанні опціону (ціна виконання опціону). Якщо ринковий курс фунта стерлінга в даний час дорівнює 2 дол., то внутрішня вартість опціону  $(2,00 - 1,90) = 0,10$  дол. за 1 фунт, тобто 3125 дол.  $(31\,250 \times 0,10)$ . Внутрішня вартість опціону не може бути від'ємною, оскільки виконання опціону не обов'язкове. Якщо ринковий курс англійського фунта знизився нижче ніж 1,90 дол., то внутрішня вартість опціону стане нульовою.

Внутрішня вартість опціону вказує на можливість отримати прибуток при його негайному виконанні.



Покупець опціону своєму продавцеві за набуте право скористатися опціоном сплачує премію. Таким чином, менше прав продавця компенсується премією.

Премія опціону — це різниця між ринковою ціною опціону і його внутрішньою вартістю. Так, якщо опціон продається за 0,15 дол. за 1 фунт, надбавка становитиме 0,05 дол. за 1 фунт ( $0,15 - 0,10$ ), тобто 1562,5 дол. ( $0,05 \cdot 31,250$ ).

Покупці згодні платити премії, оскільки існує імовірність отримання великих прибутків, якщо валютні курси підвищаться, а можливі втрати у випадку зниження курсу обмежені початковими витратами.

Премія опціону залежить від ціни виконання опціону, поточного валютного курсу (курсу спот), строку виконання опціону, ступеня стабільності валюти опціонного контракту, співвідношення попиту та пропозиції на опціон.

Опціон принесе прибуток власнику в таких випадках:

- для опціону «кол», якщо ціна виконання опціону нижча від ціни стандартної кількості валюти за опціоном на ринку;
- для опціону «пут», якщо ціна виконання опціону вища від ціни стандартної кількості валюти за опціоном на ринку.

### Спекулятивні валютні операції

Спекулятивні операції здійснюються на ринку спот і строковому ринку. Валютного спекулянта не цікавить реальність валютних курсів і наслідки, до яких можуть призвести спекулятивні операції. Для нього валюта — такий самий біржовий товар, як акції, сировина тощо. Спекулянт цікавить можливість отримати прибуток внаслідок зміни в короткочасній перспективі валютного курсу.

Спекулянти валют впливають на стан валютного ринку цілеспрямовано, купуючи або продаючи валюту, щоб добитися зниження валютного курсу або його підвищення. Граючи на підвищення або зниження курсу валют, вони можуть отримати прибуток або зазнати збитків. Валютна спекуляція досягає інколи таких масштабів, що їй безсилі протистояти валютні інтервенції центральних банків, хоча вони можуть здійснюватися на декілька мільярдів доларів на день.

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

Якщо спекулянт грає на зниження курсу валюти, то він бере позику в іноземній валюті на певний строк, продає її за високим курсом

(обмінює на національну валюту), а отримані кошти кладе на депозит у банку для отримання відсотків. Після закінчення строку позики, якщо курс спот іноземної валюти знизився, спекулянт купує іноземну валюту за низьким курсом для повернення позики. Прибуток спекулянта в цьому випадку дорівнює різниці між курсом спот при продажі і купівлі іноземної валюти.

Спекуляція на форвардному валютному ринку більш поширена і ґрунтується на припущенні про підвищення валютних курсів «спот» у майбутньому порівняно з форвардним курсом. Щоб уникнути ризику помилки щодо майбутнього курсу «спот», професійний спекулянт валютою укладає тисячі форвардних валютних угод, і, якщо передбачення про загальний характер змін валютних курсів будуть правильні, його операції виявляться прибутковими.

Використовуються для спекуляції і валютні опціони. Спекулянт-покупець має можливість або використати опціон, або дозволити строкові по ньому сплинути. Він використовує опціон, якщо це йому вигідно, тобто коли ціна виконання опціону буде вигідніша від ринкової. При підвищенні валютного курсу «спот» спекулянт—власник опціону «кол» зможе отримувати дедалі більший прибуток. При зниженні валютного курсу «спот» даної валюти власник опціону може його використати до закінчення його строку. В цьому випадку збитки обмежуються величиною втраченої премії.

Спекулянт—власник опціону «пут» прагне продати валюту за ціною виконання опціону в той момент, коли вона буде вищою ринкової.

У спекулятивних операціях беруть участь банки, фірми, ТНК. Спекулятивні операції, спрямовані на зниження або підвищення курсу валют, часто досягають десятків мільярдів доларів протягом декількох днів.

Валютна спекуляція значно посилилася в умовах плаваючих валютних курсів, оскільки їхні коливання зросли.

Спекуляція на валютних курсах є однією з легальних форм валютного бізнесу, але вона часто негативно впливає на грошово-кредитну сферу та економіку в цілому. Спекуляція дестабілізує макроекономіку, коли спекулянти продають валюту, курс якої низький, сподіваючись, що він ще більше впаде. В той же час спекулятивні операції можуть стабілізувати макроекономіку, якщо спекулянти купуватимуть валюту, коли її курс низький, розраховуючи на його зростання в майбутньому.

Аналогічно з валютною спекуляцією діє прискорення або затримка платежів у певній валюті («лідз енд легз») з метою отримання прибутку.

Маніпулювання строками міжнародних розрахунків здійснюється в очікуванні різкої зміни валютного курсу, відсоткових ставок та інших

обставин. Наприклад, імпортери, побоюючися зниження курсу національної валюти, прагнуть прискорювати платежі або купувати на строк іноземну валюту, оскільки вони програють при підвищенні курсу останньої. Експортери, навпаки, затримують одержання або переказ одержаної іноземної валюти і не здійснюють продажу на строк майбутніх надходжень.

Операції «лідз енд легз» широко використовуються ТНК і ТНБ при розрахунках між їхніми філіями і відділеннями в різних країнах.

### ***Арбітражні операції***

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

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

Валютний арбітраж — це операція купівлі валюти на одному ринку з її одночасним продажем на іншому ринку та отримання прибутку на різниці валютних курсів.

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

Арбітражна операція, яку здійснює арбітражер, дає змогу отримати прибуток майже без ризику і не потребує інвестицій. Так, банк А (арбітражер) надає клієнту послуги з купівлі-продажу валюти. Клієнт вважає, що ціна англійського фунта стерлінгів зростатиме відносно долара США. Він подає заявку до банку А на купівлю фунтів стерлінгів і вказує суму. Дилер банку зв'язується з банком-партнером В і отримує двостороннє котирування 1,4250/1,4255. Перед тим як надати це котирування клієнту, він включає до нього свої комісійні і надає клієнту нове котирування: 1,4248/1,4257. Потім банк А купує фунти у банку В за курсом 1,4255, продає їх клієнтові за курсом 1,4257 і отримує прибуток на різниці курсу (1,4257 – 1,4255) без ризику. Ця операція здійснюється за рахунок коштів клієнта банку А, який для проведення цієї операції не інвестує кошти [3, с. 292].

Валютний арбітраж буває часовий та просторовий. При просторовому арбітражі арбітражер отримує прибуток завдяки різниці в цінах

спот на ринках, розташованих у «різних просторах». При часовому валютному арбітражі прибуток отримується від різниці валютних курсів у часі (наприклад, валюта купується за курсом спот, розміщується на певний строк на депозиті і по закінченні цього терміну продається на цьому самому ринку за іншим курсом спот).

Відсотковий арбітраж пов'язаний з операціями на ринку капіталів.

Ризик зміни валютного курсу виникає не тільки для експортерів та імпортерів товарів та послуг, а й для інвесторів. Для того щоб здійснити інвестицію за кордон, слід спочатку конвертувати національну валюту у валюту країни, в яку здійснюється інвестиція. Коли настане час репатріювати прибуток або весь вкладений капітал, то валютний курс може стати нижчим, ніж у момент здійснення інвестицій, що завдасть збиток. Найчіткіше цей ризик можна бачити на прикладі портфельних інвестицій у формі короткострокових банківських депозитів або придбання урядових цінних паперів. Короткостроковий капітал мігрує з країни в країну за причини різних відсоткових ставок і тим самим здійснює валютний арбітраж. Однак для здійснення інвестиції національна валюта повинна бути переведена у валюту країни, куди здійснюється інвестиція. Внаслідок цього виникає валютний ризик. Його можна покрити за рахунок механізму форвардних контрактів.

Таким чином, в основі відсоткового арбітражу є прагнення економічних суб'єктів (інвесторів) вкласти наявну суму грошей у валюту, що приносить найбільший прибуток. Валютний ризик, пов'язаний із вкладенням коштів за межі вітчизняного валютного ринку, можна зменшити завдяки укладанню зворотної угоди на строк. Інвестор порівнює відсотковий прибуток, який він отримує у своїй країні, з прибутком, вираженим у вітчизняній валюті, від вкладення коштів за кордоном. Інвестор, крім іноземної відсоткової ставки, враховує також значення поточного та строкового валютних курсів.

Відсоткові ставки в різних країнах рідко збігаються за розміром. Діапазон їх на різних ринках світу досить широкий. Інвестори прагнуть перемістити кошти з ринку з низькою відсотковою ставкою на ринок з більш високою. Для цього вони здійснюють операцію відсоткового арбітражу. Якщо інвестори хочуть зберегти капітал і отримати прибуток, вони робитимуть покритий (забезпечений) арбітраж. Покритий відсотковий арбітраж передбачає обмін однієї валюти на іншу. Відбувається процес позичання грошових коштів в одній країні і конвертація їх у валюту іншої країни, в котрій ці кошти віддаються в кредит. Забезпечення означає, що ризик зворотної конвертації у валюту, в якій була надана позика, для оплати позики з настанням строку платежу, усувається з придбанням цієї валюти на форвардному ринку. Од-

ночасна купівля валюти на умовах «спот» та її форвардний продаж, тобто операція «своп», зменшує або усуває операційний ризик. «Своп» має ціну. Ця ціна (витрати) повинна бути вирахована з різниці відсоткових ставок валют, з якими здійснюється арбітраж, щоб отримати чистий прибуток.

Розглянемо порядок вибору відсоткового арбітражу для визначення вигідності того чи іншого його варіанта (табл. 6.1) [92, с. 99—100].

Таблиця 6.1

**ВИБІР ВІДСОТКОВОГО АРБІТРАЖУ  
(ПОГАШЕННЯ ЧЕРЕЗ 3 МІСЯЦІ, 1993 Р.)**

Грошовий ринок	Ціна або прибуток від «свопу» в перерахунку за рік	Валюта	Відсоткова ставка на місцевому грошовому ринку	Різниця між відсотковою ставкою на місцевому ринку і в Нью-Йорку	Чистий прибуток від арбітражу*
Мілан	5,1	Ліра	8,32	5,07	-0,03
Париж	3,3	Фр.франк	6,50	3,25	-0,05
Франкфурт	2,8	Нім.марка	6,08	2,83	0,03
Амстердам	2,4	Гульден	5,62	2,37	-0,03
Лондон	2,0	Фунт стерлінгів	5,25	2,00	0,00
Цюріх	0,9	Швейцарський франк	4,25	1,00	0,10
Нью-Йорк	0,0	Американський долар	3,25	0,00	—
Токіо	1,2	Єна	2,06	-1,19	0,01

\* Мінус означає від'ємний прибуток від переміщення коштів з Нью-Йорка.

Розглянемо два варіанти переміщення грошових коштів: з Нью-Йорка в Цюріх та з Нью-Йорка в Париж.

Чистий прибуток від арбітражу коштів з Нью-Йорка в Цюріх = відсотковий спред (різниця відсоткових ставок валют, з якими здійснюється арбітраж) мінус ціна свопа ( $4,25\% - 3,25\%$ ) -  $0,9\% = 0,10\%$ .

Чистий прибуток від арбітражу з Нью-Йорка в Париж — ( $6,50\% - 3,25\%$ ) -  $3,30\% = -0,05\%$ . Чистий прибуток буде від'ємним. В усіх випадках позитивного прибутку він буде незначним.

Оскільки операція відсоткового арбітражу пов'язана з попитом і пропозицією як на спотові, так і на форвардні угоди, ця операція впливає на спотові і форвардні обмінні курси [85, с. 84—86].

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

- 1) позика долара і конвертування його у валюту країни  $B$ ;
- 2) надання кредиту в країні  $B$ ;
- 3) укладення форвардного контракту на момент закінчення кредиту на зворотний обмін валюти країни  $B$  на долари.

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

$\$(1 + r_{us})$ , де  $r_{us}$  — ставка відсотка в США. Банк отримає в країні  $B$ :

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

Оскільки кількість іноземної валюти ( $B$ ) дорівнює кількості запозичених доларів ( $\$$ ), поділений на курс «спот»  $(\$/B)_t$ , тобто  $B = \$/(\$/B)_t$ , то кількість зароблених грошей дорівнює:  $(\$/(\$/B)_t) \times (1 + r_b)(\$/B)_{t+1}$ .

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

$$\text{Прибуток} = \{[\$/(\$/B)_t] \times (1 + r_b) \times (\$/B)_{t+1}\} - \$(1 + r_{us}) \quad (6.3)$$

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

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

Рівняння (6.4) описує рівновагу, котра викликана арбітражними діями.

Якщо розділити обидві сторони рівняння (6.4) на  $\$(1 + r_{us})$ , то отримаємо

$$(\$/B)_{t+1}/(\$/B)_t = (1 + r_{us})/(1 + r_b). \quad (6.5)$$

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

Співвідношення між курсами «спот», форвардними курсами і відсотковими ставками, виражене рівністю (6.5), називається **паритетом відсоткових ставок**.

Паритет відсоткових ставок виражається такою формулою:

$$(1 + f) = (1 + r_{us}) / (1 + r_b), \quad (6.6)$$

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

$$f = \{(\$ / B)_{t+1} - (\$ / B)_t\} / (\$ / B)_t, \quad (6.7)$$

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

$$\begin{aligned} (1 + r_{us}) / (1 + r_n) - 1 &= f, \\ \text{або } (1 + 0,08) / (1 + 0,06) - 1 &= 0,0189. \end{aligned}$$

Відношення форвардного курсу до спотового для євро становитиме 1,0189.

Установлюючи ставки форвардних курсів для своїх клієнтів, банки спираються на паритет відсоткових ставок. Відхилення від паритету відсоткових ставок можуть бути спричинені перешкодами, які чиняться арбітражу.

Отже, відсотковий арбітраж ґрунтується на використанні банками різниці між відсотковими ставками на різних ринках. Власник валюти прагне одержати вищий прибуток, ніж який він мав би отримати, вкладаючи її безпосередньо без обміну на іншу валюту. Відсотковий арбітраж полягає в отриманні позики на іноземному ринку капіталів, де відсоткові ставки нижчі, і розміщення еквівалента запозичень іноземної валюти на національному ринку капіталу, де відсоткова ставка вища. Ризики від зміни валютних курсів можуть бути знижені шляхом укладання форвардних контрактів на обмін валюти на строк дії позики або депозиту.

### **6.3. Урядове втручання в діяльність валютних ринків**

Уряди можуть впливати на обмінний курс своїх валют: а) купуючи і продаючи на валютному ринку великі партії іноземної валюти; б) проводячи економічну політику, яка впливає на зміну попиту

і пропозиції національної валюти; в) укладаючи міжнародні договори, що мають відношення до обмінних курсів.

Підтримати обмінний курс на певному рівні може центральний банк за допомогою валютної інтервенції. Для цього центральний банк повинен вести торгівлю валютою за фіксованим курсом з приватними агентами міжнародного валютного ринку. Наприклад, щоб утримати курс долара до гривні на рівні 4,00 грн за 1 дол., Національний банк України повинен мати можливість і купувати гривні за цим курсом на свої доларові резерви в будь-яких обсягах, що диктуються ринком. Якщо ж потрібно запобігти зростанню вартості національної валюти, центральний банк повинен продавати достатню її кількість, щоб задовольнити надлишковий попит.

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

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

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

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

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

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

Податково-бюджетна політика може бути обмежувальною і експансіоністською.



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

**Експансіоністська** податково-бюджетна політика у формі збільшення державних витрат або збереження податків, або будь-якої комбінації цих двох напрямів приводить до збільшення сукупного попиту. Це зумовлює зростання імпорту і, відповідно, більшу пропозицію валюти, завдяки чому знижується обмінний курс.

Щоб досягти макроекономічної стабілізації, центральний банк за фіксованих валютних курсів не може використати кредитно-грошову політику. Однак податково-бюджетна політика за фіксованих курсів ефективніша, ніж за плаваючих.

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

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

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

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

## 6.4. Ринок євровалют

---

Ринок євровалют (євроринок) є специфічним сектором валютного ринку. Якщо валютний ринок — це ринок, де здійснюється продаж і купівля валюти в країні її походження, то євровалютний ри-

нок — це ринок депозитно-позичкових операцій в іноземній валюті за межами країни походження цієї валюти.

Євровалютний ринок (у широкому значенні) включає ринки євродепозитів, єврокредитів, єврооблігацій, євроакцій, євровекселів тощо<sup>11</sup>. Це універсальний міжнародний ринок, що поєднує елементи валютних, кредитних операцій та операцій з цінними паперами.

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

Євровалюти, функціонуючи на світовому фінансовому ринку, зберігають форму національних грошових одиниць, а приставка «євро» свідчить лише про те, що національна валюта не контролюється національними валютними органами.

Ринок євровалют виник завдяки потребам фірми інвесторів, деяких країн, а не рішенням урядів. Він розпочав функціонувати із середини 50-х років, коли в Західній Європі з'явився ринок євродолара. Передумовами розвитку цього ринку були:

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

Це привело до встановлення на національних європейських валютних ринках сприятливих умов для здійснення операцій з депозитами нерезидентів. Країни Західної Європи відчували гострий доларовий дефіцит і всіляко заохочували приплив коштів на рахунок нерезиден-

<sup>11</sup> На практиці часто під ринком євровалют (у вузькому значенні) розуміють механізм здійснення лише короткострокових операцій на євrorинку.

тів у своїх банках, оскільки такі депозити слугують валютним кредитом для країн, що приймають ці депозити. Відтак рахунки іноземців звільнялися від оподаткування і обов'язкового резервування частини коштів у місцевому центральному банку. Щоб відрізнити припливаючі на рахунки нерезидентів в європейські банки «безгоспні» валюти від грошових одиниць, контрольованих емітуючими їх центральними банками, вони отримали приставку «євро», котра вперше стала додаватися до доларів США, а вже потім, у міру освоєння їх євроринком, і до інших вільно використовуваних валют.

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

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

Специфіка євроринку:

1. Наднаціональний характер функціонування. Євроринок не підпадає під дію місцевого законодавства, перебуває поза сферою національного і міжнародного контролю. Його особливість полягає у відсутності резервних вимог з депозитів і кредитів (за винятком окремих країн), а також лімітів на розмір відсоткових ставок. Це сприяє неконтрольованому руху величезних мас позичкового капіталу, минаючи державні кордони і регламентацію (вторгнення «гарячих» грошей, «втечу» капіталів), збільшенню спекулятивних операцій.

Спроби контролю над євроринком не позначались успіхом.

І якщо, з одного боку, євроринок стимулює розвиток світогосподарських зв'язків, інтернаціоналізацію зовнішньоекономічної діяльності країн, що сприяє зростанню продуктивних сил, то, з другого боку, він є чинником нестабільності як світової економіки в цілому, так і національних економік.

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

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

Найбільші банки, що працюють на ринку євровалют (загальний розмір їх активів становить 5941 млрд дол.), наведено в табл. 6.2.

Таблиця 6.2

### НАЙБІЛЬШІ ЄВРОБАНКИ СВІТУ

Країна	Назва банку	Розмір активів, млрд дол.
Німеччина	Deutsche Bank/ Bankers Trust	843
Швейцарія	UBS	789
США	Citigroup	703
Японія	Bank of Tokyo-Mitsubishi	653
США	Bank America	570
Китай	Industrial and Commercial Bank of China	489
Нідерланди	ING Group NV	480
Швейцарія	Credit Suisse Group	473
Велика Британія	HSBC Holdings	473
Японія	Sumitomo Bank	468

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

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

ТНБ постійно збільшують кількість своїх установ у зарубіжних країнах, у яких вони конкурують із національними банківськими системами. Міжнародна діяльність ТНБ різноманітна. Вона залежить як від стратегії банку та правил, що діють у кожній країні, які можуть обмежувати банківську діяльність.

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

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

5. Використання новітньої комп'ютерної технології. Операції на євроринку здійснюються телефоном, телефаксом з обміном того самого дня телеграфним підтвердженням, котре є єдиним документом.

#### 6. Специфіка відсоткових ставок:

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

#### 7. Емісія і операції з:

- ◆ єврооблігаціями (з 70-х років), які розміщуються одночасно на ринках різних країн і використовуються ТНК для фінансування інвестицій, державою — для покриття дефіциту Держбюджету і рефінансування старих позик;

- ◆ євроекселями (з 1981 р.);

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

Отже, ринок євровалют і валютний ринок мають багато спільних рис, завдяки чому банки-дилери працювати на обох ринках. Провідну роль на цих ринках відіграють одні й ті самі іноземні валюти. Однак між ринками існує і відмінність: на євровалютному ринку предметом угод є термінові депозити з нарахуванням відсотка, а на валютному — депозити до запитання без нарахування відсотка.

Головна привабливість ринку євровалют — відсутність державного регулювання, що дає змогу євробанкам пропонувати на євровалютні депозити вищі відсоткові ставки, ніж на вклади, зроблені у вітчизняній валюті, а також дозволяє банкам брати з позичальників вищий відсоток за користування євровалютою, ніж за позику у вітчизняній валюті. Крім того, в операціях з іноземною валютою банкам надається набагато більша свобода дій. Євровалютний ринок має й недоліки. Так, при регульованій банківської системи ймовірність втрати вкладів у разі банкрутства банку незначна, а при нерегульованій системі, якою є євrorинок, така ймовірність зростає. На ринку валютного обміну позичання компанією коштів у євровалютах може бути ризикованим. Від ризику можна застрахуватися, уклавши форвардний контракт, але абсолютної гарантії він не дає.

У наші дні євровалютний ринок набув величезних масштабів (обсяг його становить близько 700 трлн дол. на рік). Значна мобільність коштів на цьому ринку завдяки великим масштабам операцій суттєво впливає на валютний стан світового фінансового середовища. Ринок

охоплює всі великі міжнародні банки, фінансові центри всього світу і всі конвертовані валюти.

На Європу припадає близько 50 % операцій ринку євровалют. Головним фінансовим центром євровалютного ринку є Лондон (понад 20 % світового обсягу операцій у євровалюті). Існує понад 35 центрів євровалютного ринку. До найбільших, окрім Лондона, належать Токіо (близько 20 % обсягу угод ринку), Нью-Йорк, Франкфурт-на-Майні (по 10 %), Париж (7 %), Цюрих — Женева (6 %), Люксембург (4 %), Амстердам, Брюссель (по 3 %).



### ЗАПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. У чому полягає сутність валютного ринку?
2. Що розуміють під конверсійними операціями?
3. Які є види конверсійних операцій?
4. Які особливості ринку спот?
5. У чому полягає специфіка форвардного ринку?
6. Охарактеризуйте операції своп.
7. Які відмітні риси ф'ючерсного ринку?
8. Чим відрізняються валютні опціони від валютних ф'ючерсів?
9. У чому полягає сутність спекулятивних валютних операцій?
10. Розкрийте зміст арбітражних операцій на валютному ринку.

# ГЛАВА 7

## МІЖНАРОДНИЙ КРЕДИТНИЙ РИНОК

**Ключові терміни** Міжнародний ринок позичкових капіталів; міжнародний кредитний ринок; боргові зобов'язання; комерційний та фінансовий кредит; факторинг; форфейтинг; лізинг; відсоткова ставка; вартість кредиту; ринок єврокредитів; роловерні та синдиковані єврокредити; міжнародна офіційна допомога країнам, що розвиваються.

### 7.1. Сутність міжнародного кредитного ринку

Однією із складових світового фінансового ринку є міжнародний ринок боргових зобов'язань (ринок позичкових капіталів). Це специфічна сфера ринкових відносин щодо обігу боргових зобов'язань, які гарантують кредиторів право стягувати борг з боржника.

Боргові зобов'язання за методологією Всесвітнього банку виступають у різних формах (рис. 7.1).

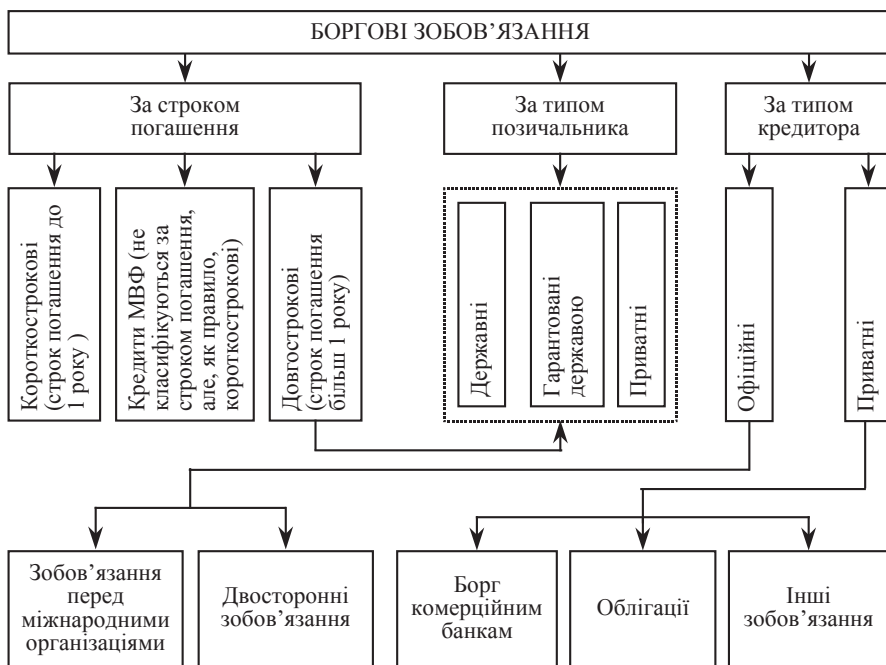


Рис. 7.1. Форми боргових зобов'язань на міжнародному ринку позичкових капіталів

Міжнародний ринок боргових зобов'язань умовно поділяють на міжнародний кредитний ринок (ринок банківських кредитних зобов'язань) та міжнародний ринок боргових цінних паперів, на якому обертаються фінансові інструменти, що засвідчують боргові відносини між кредиторами та позичальником (облігації, ноти, комерційні папери тощо). Головною ознакою такого поділу є можливість або неможливість вільної купівлі-продажу фінансових зобов'язань або фінансових інструментів (угоди щодо обміну сьогоденної вартості на майбутню можуть оформлюватися у вигляді цінних паперів, які можуть бути предметом вільної купівлі-продажу, а кредитні угоди, тобто зобов'язання позичальника перед кредитором, не є предметом вільної купівлі-продажу). Кожен з ринків включає євrorинок як частину міжнародного ринку позичкових капіталів [22, с. 167; 26, с. 380—387; 30, с. 111; 47, с. 55].

Суб'єктами міжнародного кредитного ринку виступають комерційні банки, корпорації, фінансові посередники, небанківські фінансові організації (страхові компанії і пенсійні фонди), центральні банки та інші державні органи, уряди, регіональні міжнародні банки розвитку, міжнародні фінансові інститути. Однак здебільшого кредитування здійснюється міжнародними банками саме завдяки широкій сфері їхньої фінансової діяльності. Зобов'язання банку в основному складаються з депозитів з різними строками, активами: позики (корпораціям і державам), депозити в інших банках та облігації.

Міжнародні банки класифікують за часткою міжнародних операцій і прибутків у загальному обсязі угод та прибутків на такі групи:

- національні банки, які мають невелике іноземне відділення, на яке припадає незначна частка активів і прибутків;
- банки, міжнародні операції яких становлять 5—10 % їхніх прибутків;
  - транснаціональні банки, в яких рівень міжнародної концентрації й централізації капіталу дає їм змогу брати участь в економічному розподілі світового ринку боргових зобов'язань;
  - офшорні банки, які зареєстровані в офшорних зонах і користуються спеціальними податковими та іншими пільгами в проведенні фінансово-кредитних операцій. Без них не обходяться операції жодного ТНБ.

До сфери міжнародних кредитних операцій Банк міжнародних розрахунків включає такі специфічні види діяльності банків [92, с. 392]:

- позики та кредити, які надають банки один одному всередині країни та за її межами;
- позики та кредити, які надаються небанківськими установами всередині країни та за її межами;



▪ міжбанківське повторне депонування (операції з євровалютами, операції на офшорних банківських ринках).

Міжнародні операції банків характеризують такі основні риси:

▪ операції з кредитування враховують валютний, кредитний, регіональний ризики, уникнути яких допомагає проведення різних захисних заходів. Так, одним з основних підходів до страхування від валютних ризиків є перенесення його на позичальника. З метою контролю за кредитним ризиком (ризиком несплати позичальником боргу та відсотків за кредитом) банки встановлюють нормативи та ліміти, які час від часу переглядаються, відстежують інформацію про фінансовий стан позичальника, кредити надаються позичальникам з високим рейтингом. Аналізуючи регіональний ризик, який пов'язаний зі зміною політичних та економічних умов, що погіршують спроможність боржника здійснити виплати у конвертованій валюті, виділяють такі кроки: оцінювання та прогнозування регіонального ризику; установлення граничного розміру кредиту за країнами; розроблення калькуляції ціни кредиту на основі оцінок регіонального ризику;

▪ велику частину кредитних операцій міжнародних банків становлять кредити зарубіжним банкам, які не є їх відділеннями. Прямі банківські кредити, як правило, концентруються в країнах, що розвиваються. Кредити країнам, що розвиваються, надаються: під час перегляду строків погашення кредитів, коли позичальник не може виконати вимоги щодо обслуговування боргу; для забезпечення потреб уряду і центральних банків в іноземній валюті, особливо там, де здійснюються програми фінансової стабілізації; для розвитку промисловим корпораціям, які перебувають у власності уряду, державним банкам розвитку та фінансовим інститутам з аналогічними функціями;

▪ міжнародне кредитування в основному орієнтоване на надання короткострокових кредитів іноземним банкам, які не є відділеннями даного банку;

▪ географічно райони короткострокового кредитування більше різноманітні, ніж зони довгострокового кредитування.

Міжнародне кредитування здійснюється в різних формах. Їх можна класифікувати за кількома ознаками, які характеризують окремі сторони кредитних відносин [3, с. 120; 26, с. 252; 47, с. 165].

*За джерелами* розрізняють внутрішнє та іноземне кредитування зовнішньої торгівлі.

*За предметом зовнішньоекономічної угоди* розрізняють:

▪ комерційний (товарний) кредит, який безпосередньо пов'язаний із зовнішньою торгівлею. Він надається на закупівлю певних товарів

або оплати послуг і носить, як правило, «пов'язаний» характер, тобто суворо цільовий, закріплений у кредитній угоді;

- фінансовий кредит. Він забезпечує здійснення торгівлі на будь-якому ринку, що дає широкі можливості для вибору торговельних партнерів. Але найчастіше цей вид кредиту використовується не для торговельного постачання, а на прямі капіталовкладення, будівництво інвестиційних об'єктів, поповнення рахунків в іноземній валюті, погашення зовнішньої заборгованості, підтримку валютного курсу тощо.

*За видами надання* кредити поділяються на товарні, які експортери надають імпортерам, та валютні, що видаються банками в грошовій формі.

*За термінами* міжнародні кредити поділяються на короткострокові — до 1 року (як правило, застосовують у зовнішній торгівлі, для розрахунків за неторговельними, страховими, спекулятивними угодами), середньострокові — на 1—5 років (інколи до 7—8 років) та довгострокові — більше ніж 5 років (застосовуються для інвестування в основні засоби виробництва, фінансування масштабних проектів, науково-дослідницьких робіт, впровадження нових технологій, а також для надання позик міжнародними фінансовими організаціями, урядами країн).

*За валютою позики* кредити можуть надаватись у валюті країни-позичальника, країни-кредитора, третьої країни або в міжнародних розрахункових одиницях (СДР, євро).

*За забезпеченням* розрізняють забезпечені та бланкові кредити. Забезпеченням кредитів слугують товари, товаророзпорядчі та інші комерційні документи, цінні папери, векселі, нерухомість тощо. Бланковий кредит видається боржникові під його зобов'язання погасити його у визначений термін, а документом по цьому кредиту є соло-вексель з підписом лише тільки боржника.

*За технікою надання* кредити класифікують на готівкові, які зараховуються на рахунок боржника та надходять у його розпорядження; акцептні, що застосовуються у формі акцепту тратти імпортером або банком; депозитні сертифікати та ін.

*За типом кредитора* кредити поділяються на приватні, що надаються фірмами, банками, брокерами; урядові; змішані, в яких беруть участь приватні фірми і держава; міждержавні кредити міжнародних та регіональних валютно-кредитних та фінансових організацій.

Важливим різновидом міжнародного комерційного кредиту є *фірмовий кредит*. Він трапляється тоді, коли фірма-експортер однієї країни надає імпортеру іншої країни відстрочку платежу при реалізації товарів і послуг. За нинішніх умов строки фірмових кредитів стали

досить тривалими (зазвичай на 2—7 років) і визначаються кон'юнктурою світових ринків, видами товарів і послуг, зацікавленістю поставачальника у збереженні зовнішньоекономічних зв'язків і розширенні обсягів експортних поставок тощо. Фірмовий кредит зазвичай оформляється векселем або надається за відкритим рахунком.

*За вексельним кредитом* експортер, вклавши угоду про продаж товару, виставляє перевідний вексель (тратту) на імпортера, котрий, отримавши комерційні документи, акцептує його, тобто дає згоду на оплату у вказаний в ньому строк.

*Кредит за відкритим рахунком* надається шляхом угоди між експортером і імпортером, згідно з яким поставачальник записує на рахунок покупця, як борг, вартість проданих і відвантажених товарів, а імпортер зобов'язується погасити кредит у встановлений строк. Ця форма вигідна для імпортера, тому що в цьому випадку імпортер отримує можливість здійснити продаж до здійснення оплати. Експортер ризикує тим, що імпортер може не виконати своїх зобов'язань. Відтак розрахунки за методом відкритого рахунка використовуються лише в тих випадках, коли між продавцем і покупцем установилися давні й міцні стосунки. За методом відкритого рахунка проводяться всі розрахунки за операціями продажів, котрі здійснюються між ТНК та їхніми зарубіжними відділеннями або філіями, а також торговельні операції з покупцями, які мають високий кредитний статус, між підприємствами держав зі стабільною економікою. За цим методом обидві сторони заощаджують свої кошти (комісійні, які надає банк за відкриття акредитивів і перевірку документів).

Різновидом фірмових кредитів є оплата наперед (купівельний аванс), яку надає експортеру як сам імпортер, так і банк імпортера або банк експортера. Цей метод застосовується лише тоді, коли кредитне становище імпортера вважається незадовільним або коли експортер не може отримати грошові кошти, необхідні для виробництва замовлених імпортером товарів. У цьому випадку імпортер бере на себе всі ризики.

Фірмове кредитування здійснюється і за методом консигнації. За умов, зазначених в угоді про консигнації, експортер транспортує товари імпортеру, але при цьому зберігає право власності на ці товари доти, поки імпортер не продасть їх і не розрахується з експортером (консигнантом). У цьому випадку кредитування продажу товарів і ризики бере на себе експортер. Така угода укладається у випадках, якщо експортер повністю довіряє імпортеру або якщо реалізації підлягає новий товар.

Хоча фірмовий кредит виражає відносини між фірмою-експортером і фірмою-імпортером, він, як правило, поєднується з банківсь-

ким кредитом. Оскільки довгостроковий фірмовий кредит відволікає значні кошти експортера, останній зазвичай вдається до банківського кредиту або рефінансує свій кредит у банку.

Банківські кредити надаються банками чи іншими кредитними установами. Банківське кредитування експортера й імпортера виступає у формі позик під заставу товарів, товарних документів, векселів та обліку тратт. Інколи банки надають великим фірмам-експортерам банківський кредит, тобто без формального забезпечення.

Для мінімізації ризиків та мобілізації коштів банки надають кредити на основі створення консорціумів.

Банківські кредити мають деякі переваги перед фірмовими, оскільки дають можливість позичальнику вільніше використовувати кошти на купівлю товарів, забезпечують довші терміни кредиту, більші обсяги поставок за кредитом, а також мають порівняно нижчу вартість.

Банки надають як фінансові, так і експортні кредити.

Експортний кредит — це кредит, який видається банком країни-експортера банкові країни-імпортера для кредитування поставок машин, устаткування і т. ін. Видається він у грошовій формі і носить «пов'язаний» характер: позичальник зобов'язаний використати позику виключно для закупівлі товарів у країни-кредитора. Однією з форм експортного кредиту є кредит покупцеві, за якого банк експортера безпосередньо кредитує фірми країни-імпортера та їхні банки. Такі кредити пов'язуються з придбанням товарів і послуг у певної фірми.

Експортні кредити за термінами кредитування бувають короткострокові, що надаються для експорту споживчих товарів і сировини; середньострокові, які використовуються для експорту машин та устаткування; довгострокові, які призначаються для здійснення експорту інвестиційних товарів та великих проектів.

Проміжною формою між фірмовим і банківським кредитом у деяких країнах є брокерський кредит. Як і комерційний кредит, він має справу з товарними операціями і одночасно з банківським кредитом, оскільки брокери зазвичай беруть позику у банків.

У практиці міжнародного банківського кредитування у сфері зовнішньої торгівлі використовуються такі альтернативні форми, як міжнародний факторинг, форфейтинг, лізинг.

**Факторинг** — це операція з продажу зарубіжних рахунків до отримання постачальниками експортної продукції комерційним банкам або спеціалізованим компаніям. Факторинг може здійснюватися з правом регресу і без нього. Факторинг з правом регресу означає, що за невиконання умов угоди фінансова організація, яка купила рахунки, може відшкодувати збитки з компанії, що продала їх. Однак за звича-

ем факторинг зарубіжних рахунків до отримання здійснюється без права регресу.

Відмітні особливості факторингу: приймаються вимоги угод терміном до 1 року, немає обмежень щодо суми; використовуються в основному на внутрішньому ринку; можливий регрес вимог на покупця; використовується широке коло валют; не завжди потребуються додаткові гарантії.

Факторингові послуги звичайно надають факторингові компанії, багато з яких належать банкам. Вони скуповують рахунки в експортерів зі скидкою. Вони можуть негайно сплатити готівкою до 85 % номінальної вартості рахунків експортерів. Решта суми виплачується після сплати рахунків імпортерам. Вигода для імпортера полягає в тому, що він отримує можливість не мати справу з акредитивом.

Експортер уникає загрози кредитного і валютного ризиків. Він не повинен очікувати моменту, коли імпортер оплатить товар.

Міжнародні факторингові операції координуються спеціально створеною міжнародною організацією «Фекторз Чейн Інтернейшенл». Ця організація розробила спеціальний кодекс проведення факторингових операцій, у якому визначено зобов'язання факторингової компанії в країні експортера і відповідної компанії в країні імпортера.

**Форфейтинг** — це операція купівлі банком-форфейтором на повний строк і за заздалегідь установленими умовами векселів та інших боргових і платіжних документів. Згідно з угодою про форфейтинг, імпортер звичайно надає простий вексель, який гарантує банк за дорученням імпортера. Експортер продає цей простий вексель форфейтинговому банку зі скидкою. Банк-форфейтор бере на себе ризик несплати боргових зобов'язань без права регресу (обігу) цих документів на колишнього власника. Форфейтори можуть перепродавати куплені в експортерів векселі на вторинному ринку, який отримав назву «а форфе» (від франц. «a forfait», що означає поступитися правом).

Відмітні ознаки форфейтингу:

- приймаються довгострокові векселі строком понад 1 рік;
- мінімальна сума, що використовується, не менша 500 тис. дол.;
- середня сума контракту — 1—2 млн дол.;
- використовується в основному в міжнародних операціях;
- немає регресу вимог на експортера;
- купівля вимог лише в ВКВ;
- обов'язковим є банківський аваль.

Для експортера форфейтингова угода вигідна тим, що вона перетворює кредитну угоду в готівкову; йому немає необхідності турбуватися про кредитоспроможність імпортера. Форфейтинг звільняє экс-

портера від відповідальності за векселем після його продажу. Імпортер отримує товари в кредит, не піддаючись, як і експортер, ризику обмінних курсів.

Метод форфейтинга найчастіше застосовується під здійснення середньострокового кредитування зовнішньої торгівлі засобами виробництва, насамперед з країнами Східної Європи і з країнами Азії та Латинської Америки, що розвиваються.

**Лізинг** — це операція кредитування у формі оренди устаткування, суден, автомобілів, літаків тощо строком на 3—15 років. Оренда виступає як форма отримання кредиту і водночас як форма міжнародної торгівлі, що створює умови для прискореного розвитку новітніх технологій. Лізингова компанія (лізингодавець) придбаває устаткування і т. ін. за свій рахунок і передає за контрактом оренди фірмі (лізингоотримувачеві) на певний строк. Після закінчення строку оренди фірма-клієнт може його продовжити або викупити орендоване майно за залишковою вартістю. Орендна плата встановлюється на рівні, що перевищує ціну об'єкта оренди, за якою його можна купити за звичайних комерційних умов.

Лізингові операції мають різні види. Розрізняють операційний лізинг та фінансовий лізинг.

Операційний лізинговий контракт передбачає тимчасове використання майна без наступного придбання його у власність. Фінансовий лізинг поєднує оренду з наступним викупом об'єкта за залишковою вартістю.

За методом кредитування розрізняються строковий та відновлюваний лізинг. **Строковий лізинг** — це одноразова оренда. **Відновлювальний (ролloverний) лізинг** — договір оренди, котрий відновлюється після закінчення його першого строку.

За умовами експлуатації орендованого об'єкта розрізняють:

- договір чистого лізингу, за яким фірма-лізингоотримувач бере на себе витрати щодо обслуговування орендованого майна;
- договір повного лізингу, за яким лізингова компанія бере на себе витрати з технічного обслуговування та інші витрати, які пов'язані з експлуатацією об'єкта лізингу.

Розрізняють також лізинг рухомого і нерухомого майна.

Різноманітні й форми лізингових угод, застосовуваних у міжнародній практиці.

**Стандартний лізинг:** фірма-виробник устаткування продає його лізинговій компанії, котра здає його в оренду фірмі-споживачеві. Технічне обслуговування здійснюється за окремим договором з фірмою-виробником.

**Зворотний лізинг («ліз-бек»):** власник устаткування продає його лізинговій компанії, а потім бере його в оренду. Така операція проводиться в тих випадках, коли фірма-власник устаткування, маючи потребу в грошових коштах, продає устаткування, яке вже було в користуванні, а потім перетворюється на лізингоотримувача.

**«Мокрий лізинг»:** передбачає широке коло додаткових послуг лізингодавця лізингоотримувачеві (ремонт, страхування, поставку пального, інколи управління виробництвом). Застосовується до високоточного і новітнього устаткування.

**«Чистий лізинг»:** обслуговування й утримання устаткування в робочому стані покладається на лізингоотримувача. Він же несе відповідальність за дії, пов'язані з використанням цього устаткування.

**Лізинг постачальникові:** постачальник устаткування виступає в ролі і продавця, і основного орендаря, не будучи користувачем устаткування. Орендар повинен підшукати суборендарів і здати їм устаткування в суборенду. При цьому згоди орендаря не потрібно, а задача устаткування в суборенду обов'язкова.

**Відновлюваний лізинг:** періодична заміна раніше зданого в оренду устаткування досконалішим.

**Вендор-лізинг (кооперація виробників):** при просуванні на ринок особливо коштовного устаткування в ролі лізингової компанії виступає асоціація фірм-виробників спільно з лізинговою компанією або банком. Виробник бере на себе пошук партнерів і технічне обслуговування, а лізингова компанія — розроблення проектів, вирішення адміністративних питань та ін.

Лізинг вигідний усім учасникам цієї операції. Фірма-виробник отримує негайний платіж готівкою. Лізингодавець застрахований від ризику неплатоспроможності лізингоотримувача тим, що для погашення боргу з оренди він може відібрати об'єкт лізингу і передати його в оренду іншій особі або продати. Вигода для лізингоотримувача полягає в тому, що немає необхідності фінансувати торгівлю і негайно витрачати валютні кошти. Орендна плата сплачується періодично після того, як устаткування встановлено і досягло відповідної продуктивності. Лізинг дає можливість постійно модернізувати устаткування. З точки зору бухгалтерського обліку лізинг зручний тим, що орендоване устаткування не береться на баланс підприємства, а орендні платежі розглядаються як поточні витрати.

Має лізинг і негативні сторони. Наприклад, лізинг може виявитися дорожчим, ніж кредит на купівлю устаткування. Лізингодавець не має права затребувати своє майно у випадку банкрутства лізингоотримувача внаслідок прийняття на себе останнім додаткових боргових зобов'язань.

Рівень розвинутості лізингових відносин є показником динамічності економіки держави.

У країнах, що розвиваються, він становить менше ніж 1,5 %, а в розвинутих країнах цей показник досягає 25 — 30 % і навіть більше. Наприклад, лізинг у США є основним інвестиційним інструментом, на нього припадає понад 30 % інвестицій в устаткування. На частку американського лізингового ринку припадає 39,5 % загального обсягу світового лізингу [46, с. 190].

Міжнародний лізинг особливо важливий для країн, що розвиваються, оскільки дає змогу скорочувати відплив валютних коштів, які витрачаються на імпорт дорогих засобів виробництва, зменшує дефіцит платіжного балансу, сприяє введенню нових технологій у національну економіку.

## 7.2. Валютно-фінансові умови міжнародного кредиту

На умови отримання міжнародного кредиту впливають напрями використання кредитних ресурсів, характер суб'єктів кредитних відносин, рівень інтернаціоналізації кредитних ринків та їхня підпорядкованість національному кредитному контролю.

Вартість кредиту, тобто витрати позичальника на кредит, складаються із суми кредиту, ставки відсотка, комісійних та інших зборів. Вона визначається за формулою

$$S = \frac{Lim \times R \times T_{\text{серед}}}{100}, \quad (7.1)$$

де  $S$  — загальна вартість кредиту;

$Lim$  — сума кредиту;

$R$  — загальна ставка відсотка (основна ставка за кредитом, комісійні, страхові внески, оплата юридичних та будь-яких інших послуг);

$T_{\text{серед}}$  — середній термін кредиту.

Головним елементом вартості кредиту є відсоткова ставка.

Рух капіталу між країнами зумовлюється відносним рівнем відсоткових ставок, котрі є виплатою грошового доходу приватного бізнесу постачальникам грошового капіталу. Хоча гроші самі по собі не можуть виготовляти ні товарів ні послуг, однак підприємці, купуючи гроші, купують можливість використовувати їх для придбання засобів



виробництва, тобто купують врешті-решт можливість придбання реальних засобів виробництва<sup>12</sup>. Ставка позичкового відсотка — це ціна, що виплачується за використання грошей. Відсоткова ставка є основною частиною вартості кредиту на світовому ринку позичкових капіталів. Крім неї, до вартості кредиту входять різні комісії (за управління, переговори, страхування кредиту та ін.).

Позичковий відсоток звичайно розглядають не як абсолютну величину (хоча ставка позичкового відсотка — це кількість грошей, котрі потрібно заплатити за використання однієї грошової одиниці на рік), а як відсоток від кількості позичених грошей. Це полегшує порівняння позичкового відсотка, сплачуваного за надання в кредит різних за абсолютною величиною сум. Наприклад, виплата 432 грн при кредиті із суми 2880 грн і виплата позичкового відсотка 1800 грн на рік з 12 000 грн становитимуть 15 %.

Відсоткові ставки на світовому ринку формуються на базі відсоткових ставок країн — провідних кредиторів (США, Японії, Німеччини та ін.).

Діапазон відсоткових ставок досить широкий (у середньому 7—18 %). Різниця відсоткових ставок визначається:

- ступенем ризику на позику;
- строком, на який видається позика;
- розміром позики (вища — на меншу з двох за інших рівних умов);
- величиною оподаткування (наприклад, переважно 7 %-ва ставка позичкового відсотка на облігацію, що не обкладається податком, ніж 9 %-ва ставка на облігацію, що обкладається податком);
- умовами конкуренції на ринках позичкового капіталу.

Як і будь-яка ціна, відсоткова ставка залежить від попиту і пропозиції. Зміна обсягу грошей впливає на відсоткову ставку: за даним рівнем цін і випуску продукції збільшення пропозиції грошей знижує відсоткову ставку, а зменшення пропозиції грошей підвищує її.

Зміна грошової пропозиції з метою стабілізації сукупного обсягу виробництва, зайнятості і рівня цін здійснює кредитно-грошова політика. Її завдання полягає в тому, щоб викликати збільшення грошової пропозиції під час спаду для заохочення витрат, а під час інфляції — обмеження пропозиції грошей для обмеження витрат.

Для регулювання пропозиції грошей використовуються:

<sup>12</sup> Гроші, по суті, є борговими зобов'язаннями держави і депозитних закладів (комерційних банків та ін.), мають вартість завдяки товарам та послугам, які можна придбати на них на ринку.

1) операції на відкритому ринку — купівля і продаж цінних паперів (облігацій) центральним банком комерційним банкам і населенню. Якщо центральний банк купує цінні папери на відкритому ринку, то резерви комерційних банків збільшуються, з'являються додаткові гроші для позик, пропозиція грошей зростає. Якщо центральний банк продає цінні папери, резерви комерційних банків зменшуються, грошова пропозиція спадає;

2) зміна встановленої законом резервної норми. Збільшення резервної норми зменшує грошову пропозицію. Зменшення — призводить до збільшення пропозиції грошей. Цей прийом використовується нечасто;

3) зміна облікової ставки, тобто відсоткових платежів з позик, наданих центральним банком комерційним банкам. Комерційні банки, отримуючи позики, збільшують свої резерви і тим самим можливість надавати кредити. Падіння облікової ставки зацікавлює комерційні банки в отриманні позик у центрального банку. Додаткові резерви збільшують пропорцію грошей. Зростання облікової ставки, знижуючи інтерес комерційних банків до отримання додаткових резервів, зменшує грошову пропозицію.

Методи збільшення пропозиції грошей отримали назву політики дешевих грошей. Її завдання: пом'якшувати безробіття, пришвидшувати мляве зростання, коригувати дефіцит платіжного балансу. Політика дешевих грошей знижує міжнародну вартість валюти до рівня, за якого експорт розширюється, а імпорт звужується.

Методи обмеження або скорочення пропозиції грошей отримали назву політики дорогих грошей. Її завдання — знизити витрати і пом'якшити інфляційні тенденції. Ця політика суперечить завданню коригування дефіциту платіжного балансу, зменшенню торговельного дефіциту.

За певних умов виникає альтернатива між використанням кредитно-грошової політики для досягнення економічної стабільності всередині країни і встановленням рівноваги її в міжнародній торгівлі.

Операції на відкритому ринку як метод регулювання пропозиції грошей вважаються головним інструментом кредитно-грошової політики.

Сукупний попит на гроші як чинник, що визначає величину відсоткової ставки, включає в себе:

- 1) попит на гроші для угод;
- 2) попит на гроші з боку активів.

Сукупний попит на гроші визначають три головні чинники.

1. *Відсоткова ставка.* За інших рівних умов із зростанням відсоткової ставки сукупний попит на гроші падає, і навпаки.

2. *Рівень цін.* Якщо рівень цін, тобто виражена у грошовій одиниці країни ціна споживчого кошика товарів і послуг зростає, то домогосподарствам і фірмам потрібно витратити більше грошей на купівлю звичайного набору товарів і послуг і, отже, мати більше грошей.

3. *Реальний національний дохід (ВНП).* Із зростанням ВНП збільшується кількість товарів і послуг, що реалізуються. Це приводить до збільшення реального обсягу операцій, що за даним рівнем цін збільшує попит на гроші.

Попит на гроші для операцій прямо пропорційний рівню номінального ВНП, а попит на гроші з боку активів — обернено пропорційний ставці позичкового відсотка.

Попит на гроші виражається так:

$$M^d = P \cdot L(R, Y), \quad (7.2)$$

де  $M^d$  — сукупний попит на гроші,

$P$  — рівень цін,

$R$  — відсоткова ставка,

$Y$  — реальний ВНП.

Цю залежність звичайно записують так:  $M^d/P = L(R, Y)$  і називають  $L(R, Y)$  сукупним реальним попитом на гроші, тобто попитом на підтримання певної кількості купівельної спроможності в ліквідній формі.

Рівновага на грошовому ринку досягається тоді, коли пропозиція грошей, яке встановлює центральний банк, дорівнює сукупному попиту на гроші:  $M^s = M^d$ , де  $M^s$  — це пропозиція грошей.

Можна виразити умову рівноваги грошового ринку і через сукупний реальний попит на гроші  $M^s/P = L(R, Y)$ .

За заданих рівнів цін і випуску продукції рівноважною відсотковою ставкою буде та, за якою сукупний попит на гроші дорівнює реальній пропозиції грошей.

У довгостроковому періоді рівень відсоткової ставки залежить від інфляції, що триває.

Інфляція — це підвищення загального рівня цін, котре може бути нерівномірним щодо окремих товарів. Інфляція вимірюється за допомогою індексу цін. Темп інфляції для даного року обчислюється відніманням індексу цін минулого року з індексу даного року і діленням цієї різниці на індекс минулого року, а потім — множенням на 100.

Наприклад, індекс цін у 2000 р. дорівнював 115 %, а в 2009 р. — 123 %. Отже, темп інфляції дорівнюватиме:

$$\frac{123 - 115}{115} \times 100 = 6,5\% .$$

Визначити кількість років, необхідних для подвоєння рівня цін, можна, використовуючи «правило величини 70». Для цього потрібно розділити число 70 на щорічний рівень інфляції. Наприклад, за інфляції в 12 % рівень цін подвоїться приблизно через 6 років. Це правило застосовують тоді, коли потрібно встановити, скільки знадобиться часу, щоб реальний ВВП або особисті заощадження подвоїлися.

У різних країнах рівень інфляції різний. Відмінність очікуваних темпів інфляції за країнами визначає відмінність номінальних відсоткових ставок. Вища (порівняно з іншими країнами) інфляція в країні і очікування вкладниками можливої девальвації національної валюти потребує більшого номінального відсотка в місцевій валюті, щоб компенсувати ризик її знецінення і не допускати відпливу капіталу за кордон.

На рух відсоткових ставок впливають очікування зміни валютних курсів. У країні із сильною валютою, де очікується ревальвація, відсоткова ставка може бути нижчою, ніж в інших країнах, щоб забезпечити приплив капіталу. Навпаки, в країні зі слабкою валютою, де очікується девальвація, відсоткова ставка повинна бути вищою, щоб не допустити відпливу капіталу і привабити капітал у країну.

У країнах з усталеними валютними курсами і однаковою динамікою інфляції вільний рух капіталу має тенденцію, що діє протягом тривалого часу, вирівнювати рівні відсоткових ставок. Підвищення відсоткових ставок зумовлює приплив валюти. Однак при цьому інвестиції стають дорожчими і менш прибутковими. Падає попит на капітал і відсоткова ставка знижується. Якщо рівень відсоткової ставки встановлюється нижчий, ніж в інших країнах, починається відплив капіталу за рубіж. Пропозиція капіталу зменшується, відсоткова ставка починає підвищуватися. Отже, у відкритій економіці рух відсоткових ставок має тенденцію до міжнародного рівня.

Суттєвим показником при наданні кредиту є сума (ліміт) кредиту. Вона являє собою частину позичкового капіталу, яка надана позичальникові. При фірмовому кредитуванні сума кредиту вказується в кредитній угоді. Кредит може надаватись у вигляді часток, неоднакових за своїми умовами.

На строк міжнародного кредиту впливає цільове призначення кредиту, співвідношення попиту і пропозиції аналогічних кредитів; розмір контракту; національна законодавча база; міждержавні угоди.

Розрізняють повний і середній строки кредиту. Повний строк включає: період використання наданого кредиту, пільговий період (відстрочка погашення використаного кредиту), період погашення (коли здійснюється виплата основного боргу і відсотків). Він обчис-

люється від моменту початку використання кредиту до його остаточного погашення.

Середній строк кредиту включає: повний пільговий період і половину строку використання і погашення кредиту. Він використовується для порівняння ефективності кредитів з різними умовами, оскільки показує, в розрахунку на який період у середньому припадає вся сума позики.

За умовами погашення кредити бувають:

- з рівномірним погашенням рівними частками протягом погодженого терміну;
- з нерівномірним погашенням;
- з одноразовим погашенням усєї суми;
- з рівними річними внесками основної суми позики і відсотків.

Під час надання кредиту обговорюється вид забезпечення кредиту. Це може бути відкриття цільових накопичувальних рахунків або застава активів, або перепоступка прав за контрактами.

Для міжнародного кредиту важливо, в якій валюті він буде надаватися і в якій валюті буде погашатися кредитна заборгованість. Від правильного вибору валюти кредиту залежить те, внаслідок кредитор збитки чи ні. На вибір валюти кредиту впливає рівень відсоткової ставки, практика міжнародних розрахунків, рівень інфляції, динаміка курсу валюти. Валюта платежу може збігатися з валютою кредиту, а може і не збігатися.

Серед елементів вартості кредиту розрізняються договірні і приховані.

Договірні — це витрати за кредитом, зумовлені угодою. Вони поділяються на основні і додаткові. До основних елементів належать:

- суми, які безпосередньо виплачуються позичальником кредиторові;
- відсотки;
- витрати по оформленню застави комісії.

До додаткових елементів вартості кредиту належать суми, які виплачує позичальник третім особам (за гарантією). Окрім основного відсотка, збирається банківська комісія: за переговори, за участь, за управління, за зобов'язання надати в розпорядження позичальника необхідні кошти, агентська комісія.

До прихованих елементів вартості кредиту належать витрати, які пов'язані з отриманням кредиту, але не зафіксовані в угоді (завищені ціни товарів за фірмовими кредитами, примусові депозити в певних розмірах щодо позики; завищення банком комісії за інкасацію документів тощо).

### 7.3. Ринок єврокредитів

Ринок єврокредитів є важливим джерелом позичкових коштів. Банки надають коротко-, середньо- та довгострокові кредити в євровалютах. Використання євровалют як валют позики зумовлено такими перевагами, як значні розміри, полегшений доступ, короткі строки мобілізації, менша вартість, оскільки немає національних кредитних обмежень. Функціонування євровалют на міжнародному кредитному ринку сприяє утворенню кредитного механізму більшої ефективності та місткості.

За єврокредитами застосовуються міжнародні відсоткові ставки, які відносно самостійні порівняно з національними ставками. Відсоткова ставка євровалют як змінну включає ЛІБОР (LIBOR) — Лондонську міжбанківську ставку пропозиції за короткостроковими міжбанківськими операціями в євровалютах — і надбавку до базисної ставки, тобто премію за банківські послуги. Міжбанківська відсоткова ставка попиту за короткостроковими операціями на євrorинку в Лондоні називається ЛБІД (LIBID). Оскільки євробанки не підпадають під дію місцевого законодавства і не обкладаються прибутковим податком, вони можуть знижувати відсотки зі своїх кредитів, зберігаючи високі прибутки. Ставки відсотка з євродепозитів вищі, а з єврокредитів нижчі, оскільки на євродепозити не розповсюджується система обов'язкових резервів у центральному банку, а також прибутковий податок на відсотки.

Короткострокові єврокредити, як правило, надаються за твердою ставкою на весь строк у повній сумі. Це — найпростіший вид кредитної угоди.

Середньо- та довгострокові єврокредити, які обслуговують відтворення основного капіталу, експорт машин та устаткування, реалізацію промислових проєктів, набувають форми роловерних та синдикованих кредитів.

Характерною рисою роловерних єврокредитів є те, що відсоткова ставка не фіксується на весь строк кредиту, а регулярно переглядається (кожні 3 або 6 місяців) згідно зі зміною базової ставки (ставки ЛІБОР). До основних форм роловерного кредиту відносять відновлювальні роловерні кредити та роловерний кредит підтримки (на умовах «стенд-бай»).

Роловерний кредит на умовах «стенд-бай» є підстрахувальним кредитом, тобто при укладанні кредитної угоди позика фактично не надається. Банк бере на себе зобов'язання надати впродовж дії угоди єврокредит за першою вимогою позичальника.

Відновлювальні роловерні кредити не мають установленого розміру суми кредиту. Він передбачає лише максимальний ліміт, у межах якого позичальник має право одержати кредит у необхідних розмірах

на початку кожного проміжного строку його використання. У кредитній угоді фіксується дата зміни відсоткової ставки та обсягу кредиту, що здійснюється кожні 3 або 6 місяців у межах терміну надання.

Обов'язкові умови роловерних кредитних угод: характеристика партнерів; сума і мета та валюта позики; порядок та строк погашення; вартість кредиту та гарантії по ньому.

Найпоширенішим видом міжнародного кредиту є синдиговані єврокредити, джерелом яких є ресурси євровалютного ринку. Як правило, такі кредити організують великі комерційні банки, які очолюють консорціуми (синдикати) і погоджують з позичальником умови кредитування.

Процедура надання синдигованих єврокредитів така:

1. Позичальник знаходить банк, який очолюватиме надання синдигованого єврокредиту (управляючий банк) та узгоджує з ним основні умови кредиту (строк, розмір та валюту кредиту).

2. Управляючий банк формує синдикат: запрошує визначену кількість банків взяти участь у кредиті.

3. Призначаються банки-орієнтири, які установлюють ставку ЛІБОР (відсоткову ставку-орієнтир).

4. Управляючий банк обирає банк-агент, який виконує функцію контролю за кредитом. Він одержує відсотки за кредитом, які сплачуються відповідно до графіка погашення кредиту.

Загальна вартість синдигованого єврокредиту включає:

- відсоткові платежі (відсоткова ставка коригується кожні 3 або 6 місяців на основі змін у відсотковій ставці-орієнтирі);

- податкові платежі банкам, що входять до синдикату;

- комісійну винагороду банкам, що входять до синдикату.

Комісійні виплачуються на початку строку кредиту, що робить кредитний пакет більш привабливим для кредиторів.

Комісійні винагороди поділяють на:

а) комісійні за зобов'язання, коли позичальник може визначити черговість погашення кредиту та користуватися грошовими коштами після укладення кредитної угоди. Ці комісійні призначаються за частиною кредиту, яка ще не повернена;

б) комісійні за управління, які сплачуються управляючому банку як плата за організацію кредиту;

в) комісійні за участь, які сплачуються в обумовлений день або в момент повного повернення боргу. При зростанні кількості учасників синдикату розмір комісії підвищується;

г) комісійні банку-агента, як плата за послуги.

Загальний розмір комісійних становить від 0,50—1,25 % номінальної суми кредиту.

Таким чином, до головних ознак єврокредиту належать [46, с. 200; 47, с. 148]:

- сума кредитів — від 20—30 млн дол. до 1—2 млрд дол. США;
- строки — від 10 місяців до 12 років;
- відсоткові ставки — регулярно переглядаються, розраховуються на основі облікової ставки (ЛІБОР, СІБОР — сінгапурська ставка пропозицій, американська «прайм рейт») плюс різниця (спред), тобто використовуються плаваючі відсоткові ставки, внаслідок запровадження яких ризик зміни відсоткових ставок переноситься на позичальника;
  - комісійні за управління, участь, обслуговування кредиту;
  - використовувана валюта — долар США, англійський фунт стерлінгів, японська єна, євро, швейцарський франк та ін.;
  - доступ до коштів — швидкий;
  - право на завчасне погашення — за умови виплати компенсації;
  - гарантії та страховки — уряди, компанії, центральні та комерційні банки надають гарантії за кредитами; різні державні та приватні агентства здійснюють страхування за зарубіжними кредитами та інвестиціями.

Переваги синдікованих єврокредитів полягають у тому, що вони дають змогу розподілити кредитний ризик між учасниками синдикату; у кредитуванні можуть брати участь банки незалежно від їхніх розмірів; позичальник отримує великий кредит завдяки об'єднанню ресурсів певної кількості банків; різниця між ставками за кредитами значно нижча, ніж на національних ринках; кредити надаються в будь-якій вільно конвертованій валюті, й це надає позичальнику можливість використовувати ці кошти на свій розсуд, не обмежуючи своїх господарських рішень.

Недоліки синдікованих єврокредитів пов'язані насамперед з тим, що вони в цілому надаються на коротші терміни порівняно з національним банківським кредитуванням.

#### **7.4. Міжнародна офіційна допомога країнам, що розвиваються**

---

Один з каналів руху світових фінансових потоків є перерозподіл частини національного доходу через бюджет у формі допомоги країнам, що розвиваються, метою якої є ліквідація відсталості.

Міжнародну офіційну допомогу країни, що розвиваються, отримують в основному у вигляді пільгових кредитів і безповоротних субсидій, а також у товарній формі.



Суб'єктами міжнародної допомоги в країні-реципієнті є:

- уряди;
- уповноважені урядом органи виконавчої влади;
- центральний та експортно-імпортний банки;
- юридичні особи.

Країна-реципієнт отримує основну масу кредитів і субсидій безповоротно від промислово розвинутих країн, міжнародних фінансових організацій, багатосторонніх фондів, інтеграційних об'єднань, що виступають у ролі іноземних донорів.

Міжнародну офіційну допомогу країнам класифікують на проектну та позапроектну (рис. 7.2; 7.3).

Міжнародна офіційна допомога розвитку (МОДР) здійснюється на двосторонній (міждержавній) і багатосторонній основі, причому двосторонні потоки вдвічі перевищують багатосторонні.

При здійсненні МОДР на двосторонній основі країни-донори надають кредити і безповоротні субсидії з бюджету і суворо контролюють їх витрачання. Країни-донори повинні виділяти на МОДР кошти в розмірі 0,7 % ВВП, що зафіксовано в ряді міжнародних документів. Однак провідні країни-донори надають кошти в розмірі 0,25—0,35 % (США, Японія, Німеччина, Велика Британія).

Основні критерії при розподілі МОДР: рівень економічного розвитку країни-реципієнта; військово-стратегічні, політичні, соціально-економічні міркування.

Більша частина ресурсів, що виділяється, прив'язується до фінансування конкретних об'єктів. На пільгових умовах здійснюється кредитування будівництва інфраструктурних об'єктів (транспорт, зв'язок, енергетика), соціальних програм (освіта, охорона здоров'я), сільського господарства. Важлива роль належить також продовольчій допомозі.

При здійсненні МОДР на багатосторонній основі кошти надходять від міжнародних фінансових організацій: МБРР, регіональних банків розвитку, МВФ, різних фондів у рамках ООН, ЄС.

Міжнародні фінансові організації надають допомогу країнам, що розвиваються, за такими основними напрямками:

- кредитування конкретних об'єктів інфраструктури, програм економічних реформ, спрямованих на стимулювання ринкових відносин, адаптацію до світового господарства (МБРР, Міжнародна асоціація розвитку);
- сприяння припливу приватних інвестицій. Кредити надаються на міжурядовій основі або під гарантію уряду (МБРР, Міжнародна фінансова корпорація);
- кредитування регіональних об'єктів, розроблення стратегії розвитку з урахуванням регіональної специфіки (регіональні банки: Між-

американський банк розвитку, Африканський банк розвитку, Азіатський банк розвитку, ЄБРР);

- надання кредитів (строком на 3 –5 років) на покриття дефіцитів платіжних балансів (МВФ).

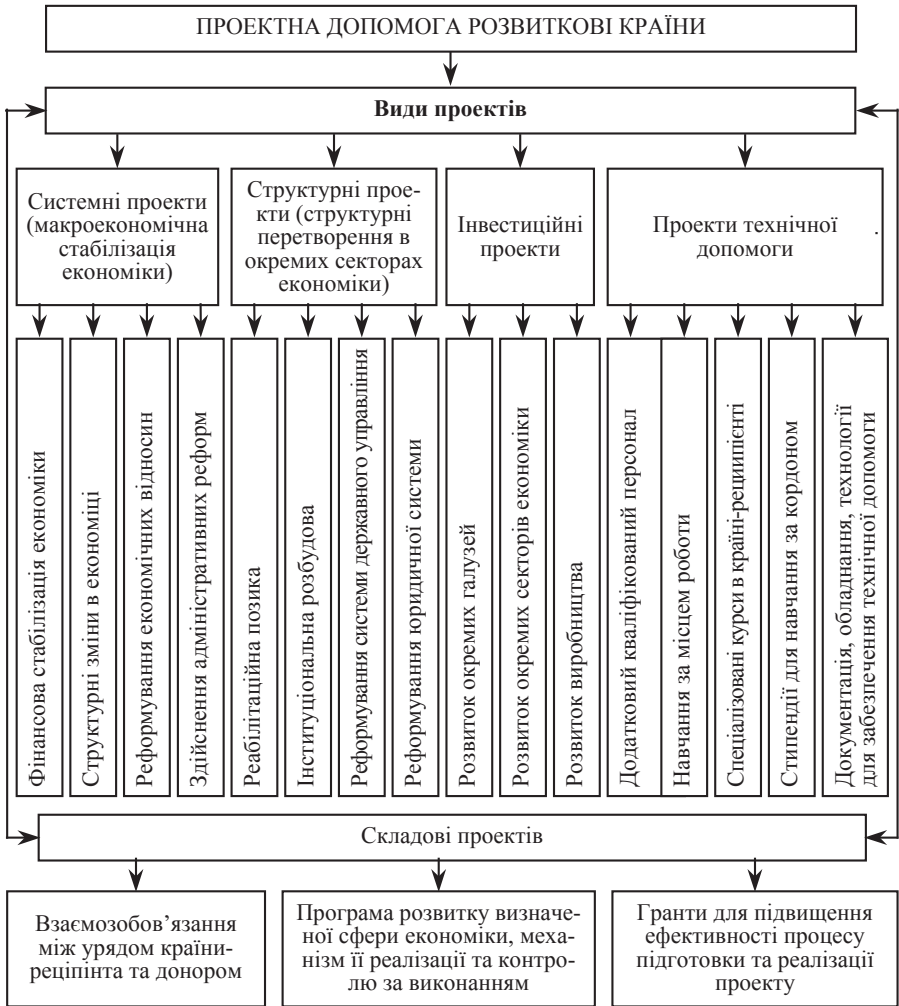


Рис. 7.2. Інструменти міжнародної проектної допомоги розвитку країни



Рис. 7.3. Інструменти міжнародної позапроектної допомоги

Міжнародна офіційна допомога, яка надається країнами, що входять до Комітету по наданню допомоги на цілі розвитку (КДР) у 2007 р. зросла на 32 % — до 107 млрд дол., що еквівалентно 0,33 % загального ВВП цих держав (табл. 7.1)

Таблиця 7.1

## ОБСЯГИ МОДР ПРОВІДНИХ КРАЇН-ДОНОРІВ

Країни	Обсяги МОДР	
	млн дол.	%
Усього	107 000	0,33
Австралія	1680	0,25
Австрія	1573	0,52
Бельгія	1936	0,53
Велика Британія	10 767	0,47
Німеччина	10 082	0,36

Закінчення табл. 7.1

Країни	Обсяги МОДР	
	млн дол.	%
Греція	384	0,17
Данія	2109	0,81
Ірландія	719	0,42
Іспанія	3018	0,27
Італія	5091	0,29
Канада	3756	0,34
Люксембург	256	0,84
Нідерланди	5115	0,82
Нова Зеландія	274	0,27
Норвегія	2786	0,94
Португалія	377	0,21
США	27 622	0,22
Фінляндія	902	0,46
Франція	10 026	0,47
Швейцарія	1767	0,44
Швеція	3362	0,94
Японія	13 147	0,28

Джерело: [51, с. 5]

За базовими програмами розвитку допомога в 2007 р. зросла на 9 %. Переважна частка приросту МОДР припадала на зниження боргу іноземним кредиторам. За цим компонентом підтримка з-за кордону зросла в 3 рази. Інша складова — гуманітарна допомога зросла на 15,8 % і досягла 8,7 млрд дол. До основних факторів зростання МОДР належить зниження боргу для Іраку та Нігерії (27,4 млрд дол.), а також допомога країнам, які постраждали від природних катаклізмів (2,2 млрд дол.). Далі за масштабами одержаної допомоги йдуть Індонезія (2,2), Афганістан (2,2), Китай (1,7), Судан (1,5).

МОДР, яка надавалася країнами ЄС у рамках КДР, зросла на 28,5 % (до 55,7 млрд дол.). Основна її частина спрямовувалася на зниження боргових зобов'язань країн-реципієнтів.



### ЗАПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Які складові міжнародного ринку боргових зобов'язань і в чому різниця між ними?
2. Які існують форми боргових зобов'язань на міжнародному ринку позичкових капіталів?
3. Хто є головним суб'єктом міжнародного кредитного ринку?
4. Які операції на міжнародному кредитному ринку є основними?
5. Які розрізняють основні форми міжнародного кредиту?
6. Як визначається вартість міжнародного кредиту?
7. У чому суть відсоткової ставки і які чинники впливають на зміну її величини?
8. Які особливості притаманні ринку єврокредитів?
9. Які основні форми середньо- та довгострокових єврокредитів?
10. У чому полягає міжнародна офіційна допомога країнам, що розвиваються?

# ГЛАВА 8

## МІЖНАРОДНИЙ РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ

**Ключові поняття** Міжнародний ринок цінних паперів; світовий фондовий ринок; інвестиційний капітал; фінансові інструменти; емітенти; інвестори; міжнародний ринок титулів власності; міжнародні ринки акцій та депозитарних розписок; євроакції; міжнародний ринок облігацій; міжнародні облігації; іноземні облігації; єврооблігації; міжнародний ринок фінансових деривативів; первинний та вторинний ринок цінних паперів; фондова біржа.

### 8.1. Сутність фондового ринку та ринку цінних паперів

---

Важливим сегментом світового фінансового ринку є міжнародний ринок цінних паперів. Його роль останніми роки значно зросла. За високих темпів економічного піднесення багатьох промислово розвинутих країн світу традиційні джерела фінансування вже неповністю мірою задовольняють потреби великих корпорацій у капіталі. Тому такі компанії не обмежуються послугами національних банківських систем і, покладаючись на свій високий кредитний рейтинг, залучають дешеві фінансові ресурси шляхом емісії цінних паперів. Зростання попиту з боку емітентів, збільшення пропозиції в результаті інтеграції національних ринків, конкуренція як наслідок відкритості та глобалізації економіки призводить до зменшення ролі банківського сектора як механізму перерозподілу фінансових ресурсів на національному та міжнародному рівнях і до одночасного посилення інвестиційної та позичкової діяльності на міжнародному ринку цінних паперів.

Випуск цінних паперів дає можливість: отримати позику на тривалий строк (до декількох десятиліть, наприклад, облігації), тобто вкладання в інструменти позики, безстрокового користування фінансовими ресурсами (акції), тобто вкладання в інструменти власності (титули власності), знизити фінансовий ризик, тобто викладання в інструменти торгівлі фінансовим ризиком (фінансові деривативи).

Ринок довгострокових цінних паперів називають фондовим ринком. Разом з короткостроковими борговими зобов'язаннями грошового ринку (векселі, сертифікати) фондовий ринок утворює ринок цінних паперів.

Таким чином, міжнародний ринок цінних паперів об'єднує частину міжнародного ринку боргових зобов'язань (а саме: міжнародний ри-

нок боргових цінних паперів, який переважно є міжнародним ринком облігацій), міжнародний ринок титулів (прав) власності та міжнародний ринок фінансових деривативів.

До інструментів позики належать облігації, векселі, ощадні сертифікати. До інструментів власності — всі види акцій, депозитарні розписки. Існують також гібридні інструменти, цінні папери, які мають ознаки як облігацій, так і акцій (наприклад, привілейовані акції і конвертовані облігації) і похідні інструменти — варанти, опціони, ф'ючерси тощо.

Ринок інструментів позики має справу з позичковим капіталом, а ринок інструментів власності — з частками (паями) власності в капіталі фірми.

Фондовий ринок має справу з інструментами довгострокової позики й інструментами власності, похідними фінансовими інструментами.

На міжнародних ринках цінних паперів ведеться торгівля цінними паперами, деномінованими в іноземних валютах.

Банк міжнародних розрахунків розрізняє такі види емісій цінних паперів на міжнародному ринку:

- емісія цінних паперів нерезидентами в національній або іноземній валюті на внутрішньому фінансовому ринку країни;
- емісія цінних паперів резидентами в іноземній валюті;
- емісія цінних паперів резидентами в національній валюті, які призначені для продажу іноземним інвесторам [47, с. 181].

Міжнародний ринок цінних паперів має дві структурні складові:

▪ іноземний ринок цінних паперів. Це фінансовий ринок держав, на якому укладаються угоди щодо фінансових активів нерезидентів — іноземних цінних паперів;

▪ євrorинок цінних паперів. Це ринок, на якому випускаються, купуються та продаються цінні папери, виражені в євровалютах. Визначення європаперів наведено в Директиві Комісії ЄС № 89/298/ЄЕС, згідно з якою європапери — це обігові цінні папери, які:

а) проходять андеррайтинг і розміщуються за посередництвом синдикату, щонайменше два учасники якого зареєстровані в різних країнах;

б) пропонуються в значних обсягах в одній або більше країнах, за винятком країни реєстрації емітента;

в) можуть бути початково придбані (у тому числі й шляхом передплати) лише за посередництва кредитної організації або іншої фінансової інституції.

Для функціонування ринку цінних паперів необхідні певні передумови: попит, пропозиція, посередники, системи регулювання і саморе-

гулювання. Попит на цінні папери визначається добробутом нації. Чим вищий рівень життя, тим більше заощаджень у населення і можливості купівлі цінних паперів. Пропозиція визначається попитом. Вона тим вища, чим більше розвинутий ринковий механізм поставки джерел довгострокового кредитування і фінансування. Для розвитку ринку цінних паперів необхідні фахівці інвестиційного бізнесу і система підготовки таких фахівців. І нарешті, потрібні посередницькі організації — брокерські та інвестиційно-дилерські фірми, фондові біржі та органи регулювання інвестиційного бізнесу.

Ринок цінних паперів — найважливіше джерело інвестиційних ресурсів для урядів, корпорацій та банків.

### ***Інвестиційний капітал***

Термін «інвестиції» має декілька значень. Найбільш загальне — це визначення інвестицій як використання грошей з метою отримання доходу або нарощування капіталу. Всі види майнових та інтелектуальних цінностей, які вміщені в об'єкти підприємницької й інших видів діяльності з метою отримання прибутку або досягнення соціального ефекту, є інвестиціями.

Уже з цього визначення видно, що йдеться не просто про гроші, а про гроші, котрі є грошовою формою кругообігу капіталу, тобто інвестиційним капіталом. Інвестиційний капітал може бути власним (нерозподілений прибуток, амортизаційні відрахування) і позиченим, джерелом якого є тимчасово вільні чужі грошові кошти. Але вільні грошові кошти не є інвестиціями. Вони перетворюються на інвестиції в руках тих, хто витрачає їх на купівлю елементів виробництва, що приносить доход, тобто перетворює на реальні активи. Реальні активи — це економічні ресурси фірми: основний і оборотний капітал, нематеріальні кошти<sup>13</sup>, використовувані для виробничої діяльності з метою отримання доходу. Власні накопичення, переходячи в реальні активи, прямо перетворюються на інвестиції. Чужі вільні грошові кошти (заощадження) перетворюють на інвестиції через ринок капіталу, насамперед через фондовий ринок.

Об'єктами інвестування можуть бути реальні інвестиційні проекти, об'єкти нерухомості та різні фінансові інструменти. Фінансові інструменти як об'єкти інвестування — це різні типи фінансових зобов'язань:

- депозитні вклади в банку;
- цінні папери (облігації, акції, опціони тощо).

<sup>13</sup> *Нематеріальні активи*: патенти, ліцензії, ноу-хау, товарні знаки тощо.



Отже, термін «інвестиції» використовують для позначення:

а) вкладання грошових коштів, інтелектуальних цінностей у реальні активи, тобто у виробництво;

б) вкладення грошових коштів у фінансові інструменти, тобто купівля цінних паперів.

У цьому розділі і далі під інвестиціями будуть розумітися вкладення у фінансові активи, а не у виробництво. Іншими словами, ми розглядатимемо інвестиції як будь-який фінансовий інструмент, у який можна вмістити гроші, розраховуючи зберегти або примножити їхню вартість і забезпечити позитивну величину доходу. Інвестор — це той, хто при закупівлі цінних паперів думає насамперед про мінімізацію ризику.

На відміну від інвесторів, спекулянт готовий іти на розрахований ризик<sup>14</sup>, а гравець — на будь-який ризик.

Цінні папери або фондові цінності — це інструменти вкладання грошей, які являють собою чиї-небудь боргові зобов'язання або які забезпечують право участі в компанії як власника. На цій підставі вони поділяються на портфельні інвестиції і прямі інвестиції (ПП). Портфельні інвестиції складаються з короткострокових вкладень (кредитні векселі і т. ін., строком до одного року і менше) і довгострокових вкладень (придбання акцій у зарубіжному підприємстві, яке не належить і не підконтрольне інвестору). Прямі зарубіжні інвестиції — це довгострокові вкладання на строк понад один рік або безстрокові (придбання облігацій і акцій в зарубіжному підприємстві, яке значною мірою є власністю інвестора або під його контролем). Отже, інвестиції пов'язані або з інтересами кредитора (портфельні), або з участю капіталу як власника (прямі).

Таким чином, розрізняють:

- реальні та фінансові інвестиції;
- державні й приватні інвестиції;
- короткострокові й довгострокові інвестиції;
- прямі й портфельні інвестиції.

Основна мета інвесторів:

- безпека вкладень;
- збільшення поточних доходів;
- накопичення коштів для великих витрат;
- накопичення коштів на пенсійний період;
- зростання вкладень;
- приховування доходів від податків;
- ліквідність вкладень.

<sup>14</sup> *Спекуляція* — це операція купівлі й продажу фінансових інструментів, вартість і доходність яких у майбутньому є невизначеними величинами.

Під безпекою вкладень розуміють невразливість інвестицій від потрясінь на ринку інвестиційного капіталу і стабільність отримання доходу. Безпека звичайно досягається на шкоду доходності і зростанню вкладень. Найбільш безпечними вважаються вкладання в облігації державних позик. Найбільш ризикованими — вкладення в акції молоді наукомісткої компанії, котрі можуть бути найбільш вигідними за доходністю і зростанням інвестицій. Максимізація доходу на інвестиції зазвичай пов'язана з низьким рівнем безпеки.

Оптимальне поєднання безпеки і доходності досягається ретельним добором і періодичною ревізією цінних паперів.

Нарощувати вкладення можуть лише тримачі звичайних акцій. За акціями лише частина приросту капіталу зраховується в дохід інвестора і обкладається звичайним прибутковим податком.

Інтерес до зростання капіталу породив цілий клас цінних паперів, які іменуються паперами зростання. Основними видами доходів з правом на податкові пільги є: відсотки з безподаткових муніципальних облігацій та цінних паперів Казначейства, доходи з акцій з податковим захистом. Постійний дохід дає ануїтет — рентний контракт, який дає право ануїтанту отримувати довічну ренту.

Деякі інвестори при виборі цінних паперів віддають перевагу їхній ліквідності або ринковості. Під ліквідністю розуміється можливість швидкого і безбиткового для інвестора перетворення цінних паперів на гроші.

Жодний цінний папір не має таких якостей, які забезпечували б досягнення всіх перерахованих цілей. Механізм ринку цінних паперів діє так, що коли цінні папери справді надійні, то доходність буде низькою, оскільки підвищення попиту на них підніме ціну і зіб'є доходність. Аналогічно складається відношення між такими якостями цінних паперів, як перспектива зростання капіталу і доходність.

Оптимальність портфеля цінних паперів досягається диверсифікацією вкладень, коли капітал розподіляється між численністю різних цінних паперів, а також регулярним переглядом портфеля. Заведено обмежувати інвестиції в один вид цінних паперів 5—10 % від загальної вартості портфеля.

### ***Постачальники та споживачі інвестиційного капіталу***

---

Фондовий ринок — це механізм для укладення угод між тими, хто пропонує цінні папери, і тими, хто пропонує гроші. В операції купівлі-продажу на фондовому ринку продавцем вважається той, хто продає цінні папери, а покупцем — власник грошей. Цінний папір

протистоїть грошам як особливий товар, випуск якого в обіг називається емісією.

Продавці цінних паперів (вони ж є і споживачами інвестиційного капіталу) називаються **емітентами**, а покупці цінних паперів (вони ж є постачальниками інвестиційного капіталу і тримачами цінних паперів) — **інвесторами**. Емітент — лише перший продавець цінних паперів, котрий випускає їх для отримання грошей, необхідних йому для своєї діяльності. Він випускає цінні папери від свого імені і несе відповідальність за них. Але емітент може продати цінні папери не кінцевому тримачеві цінних паперів, а посереднику (перекупнику), котрий спочатку виступає як покупець, а потім — як продавець цінних паперів. А відтак поняття «емітент» і «продавець» збігаються лише на первинному ринку цінних паперів. На вторинному ринку, де відбувається їх перепродаж, ці поняття різні.

Єдиним джерелом інвестиційного капіталу є заощадження. Заощадження виникають, коли доходи підприємств, уряду й окремих громадян перевищують їхні витрати. Найбільшими постачальниками інвестиційного капіталу є індивідуальні заощадники. Особисті заощадження (у формі банківських депозитів, сертифікатів пенсійних фондів, облігацій державних позик, корпоративних цінних паперів, страхових полісів тощо) досягають 20—30 % всіх заощаджень.

Нефінансові корпорації є головними творцями інвестиційного фонду (приблизно 60 % у розвинутих країнах), але їхні заощадження в основному, набуваючи форми нерозподіленого прибутку й амортизаційних відрахувань, залишаються всередині корпорації. Фінансові потреби корпорацій, як правило, перевищують їхні заощадження. А тому на ринку інвестиційного капіталу підприємницький сектор виступає як чистий кінцевий позичальник-споживач інвестиційного капіталу. Державний сектор також звичайно виступає чистим позичальником.

За конституцією багатьох країн, місцеві органи влади можуть випускати цінні папери як для власних, так і для закордонних інвесторів. Вартість муніципальних цінних паперів визначається здатністю місцевих органів виплачувати відсотки і дотримуватися строків погашення боргу.

Інституціональними постачальниками інвестиційного капіталу є комерційні банки, траст-компанії, страхові і пенсійні фонди. Комерційні банки проводять фінансові операції в основному на грошовому ринку, де вони виступають покупцями і продавцями казначейських білетів та інших державних цінних паперів зі строком погашення не більше трьох років.

На ринку інвестиційного капіталу їхня роль не така значна. Банки можуть випускати свої акції. Траст-компанії виконують агентську функцію по управлінню і зберіганню індивідуальних портфелів цінних паперів, передачі акцій. Траст може бути опікуном корпоративних облігацій тощо. Інвестиційна діяльність страхових компаній і пенсійних фондів лежить у сфері високодоходних довгострокових цінних паперів. Страховий бізнес є величезним тримачем інституціональних заощаджень. Пенсійні фонди також є великими покупцями високодохідних державних і корпоративних цінних паперів, оскільки доход на інвестиції пенсійних фондів не обкладається податком.

Іноземний сектор (іноземні корпорації, уряди й окремі громадяни) може бути і чистим позичальником, і чистим заощадником щодо певної країни. Якщо іноземний сектор має від'ємний баланс руху капіталу з даною державою, то він по відношенню до неї є чистим кредитором, якщо баланс позитивний, — то чистим боржником.

Особливе місце на ринку займає центральний банк. Центральний банк випускає державні облігації, виплачує з них відсотки і погашає їх. Для управління урядовими депозитами центральний банк має особливий рахунок для вкладання надлишку урядових доходів у цінні папери (звичайно самого ж уряду).

Одним із завдань центрального банку є управління державним боргом: визначення властивостей облігацій, умов їхнього випуску, розміщення, зміна складу боргу.

Державний борг являє собою кумулятивний (за всі роки) дефіцит державного бюджету. Він складається з ринкових облігацій і неринкових облігацій.

#### **Ринкові облігації:**

- казначейські векселі, котрі продаються Міністерством фінансів центрального банку за його заявкою. Строк їх погашення — до одного року;

- казначейські ноти і казначейські облігації, які мають купони, на котрих вказано відсоток і дату їхньої виплати. Строк погашення — від 2 до 30 років.

#### **Неринкові облігації:**

- заощаджені облігації та інші, котрі реєструються на ім'я тримача і не можуть бути продані. Заощаджені облігації можуть бути продані за номінальною вартістю в будь-який час, що робить їх високоліквідними.

Періодично уряд випускає облігації, які деноміновані в іноземній валюті для розміщення за кордоном. Основна мета таких випусків — забезпечити стабільність валютного курсу.

Керуючи державним боргом, центральний банк збирає і обробляє економічну інформацію, стежить за змінами попиту на цінні папери, рівнем відсотка і ліквідності на РЦП. Центральний банк піклується про умови маркетингу і розподіл облігацій, погоджуючи їх фондову політику з кредитно-грошовою і фіскальною.

### ***Посередники на ринку цінних паперів***

Постачальники інвестиційного капіталу (інвестори) купують цінні папери, споживачі інвестиційного капіталу (емітенти) випускають (продають) їх. Операції купівлі-продажу цінних паперів здійснюються на ринку цінних паперів через посередників: інвестиційних дилерів і брокерів, інвестиційного фонду, депозитарію (установи, що зберігає цінні папери та оформляє передавання прав власності на них), розрахунково-клірингових установою, реєстраторів. Посередники надають послуги емітентам, інвесторам у здійсненні фондових операцій. Брокер здійснює операції з цінними паперами на основі договору з клієнтом і за його рахунок. За послугу брокер отримує комісійні, а тому брокерська діяльність належить до розряду комісійної діяльності.

Дилер здійснює операції від свого імені і за свій рахунок з метою перепродажу цінних паперів третім особам або формування власного резерву цінних паперів. Дилерська діяльність належить до комерційних.

Крім цих двох видів послуг, на РЦП існує депозитарна діяльність:

- 1) зберігання і передача цінних паперів та пов'язаний з цим їхній облік;
- 2) збирання, звіряння, коригування документів і проведення взаємних розрахунків — розрахунково-клірингова;
- 3) діє реєстратор — юридична особа, яка веде реєстр власників цінних паперів.

Посередницькі операції з випуску й обігу цінних паперів можуть виконувати:

- банківські установи;
- інвестиційні компанії, котрі поєднують функції фінансового посередника й інституціонального інвестора;
- підприємства, що спеціалізуються на роботі з цінними паперами і здійснюють посередницьку діяльність з випуску й обігу цінних паперів.

Організаційно оформленим і постійно діючим ринком цінних паперів є фондова біржа — добровільне об'єднання посередників фондового ринку.

### ***Ризик інвестування***

Ринок цінних паперів породжує інвестиційний ризик. Інвестиційний ризик полягає в:

- ризику втрати інвестованого капіталу;
- ризику втрати можливості отримання очікуваного доходу.

**Ризик втрати капіталу** безпосередньо залежить від ринкового ризику і бізнес-ризик. Ринковий ризик безпосередньо не пов'язаний з комерційною і виробничою діяльністю фірми. Він може залежати від руху відсоткової ставки, біржової спекуляції, страйку тощо. Бізнес-ризик визначається можливістю і здатністю фірми підтримувати рівень доходу на вкладений капітал, а для акціонерного товариства — на акції. Опосередковано на бізнес-ризик впливає і конкурентна обстановка на міжнародному товарному, кредитному і валютному ринках.

**Ризик втрати очікуваного доходу** залежить від відсоткового ризику і ризику зміни купівельної спроможності грошей. Наприклад, державні облігації мають номінальну вартість, виражену в грошах. Несподіване підвищення цін зменшує реальну вартість облігацій на відсоткову величину знецінення грошей. Доходність акції складається з виплачуваного дивіденду і змін в ціні акції. Дивіденди і доходи від приросту капіталу (за досить великі періоди) визначаються виручкою компанії, котра залежить від технологічних, конкурентних, економічних та політичних чинників. Коливання валютного курсу також впливають на доходність цінних паперів.

Можливість того, що цінні папери будуть одночасно і доходними, і надійними, вкрай мала. Високий доход, як правило, супроводжується і великим ризиком. Інвестор, обираючи об'єкт інвестування, керується перевагою, яку він надає або безпеці руху капіталу, або отриманню високого доходу. Цінні папери відносять до ризикованих, якщо норма прибутку на вкладений капітал сильно коливається. В принципі ж будь-які інвестиції в цінні папери вміщують елемент ризику.

Співвідношення ризику і доходу за видами цінних паперів або видами вкладів у США наведено в табл. 8.1 [14, с.148].

Таблиця 8.1

**ХАРАКТЕРИСТИКА РИЗИКУ ДОХОДІВ  
ЗА ВИДАМИ ЦІННИХ ПАПЕРІВ АБО ВИДАМИ ВКЛАДІВ У США**

Цінний папір або вид вкладу	Доход на інвестиції	Ризик втрат інвестованого капіталу		Ризик втрати очікуваного доходу	
		Ризиковий ризик	Бізнес-ризик	Відсотковий ризик	Ризик зміни купівельної спроможності грошей
Спекулятивні прості акції	15—20	В	В	Н	Н
Акції зростання	10—12	В	В	Н	Н
Акції з «блакитними корінцями»	8—10	С	С	Н	Н
Сертифікати інвестиційних фондів	8—10	С	С	Н	Н
Доходні акції	7—8	С—Н	С—Н	С	С
Конвертовані привілейовані акції	6—10	В—С	В—С	Н	Н
Конвертовані облігації	5—10	В—С	В—С	Н	Н
Облігації підприємства	5—8	С—Н	С—Н	В—С	В
Муніципальні облігації	4—5	Н	Н	В	С
Державні облігації	4—6	Н	Н	В	В
Рахунок в ощадному або комерційному банку	4—5	Н	Н	Н	В
Рахунок в швейцарському банку	0	Н	Н	Н	В
Заощадження в сейфі або в «панчосі»	0	Н	Н	Н	В

## **8.2. Етапи й тенденції розвитку світового фондового ринку**

Розвиток світових фондових ринків пройшов 4 етапи.

**Перший етап** охоплює період 1860—1914 рр. На цьому етапі бурливо розвиваються національні фондові ринки, поширюється міжнародне переміщення капіталів, починає формуватися глобальний ринок капіталів.

На формування світового фондового ринку в цей час вплинули такі чинники:

- зміна структури і складу позичальників на ринку капіталу. У 1870 р. на світовому ринку 60 % іноземних запозичень припадало на урядові позики, а в 1914 р. — менше 30 %. Зростає роль приватних позик (збільшується емісія корпораціями акцій та облігацій);
- виробничий характер переважної частини запозичень;
- переважно довгостроковий характер здійснюваних запозичень;
- зростання взаємодії учасників фондового ринку;
- впровадження новітніх засобів комунікації і зв'язку;
- становлення фондових бірж як ключового елемента світового ринку капіталів.

**Другий етап** охоплює період 1920—1945 р. На цьому етапі починається розпад світового фондового ринку і зникнення умов забезпечення розвитку світового ринку капіталів у довоєнний час.

Після Першої світової війни змінюється розстановка сил на світовому ринку капіталів. Країни Західної Європи перетворюються з експортерів на імпортерів капіталу.

Головним кредитором на світовому ринку капіталів стають США. Однак наприкінці 20-х років експорт капіталу зі США у зв'язку з економічним піднесенням уповільнився. На фондовому ринку США зростання котировок акцій (індекс Доу-Джонса) у 1924—1929 рр. становив 300 %. Американські банки втрачають інтерес до західноєвропейського ринку. Потік приватного капіталу спрямовується на американський ринок, що погіршило фінансовий стан (аж до банкрутства) західноєвропейських банків, залучених до міжнародних операцій. Внаслідок цього американські банки зіткнулись із серйозними фінансовими труднощами, оскільки вони позбавилися стабільних джерел надходження коштів на погашення раніше наданих кредитів західноєвропейським банкам.

Світова економічна криза 1929—1933 рр. і введення валютних обмежень з поточних і капітальних операцій на початку Другої світової війни призвели до дезінтеграції світового фондового ринку.

**Третій етап** охоплює період 1945—1972 рр.

Розвиток валютних і фінансових відносин визначила Бреттон-Вудська угода 1944 р.

Міжнародний рух капіталу в перші повоєнні роки здійснювався переважно за державними каналами, а переміщення приватного капіталу жорстко державна. Через жорсткі валютні обмеження міжнародна діяльність національних ринків капіталів практично була відсутньою.

Формування світового ринку капіталів пішло шляхом розвитку євровалютного ринку, ринку єврооблігацій.



Світовий фондовий ринок на цьому етапі був представлений двома рівнями:

- на верхньому рівні функціонував облігаційний ринок;
- на нижньому діяли замкнуті, відособлені національні ринки, на яких операції з цінними паперами жорстко регулювалися збоку національних органів.

Однак ступінь «прозорості» кордонів між світовими і національними фондовими ринками поступово підвищується, що свідчить про прояв глобалізації ринку капіталів.

**Четвертий етап** охоплює період з 1973 р. і понині. У цей період відбуваються радикальні перетворення національних фондових ринків розвинутих країн:

- створюється ринок банківських послуг;
- ринок державних запозичень;
- ринок корпоративних цінних паперів.

Фактично йдеться про «фінансову революцію», складовою частиною якої стали:

- дерегуляція фінансових операцій усередині країни;
- лібералізація національних режимів у частині руху довгострокових капіталів;
- формування активної ринкової грошово-кредитної політики.

Політика дерегулювання і лібералізації створила умови для інтеграції національних фондових ринків, розширення масштабів операцій на них і переливання приватних капіталів між країнами. Створився тісний взаємозв'язок між світовими фондовими ринками провідних країн.

Змінюється модель проведення фінансових операцій: банки втрачають свою роль головних фінансових посередників, поступаючись місцем фондовому ринку.

Сучасний стан світового фондового ринку характеризується кількісною оцінкою його обсягу, динамікою та структурою різних видів цінних паперів.

Загальний обсяг світового фондового ринку становить майже 70 трлн дол. США. При цьому 42 % припадає на ринок акцій і 58 % — на боргові зобов'язання<sup>15</sup>. Половина всього світового ринку за акціями і зобов'язаннями припадає на США [46, с. 233]. Обороти на ринку акцій становлять 800 млрд дол. на день, а на ринку облігацій — 950 млрд

---

<sup>15</sup> Обсяг світового фондового ринку розрахований за методом, який передбачає підсумовування заборгованості за борговими цінними паперами, за винятком векселів, та ринкової вартості акцій (у розрахунках беруть участь цінні папери, які перебувають в обігу на організованих ринках цінних паперів).

дол. Співвідношення між обсягами ринків акцій та облігацій у цілому відображають ситуацію на ринках розвинутих країн завдяки їхньому абсолютному домінуванню на світовому фондовому ринку. За окремими державам ці пропорції можуть значно відрізнятись. Так, у країнах Східної Азії більша частина ринку припадає на акції, а в державах Латинської Америки — на боргові папери.

Сумарні обороти фондового ринку майже рівняються з оборотами валютного ринку (1,9 трлн дол.).

Основні тенденції сучасного розвитку світових фондових ринків:

- *зростання валютного чинника в операціях світових фондових ринків.* Нестабільність валютних курсів істотно впливають на рух фінансових потоків між ринками розвинутих країн;

- *сек'ютеризація фінансових операцій з акцентом на розвиток корпоративних фінансових інструментів (передусім акцій та їхніх похідних)<sup>16</sup>;*

- *посилення взаємозалежності національних фондових ринків.* Це проявляється насамперед у практично синхронному підвищенні або падінні курсів цінних паперів на національних ринках капіталів різних країн;

- *зростання амплітуди коливань курсів цінних паперів.* Синхронне коливання руху котировок цінних паперів на національних ринках створює умови для збільшення масштабів їхніх коливань і тривалості циклів руху курсів;

- *посилення впливу ринку капіталів на економіку.* Висока кон'юнктура на фондових ринках розвинутих країн сприяє підтриманню високої ділової активності в західних країнах, у стимулюванні науково-технічного прогресу, модернізації виробництва, концентрації капіталу. Наприклад, у США 60 % загального обсягу щорічних інвестицій в економіку припадає на компанії, які пов'язані з новітніми технологіями;

- *зміна інфраструктури фондового ринку.* Застосування комп'ютерних телекомунікаційних технологій загострює конкурентну боротьбу всіх інфраструктурних елементів фондового ринку і його учасників, змушує їх удосконалюватися технічно, організаційно і технологічно. Насамперед, змінюється організація діяльності фондових бірж, вони розширюють спектр фінансових послуг, формують біржові альянси і союзи. Особливістю інфраструктури світового фондового ринку є рівність обсягів операцій на біржовому і позабіржовому фондовому ринку;

<sup>16</sup> Сек'ютеризація — це процес перетворення малоліквідних фінансових активів на інструменти ринку капіталів (довгострокові боргові зобов'язання, акції), придатні для продажу.

▪ *уніфікація нормативної бази регулювання операцій на фондових ринках.* Законодавчі норми регулювання операцій на фондовому ринку, які приймаються практично одночасно у США, Західній Європі та Японії, мають подібний зміст. Вони стосуються вимог у сфері фінансової звітності корпорацій, інсайдерської торгівлі, діяльності аналітичних та консультативних служб, рейтингових компаній тощо;

▪ *розвиток інфраструктури транскордонних операцій з фінансовими інструментами.* Так, на світовому валютному ринку в 2002 р. почала діяти Система безперервних розрахунків. Вона дає можливість знизити термін від моменту укладання угоди до остаточного розрахунку з 2—3 днів до декількох годин. Система застосовується також для розрахунків за цінними паперами та інструментами грошового ринку. Запроваджується система автоматизації оброблення заяв на купівлю та продаж інструментів фінансового ринку. У Західній Європі створюється єдина платформа за клірингом та розрахунками по цінних паперах. Через усе це можна суттєво знизити витрати операцій та мінімізувати ризики завдяки прискоренню розрахунків.

Рівень розвитку та роль фондового ринку в різних країнах неоднакові. Це зумовлено відмінностями в структурі власності на акціонерний капітал та в системі контролю над компаніями. Фондовий ринок найбільш розвинутий у країнах, де існує «аутсайдерська» модель контролю над капіталом (у США, Великій Британії та інших англосаксонських країнах). Для цієї моделі характерні такі риси:

▪ капітал акціонерних компаній належить до широкої групи індивідуальних та інституціональних власників;

▪ існують ефективні механізми захисту прав інвесторів та система розкриття інформації. Якщо менеджмент компанії заземлює права інвесторів або працює неефективно, то власники реалізують свої цінні папери, і внаслідок великої розпорошеності капіталу компанія може стати об'єктом недружнього поглинання;

▪ визначена відособленість менеджменту компанії від акціонерів за рахунок того, що акціонерна власність розпорошена між великою кількістю власників, яким важко координувати свої дії.

Для країн Європи, Японії, країн, що розвиваються, характерна «інсайдерська» модель контролю над капіталом. Ця модель характеризується такими рисами:

▪ власність на акції сконцентрована у великих пакетах;

▪ поширення перехресного володіння паперами;

▪ фондовий ринок менш розвинутий, ніж «аутсайдерська» модель. Його обсяг менший більш низької капіталізації компаній та меншої кількості паперів, що обертаються на ринку;

- великі акціонери мають можливість ефективно функціонувати один з одним для контролю над менеджментом компанії;
- інтереси дрібних акціонерів захищені гірше;
- недружнє поглинання здійснити практично неможливо.

Аутсайдерська модель вважається більш сучасною та гнучкою, краще реагує на зміни ринкового середовища.

Основна функція фондового ринку полягає в перерозподілі грошових коштів. У країнах з інсайдерською моделлю роль фондового ринку в перерозподілі вільних грошових коштів порівняно менша, ніж при аутсайдерській, оскільки в цих країнах економічні суб'єкти віддають перевагу банківському кредитуванню.

### 8.3. Класифікація цінних паперів

Цінні папери — це грошові документи, що засвідчують право володіння або позичкові відносини, визначають взаємини між особою, яка випустила їх, та їхнім власником і передбачають, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів або відсотків, а також можливість передачі грошових та інших прав, що впливають з цих документів, іншим особам.

У країнах з розвинутою ринковою економікою поряд з наявним оформленням цінних паперів широко використовується оформлення їх шляхом запису в книгах обліку або рахунках, які ведуться на магнітних та інших носіях інформації, тобто в безготівковій (безпаперовій) формі.

Цінні папери дуже різноманітні, тому за певними ознаками їх розподіляють на види. Найдетальніша класифікація цінних паперів наведена О. Н. Мозговим у книзі «Фондовий ринок України» [49, с. 33—42]. В основу класифікації покладено такі ознаки, як економічна природа цінних паперів, мета, роль, відмінність емітентів, тип передачі майнових прав, строк погашення і спосіб виплати доходу, надійність тощо. Розглянемо ознаки деяких видів цінних паперів.

**За ознакою економічної природи** цінні папери поділяють на пайові папери, боргові папери і похідні фінансові інструменти. Пайові папери фіксують відносини співволодіння або пайової участі у формуванні статутного капіталу і розподілу прибутку (акції). Боргові папери є інструментами кредиту (облігації, векселі, ощадні та депозитні сертифікати) — письмові свідчення банку про депонування (вміщення) грошових коштів, котрі засвідчують право вкладника на отримання після закінчення встановленого строку депозиту і відсотків по ньому.

Сертифікати можуть бути строковими і на вимогу, іменні та на пред'явника. Похідні фінансові інструменти (опціони, ф'ючерси, варанти тощо) засвідчують право на купівлю або продаж цінних паперів (найчастіше акцій).

**Залежно від мети** цінні папери поділяють на фондові та комерційні. Фондові цінні папери (акції, облігації) є інструментами інвестування капіталу, обертаються на фондовому ринку, вони, як правило, є безстроковими або діють понад один рік. Комерційні папери (вексель, акредитив та ін.) є кредитними інструментами, опосередковують торговельні операції і обертаються на грошовому ринку. Ці папери переважно короткострокові і лише частково використовуються для інвестування капіталу.

**За емітентами** цінні папери поділяють на випущені фірмами, акціонерними товариствами, урядом, державними установами, банками, місцевими органами влади.

**За типом передачі** майнових прав цінні папери поділяють на іменні цінні папери, на пред'явника та перевідні. Перехід прав за іменним цінним папером потребує ідентифікації (підтвердження) власника. Перехід прав за цінним папером на пред'явника не потребує ідентифікації власника.

Перевідний цінний папір (вексель — тратта) випикується кредитором (трасантом) і являє собою наказ боржнику (трасату) про оплату в означений строк визначеної суми третій особі (ремітенту) або пред'явникові. При передачі векселя від одного власника до іншого на його зворотному боці робиться передавальний напис, який називається індосаментом. Перевідний вексель дає можливість кредитору розраховуватися за своїми власними боргами.

**Залежно від ролі** цінні папери поділяють на основні (акції, облігації, сертифікати) і похідні (ф'ючерси, опціони, варанти та ін.). Останні не дають ні права власності, ні права отримання за ними доходу. Вони лише засвідчують право на купівлю інших цінних паперів (акцій, облігацій), валюти і товару, і їх вартість походить від вартості останніх.

Цінні папери поділяються на ринкові, котрі можна перепродавати, і на неринкові, котрі можна продати лише один раз.

**За способом валюти доходу** цінні папери поділяють на:

- цінні папери з фіксованим платежем (облігації і привілейовані акції);
- цінні папери з плаваючою ставкою (облігації з плаваючим відсотком, який залежить від облікової банківської ставки);
- цінні папери, доход за якими прямо залежить від розміру чистого прибутку підприємства (звичайна акція).

**За ознакою території обігу** цінні папери поділяють на:

- регіональні (облігації місцевих органів управління);
- національні (цінні папери внутрішнього фондового ринку);
- міжнародні цінні папери, котрі можуть вільно обертатися на території інших країн.

До іноземних цінних паперів належать цінні папери емітентів, котрі не є резидентами даної країни і випуск яких зареєстрований в інших країнах.

**За ступенем надійності** цінні папери поділяють на високоякісні (з високою імовірністю повернення капіталу і отримання доходу) і ординарні (з більш низькою ймовірністю).

Існують і інші групування цінних паперів.

До найпоширеніших цінних паперів належать акції, облігації, ф'ючерси та опціони.

## 8.4. Міжнародний ринок титулів власності

---

Міжнародний ринок титулів власності поділяється на ринок акцій, на який припадає близько 80 % усіх нових міжнародних розміщень титулів власності, та ринок депозитарних розписок, на який припадає близько 20 %.

Титули власності — це інструменти, які підтверджують участь інвестора в капіталі компанії.

### *Міжнародний ринок акцій*

---

**Акція** — це цінний папір без установленого строку, який свідчить про внесення певної пайки в капітал акціонерного товариства, дає право її власникові на придбання частини прибутку у формі дивіденду, на участь у розподілі майна при ліквідації акціонерного товариства. Акція породжена акціонерною формою підприємств (корпорацій), статутний капітал яких створюється шляхом випуску загальних акцій, що дають право голосу, і привілейованих (преференційних) — неголосуючих акцій. Статутний капітал корпорації — це та кількість акцій, котру корпорація може випустити згідно зі статутом. Випущені акції являють собою продану частину статутного капіталу. Оборотні акції — це та частина випущених акцій, яка залишається в руках тримачів. Якщо корпорація не викуповує частини випущених акцій, то кількість випущених акцій дорівнює кількості оборотних.

Тримачі акцій стають акціонерами корпорації, її власниками, отримують право голосу (одна звичайна акція — один голос) при вирішенні питань на річних і надзвичайних зборах акціонерів, де затверджуються рішення правління більшістю голосів — звичайних акцій (контрольний пакет акцій).

Акції можуть бути іменними і на пред'явника. Номінальна вартість акції встановлюється під час формування акціонерного товариства і фіксується на її лицьовій стороні. Номінальна вартість акції не є відображенням величини реальних активів корпорації і останнім часом, як правило, не вказується. Акції без номінальної вартості випускаються за ціною, привабливою для інвесторів.

Балансова вартість акції обчислюється як частка від ділення чистої вартості активів акціонерного товариства на кількість випущених і розповсюджених акцій.

Курсова (ринкова) вартість акцій визначається співвідношенням попиту і пропозиції на них на ринку цінних паперів. Це — поточна вартість на фондовій біржі або в позабіржовому обігу.

**Звичайні акції** — це акції, дохід від яких залежить від чистих доходів корпорації та її дивідендної політики. Розподіл прибутку між власниками звичайних акцій здійснюється пропорційно вкладеному капіталу залежно від кількості куплених акцій. Однак не весь чистий прибуток іде на виплату дивідендів на звичайні акції. Після виплати преференційних дивідендів у більшості корпорацій частина чистого прибутку йде на фінансування майбутніх інвестицій. Ризик вкладення капіталу у звичайні акції пов'язаний саме з тим, що дивіденди на звичайні акції можуть скорочуватись і навіть не виплачуватись. Інколи дивіденди виплачуються не грошима, а акціями. Якщо корпорація збанкрутує, то тримачі звичайних акцій можуть втратити всі свої інвестиції. Коли мова піде про претензії на активи і прибуток корпорації, власники звичайних акцій опиняться на останньому місці — після банків, власників облігацій і привілейованих акцій.

Джерелом ризику звичайних акцій може бути або ринок акцій, або фірма, або і перше і друге.

Привабливість звичайних акцій у тому, що вони дають право голосу, переважне право придбання акцій нових емісій, можливість нарощувати капітал (підвищення з часом ціни акцій), завдяки високій ліквідності (ринковість), тобто достатньо активній торгівлі акціями в будь-який час.

**Залежно від ступеня ризику і доходності** акції, які обертаються на ринку цінних паперів (РЦП), поділяються на акції:

- з «блакитними корінцями»;

- доходні;
- акції зростання;
- циклічні;
- спекулятивні.

**Акції з «блакитними корінцями»** — це акції, які випускаються потужними корпораціями (в США: IBM, Dow Chemical, General Motors та ін.), котрі за всю свою історію стабільно виплачували дивіденди своїм акціонерам. Ці акції і безпечні, і доходні.

**Доходні акції** — це акції телефонних корпорацій, корпорацій водо-, газо- і електропостачання, а також інших компаній, дивіденди з яких перевищують середній рівень. Акції таких корпорацій, як правило, з часом зростають.

**Акції зростання** — це акції корпорацій, прибуток яких вищий від середнього рівня, але дивіденди не дуже високі, оскільки корпорації фінансують розширення виробництва, науково-технічні розробки і т. ін. Майбутня вартість акцій таких корпорацій має велику ймовірність зростати.

**Циклічні акції** — це акції, ціна яких зростає і знижується синхронно зі спадами і підйомами в економіці. В основному це акції корпорацій базових галузей економіки. Інвестори прагнуть купити такі акції в період піднесення і встигнути їх продати до початку спаду.

**Спекулятивні акції** — це акції корпорацій, які не можуть пред'явити курс на 5–6 років. Вони звичайно продаються «з прилавка», минаючи біржу, коштують набагато менше, ніж акції відомих корпорацій, але мають великий ступінь ризику.

Поряд зі звичайними акціями корпорації випускають **привілейовані** (преференційні) в розмірі, що не перевищує 10 відсотків статутного фонду корпорації.

Ці акції надають їхнім власникам ряд переваг (преференцій), але не дають права голосу, права брати участь в управлінні корпорацією (якщо інше положення не передбачене її статутом).

До привілеїв належать:

1) право отримувати фіксований доход або у вигляді відсотка від вартості акцій, або певної суми грошей, виплачуваних незалежно від результатів діяльності корпорацій;

2) переважне право: а) на першочергове отримання дивідендів; б) на пріоритетну участь (після задоволення кредиторів — банків тримачів облігацій) в розподілі майна корпорації при її ліквідації; в) якщо розмір дивідендів, виплачуваних за звичайними акціями, перевищує розмір дивідендів з привілейованими акціями, тримачам останніх може проводитися доплата.



Привілейовані акції бувають таких видів:

- кумулятивні, які мають право накопичення невикористаних дивідендів, нарахування їх і виплати в наступному за пропущеним періодом;
- некумулятивні, за якими невикористані дивіденди не приєднуються до дивідендів наступних років;
- конвертовані, які обмінюються на встановлену кількість звичайних акцій або облігацій даної корпорації;
- неконвертовані, які не можуть змінювати свій статус;
- з часткою участі, що дає право тримачам цих акцій на отримання додаткових дивідендів понад передбачених, якщо дивіденди за звичайними акціями більші.

Різноманітність пільг робить привілейовані акції привабливими для інвесторів. Емітент зацікавлений у їхньому випуску, оскільки останній не призводить до розводження капіталу і дозволяє зберегти контрольний пакет акцій. Тримачі привілейованих акцій посідають проміжне становище між тримачами облігацій, що є кредиторами корпорацій, і тримачами звичайних акцій, які є співвласниками, що мають право брати участь в управлінні корпорацією. Привілейовану акцію можна розглядати як компенсацію за відсутність права голосу.

Інвестиційні якості привілейованих акцій визначаються:

1) *ступенем забезпеченості виплати всіх преференційних дивідендів за рахунок чистого прибутку.*

Вважається, що для адекватності такого покриття річне перевищення чистого доходу над преференційними дивідендами повинно бути як мінімум:

- для державних компаній комунального господарства у 2 рази;
  - для промислових компаній у 3 рази;
- 2) *безперервністю виплати преференційних дивідендів;*

3) *адекватністю забезпечення префакцій акціонерним капіталом компанії;*

▪ мінімальний акціонерний капітал у розрахунку на одну префакцію в кожному з останніх п'яти років повинен бути в 2 рази більшим від тієї величини активів, котру одержить тримач на кожну префакцію у випадку ліквідації компанії;

▪ річний приріст акціонерного капіталу в розрахунку на одну префакцію повинен бути порівняно стабільним або мати тенденцію до зростання за останні п'ять років;

4) *рейтингом префакцій.* Він визначається незалежними службами рейтингу цінних паперів приблизно за такими градаціями:

$P_+$  — «супер». Префакція прямо захищена третьою стороною (наприклад, материнською компанією) або забезпечена високоліквідними цінними паперами (банківські акцепти);

$P_1$  — вища якість. Відмінний захист з боку активів і більша здатність до виплати дивідендів;

$P_2$  — дуже добра якість. Надійність активів і прибутку;

$P_3$  — добра якість. Префакції добре захищені, але здатні піддаватися спадам у якості в період економічних труднощів;

$P_4$  — помірна якість. Захист адекватний, але існують чинники, які за несприятливих умов можуть послабити здатність компанії до своєчасної виплати дивідендів;

$P_5$  — спекулятивні. Немає впевненості, що компанія зможе захистити префакції.

Під час визначення рейтингу префакції аналізуються сама компанія, галузь, управління компанією, фінансовий стан та інші параметри її діяльності.

Деякі ТНК емітують свої акції для розповсюдження в різних країнах. Щоб потрапили на ринок будь-якої країни, вони повинні внести свої акції в курсові бюлетені цієї країни. Для цього потрібно:

- а) витратити великі кошти за вміщення інформації в бюлетені;
- б) надати достатній обсяг інформації, котра повинна пройти незалежну аудиторську перевірку і сертифікацію достовірності;
- в) сповістити зарубіжну пресу, брокерів і потенційних інвесторів про перспективи розвитку корпорації.

Міжнародний ринок акцій залежно від рівня економічного розвитку країн поділяється на зрілі ринки та ринки, що розвиваються.

Зрілі ринки — це ринки акцій розвинутих країн, які характеризуються високою часткою організованої торгівлі через біржі, високим рівнем ринкової капіталізації, розвинутою системою організаційного та правового забезпечення торгівлі акціями. Зрілими ринками акцій вважаються ринки США, Японії, країн ЄС, Канади, Австралії та ін.

Сукупний показник капіталізації зрілих ринків становить 93 % від загального обсягу світового ринку акцій.

Під капіталізацією ринку розуміється показник, що відображає ринкову вартість усіх компаній, які беруть участь в операціях на фондовому ринку. Ринкова вартість компанії визначається як добуток курсової вартості її акцій на кількість акцій, що перебувають в обігу.

Для аналізу ринків акцій використовують такі основні показники:

- відношення капіталізації ринку акцій до ВВП;
- щорічний оборот ринку акцій у відсотках від капіталізації;
- лістинг іноземних акцій на ринках окремих країн [65, с. 604].

Показник капіталізація/ВВП дуже важливий, оскільки він значною мірою характеризує рівень розвитку фондового ринку згідно з класифікацією Міжнародної фінансової корпорації та Міжнародного валютного фонду. Показник капіталізація/ВВП становив до світової фінансової кризи в 2007—2009 рр. у США 150 %, Фінляндії — 241, Швеції — 140, Швейцарії — 327, Люксембурзі та Великій Британії — 180, Нідерландах — 173 % [33, с. 42].

Ринки, що розвиваються (формується) — це ринки акцій країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою, які характеризуються високими темпами зростання, високим ризиком, низьким рівнем ринкової капіталізації і механізмом правового регулювання, який ще формується.

Серед ринків, що розвиваються, розрізняють три типи ринків акцій:

- старі, давно створені (Греція, Іспанія, Аргентина, Бразилія, Індія);
- ринки, які розвиваються внаслідок особливих специфічних ситуацій (наприклад, Гонконг, Сінгапур — завдяки їхній ролі як регіональних фінансових центрів);
- новітні ринки, які виникли на базі швидкого економічного зростання (Південна Корея, Тайвань, Філіппіни, Індонезія) [92, с. 623].

Найвищі показники капіталізації спостерігаються в Китаї, Тайвані, Південній Кореї (табл. 8.2) [46, с. 243].

*Таблиця 8.2*

#### НАЙБІЛЬШІ РИНКИ АКЦІЙ, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ

Країни	Кількість компаній, які котируються	Щомісячний обсяг торгів, млн дол.	Ринкова капіталізація, млрд дол.
ПАР	472	6520	184,6
Бразилія	399	3242	123,8
Мексика	166	1212	108,1
Південна Корея	1518	58 721	248,5
Малайзія	865	1245	123,9
Тайвань	638	45 179	251,5
Китай	1235	20 692	463,1
Росія	196	2711	124,2

На ринках, що розвиваються, активну роль відіграють інституціональні інвестори (90 % портфельних інвестицій на цих ринках). Однак у їхніх портфелях частка ринків, що розвиваються, у 3—5 разів нижча, ніж вона потрібна бути відповідно до теорії управління міжнародним

портфелем цінних паперів (в оптимальному портфелі інвестора окремі країни повинні займати таку частку, яку займає ринкова капіталізація цієї країни) [22, с. 178].

Важливим показником динаміки ринків, що розвиваються, є композитний індекс МФК, який включає 1224 фірми із 26 країн. Він використовується як індикатор для порівняння курсів акцій окремих країн і складається з регіональних індексів курсів акцій [22, с. 179].

Останніми роками для удосконалення діяльності ринків акцій, які розвиваються, МФК застосовується ряд заходів спрямованих на:

- забезпечення повної інформації щодо стану та тенденцій розвитку цих ринків;
- створення інвестиційних фондів, які спрямовують іноземний капітал для інвестування ринків акцій, що розвиваються. Так, було створено Фонд ринків, що розвиваються, регіональні фонди, метою яких є інтеграція цих ринків акцій у міжнародний ринок акцій.

Окремі країни удосконалюють своє законодавство щодо ефективного регулювання ринку акцій та торгівлі на них; сприяють розвитку пенсійних фондів, взаємних фондів акцій, які забезпечують інституціональну основу цього ринку; заохочують іноземні портфельні інвестиції за допомогою створення іноземних інвестиційних фондів тощо.

Міжнародний ринок акцій поділяється на ринок іноземних акцій та ринок євроакцій.

Іноземні акції — це акції, які випущені корпорацією-нерезидентом на фондовий ринок іншої країни.

На ринку іноземних акцій перебувають в обігу: акції компаній-нерезидентів, які випущені або котируються на національному фондовому ринку певної країни в її валюті; акції, які випущені та отримали біржовий лістинг лише в країні випуску, але продаються на фондових ринках кількох країн, та акції, які отримали крос-лістинг<sup>17</sup> на біржах різних країн через систему взаємного котирування цін і, відповідно, якими торгують на біржовому та позабіржовому ринках цих країн [47, с. 235].

Основні переваги та недоліки іноземних акцій наведені в табл. 8.3.

**Євроакції** — це акції, які розміщуються одночасно на кількох національних фондових ринках міжнародним синдикатом фінансових установ, який продає їх за євровалюти.

Ринок євроакцій з'явився в 1983 р. Євроакції продаються на євроринках, котируються у світових фінансових центрах (переважно в Ло-

---

<sup>17</sup> Крос-лістинг — це котирування акцій компанії на одній чи більше фондових бірж, крім біржі своєї країни.

ндоні), а доходи, отримувані за ними, не підлягають будь-якому національному оподаткуванню.

Таблиця 8.3

### ПЕРЕВАГИ ТА НЕДОЛІКИ ЕМІСІЇ ІНОЗЕМНИХ АКЦІЙ

Переваги	Недоліки
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Відпадає потреба здійснювати обмін валюти при купівлі/продажу акцій і таким чином зменшується валютний ризик.</li> <li>2. Інвестори уникають певних податків та обмежень.</li> <li>3. Знижується політичний, економічний ризик, ризик ліквідності</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Наявність певної регламентації до іноземних акцій у країні емісії.</li> <li>2. Жорсткі вимоги до іноземної компанії щодо розміру, частоти відображення та якості фінансової звітності</li> </ol>

Мобілізацію фінансових ресурсів за допомогою євроакцій, зазвичай, здійснюють ТНК розвинутих країн, частка яких у загальному обсязі емісії становить близько 50 %.

Ринок євроакцій характеризується збільшенням обсягів емісії, розширенням складу та кількості учасників, але його масштаби порівняно незначні (4—7 % сукупного обсягу емісій на євrorинках цінних паперів) [47, с. 249; 58, с. 324; 46, с. 245].

Емісія євроакцій позитивно впливає на діяльність компанії, яка планує експорт на іноземні ринки та розвиток зарубіжного виробництва, оскільки вона стає широко відомою за кордоном, що сприяє просуванню її продукції на цьому ринку. Випуск євроакцій часто поліпшує кредитну репутацію фірми-емітента, що спрощує для неї доступ до інших ресурсів, а також є непрямою рекламою за кордоном.

Однак емісія євроакцій може бути ризикованою через можливість переходу контрольного пакету акцій компанії до акціонерів іншої країни.

Міжнародний ринок акцій посідає одне з центральних місць серед інших фінансових ринків. У 2003 р. він становив 31,9 трлн дол., у 2004 р. — 33,1 трлн дол., у 2010 р. — 56,9 трлн дол. [www.makinseyquarterly.com].

Структура капіталізації міжнародного ринку акцій характеризується такими даними: на всі розвинуті ринки припадає 91 %, у тому числі на США — 50,5, Японію — 8,3, а на ринки, що розвиваються, — 9 %.

Структура капіталізації ринку акцій за національними ринками акцій також розвивається динамічно. На неї впливає зміна валютних курсів, розширення окремих ринків за рахунок допуску на фондові біржі цінних паперів нових фірм; лістинг акцій приватизованих фірм; збіль-

шення ціни місцевих валют, а також зростання курсової вартості акцій, оскільки кількість акціонерних товариств, які мають офіційну котировку на фондових біржах, змінилася в розвинутих країнах несуттєво. Регіональна структура ринку акцій така: на США припадає 45 %, Європу — 28, Японію — 10, Китай — 4, інші країни — 13 % [<http://www.makinseyquarterly.com>].

Численність лістингових емітентів збільшилась за останні 15 років з 18 до 21 тис.

Головні чинники інтернаціоналізації ринку акцій:

- інтернаціоналізація корпоративної власності;
- розширення компаніями-нерезидентами свого володіння акціями шляхом реєстрації своїх акцій на ринках інших країн. Це пов'язано з тим, що реєстрація акцій на іноземному ринку, як правило, передуює випуску акцій на цьому ринку з метою одержання додаткового капіталу. Нерезиденти використовують ліквідність іноземних ринків в такий спосіб збільшують наявні для інвестування кошти і зменшують вартість капіталу для фірми. Розміщення акцій на іноземному ринку полегшує придбання іноземних компаній у майбутньому;
- іноземними акціями компанія-нерезидент може скористатися для оплати праці місцевих менеджерів, службовців; володіння ними допомагає створити позитивний образ компанії в очах місцевих споживачів та постачальників інвестиційного капіталу;
- зменшення фінансового ризику шляхом диверсифікації своїх портфелів акцій у різних країнах.

### **Ринок депозитарних розписок**

Депозитарні розписки — це вторинні цінні папери (у формі сертифіката), які випускає національний банк світового значення, підтверджують його право володіння акціями іноземних компаній і перебувають у його трастовому управлінні.

Основною метою випуску будь-яких цінних паперів компаній є залучення додаткового капіталу для розвитку. Цього не завжди можна добитися за рахунок ресурсів внутрішнього ринку. Випуск депозитарних розписок дозволяє добитися значно більшого і має ряд переваг:

- розширення групи потенційно повідомлених інвесторів за рахунок розвитку інфраструктури іноземних ринків;
- поліпшення іміджу та підвищення довіри до емітента, збільшення кола осіб, які володіють позитивною інформацією щодо емітента;
- відомість компанії, її імідж за кордоном та репутація активного учасника світового фінансового ринку дає змогу найефективніше вести переговори з іншими компаніями щодо фінансових питань;

▪ емітент може уникнути чинних у певних країнах обмежень на вивезення цінних паперів за кордон і продавати цінні папери іноземним інвесторам, коли їх продаж заборонений чи обмежений або надмірно жорстко регулюється;

▪ емітент має право не керуватися законодавчими вимогами країни, в якій перебувають в обігу випущені через депозитарні розписки акції;

▪ з'являється можливість уникнути проблеми зворотного припливу капіталу, яка постає за безпосереднього випуску іноземних акцій;

▪ інвесторам легше диверсифікувати портфель цінних паперів;

▪ інвестування в депозитарні розписки має низькі трансакційні витрати. Так, за розрахунками експертів The Bank of New York, витрати інвестора, який купує АДР, у перший рік у 2 рази нижчі, ніж у разі купівлі відповідних акцій на іноземній біржі. І потім рівень витрат, пов'язаних з володінням АДР не змінюється, тоді як рівень витрат за акціями, які купувалися напрямки, щорічно зростає. Така ситуація зумовлена тим, що в другому випадку інвестор платить високі комісійні банку, крім того, на значні витрати при придбанні акцій напрямки впливає конвертація валют;

▪ дивіденди, що сплачуються за депозитарними розписками, більші від тих, що сплачуються за акціями. Так, за розрахунками Morgan Stanley, середня ставка дивідендів за акціями американських компаній становить 1,7 %, тоді як у Європі — 2,9, Великій Британії — 3,3, провідних азіатських країнах, за винятком Японії, — 3,6 % [<http://www.k2kapital.com>];

▪ ліквідність депозитарних розписок порівняно з акціями в цілому вища.

Основними видами депозитарних розписок є Американські депозитарні розписки (АДР), Європейські депозитарні розписки (ЄДР) та Глобальні депозитарні розписки (ГДР).

АДР — це обігові цінні папери, випущені американськими банками, котрі закупили велику кількість іноземного акціонерного капіталу і депонували його на трастові рахунки. Потім продали свої частки власності в трасті, що називаються АДР, інвесторам. Кількість випущених АДР може дорівнювати кількості випущених акцій або бути меншою, тоді кожна АДР еквівалентна одній або декільком акціям іноземного капіталу. Коли іноземна компанія сплачує дивіденд, банк конвертує його в долари за поточним обмінним курсом і розподіляє отриманні кошти серед власників АДР пропорційно кількості розписок у кожного з них.

АДР перебувають у вільному обігу на фондовому ринку США. Це найбільш поширений вид депозитарних розписок, оскільки американ-

ський фондовий ринок має великі розміри та значну кількість потенційних інвесторів. Як правило, при виході на міжнародні ринки капіталу компанії починають з випуску АДР.

Перші АДР були випущені в США в 1927 р. на акції компанії Selfridges, яка володіла мережею універмагів у Великій Британії. АДР реєструються в Комісії з цінних паперів США (SEC). Найбільшої популярності цей вид інвестиційних інструментів досяг в останні 5 років. Зараз у США перебуває в обігу близько 1900 випусків АДР, при чому понад 450 з них торгуються на трьох головних біржових майданчиках, тоді як решта продається на позабіржовому ринку. Провідними банками-депозитаріями є The Bank of New York, J.P. Morgan Chase, Citigroup і Deutsche Bank. АДР випускають також Chase Mellon Bank, Mitsubishi Trust & Banking та інші фінансові інститути.

Механізм випуску АДР передбачає купівлю брокером, який діє від імені потенційних інвесторів, через місцевого брокера акцій компанії на біржі відповідної країни. Акції надходять на зберігання до банку-депозитарію, який потім випускає доларові сертифікати на установлену кількість акцій.

Функціонують вторинний як біржовий, так і позабіржовий ринки АДР.

Вартість АДР тісно пов'язана з вартістю представлених ними іноземних акцій.

Ціна депозитарних розписок визначається вартістю базових активів, конвертованої у долари за поточним курсом і скоригованої з урахуванням співвідношення між кількістю розписок та акцій, та трансакційними витратами, що пов'язані з продажем АДР.

Ціна АДР =

= Ціна іноземної акції в доларах × Кількість акцій, що включені в АДР +  
+ Трансакційні витрати

Арбітраж підтримує рівновагу між доларовою ціною АДР і відповідною їй акцією. Якщо ціна АДР відрізняється від доларової вартості іноземних акцій при конвертації за поточним обмінним курсом, то арбітражери вилучають з цього прибуток. Якщо АДР продаються дешевше, арбітражери продають іноземні акції. Після конвертації отриманих від продажу коштів у долари вони купують АДР, кількість яких у цьому випадку буде більшою, ніж при варіанті рівності вартості АДР і відповідних їм акцій. Різниця, що виникла, є прибутком арбітражерів. Це призводить до підвищення ціни на АДР і зниження цін на іноземні



акції. Цей процес триває до тих пір, поки ціна АДР й іноземної акції, яка стоїть за нею, не зрівняється.

Банки за емісію і підтримання в обігу АДР збирають установлену плату.

Як правило, АДР випускають великі компанії з метою мобілізації капіталу, поширення кола інвесторів або придбання іноземної компанії. Залежно від мети компанії чи інвесторів програми АДР поділяються на спонсоровані, неспонсоровані та приватного розміщення.

Зараз найбільш популярні спонсоровані АДР, які запроваджені емітентами акцій. Вони випускаються на основі угоди між емітентом і банком-депозитарієм. Іноземна фірма, яка емітувала цінні папери і хоче, щоб вони продавалися на ринку США, оплачує всі витрати зі створення та реєстрації спонсорованих АДР. Банк, що випустив ці АДР, надаватиме інвесторам, що їх придбали, послуги з інформації про стан фірми, фінансові звіти фірми. Розрізняють три рівні спонсорованих програм. До програм АДР I рівня застосовується спрощена процедура реєстрації в SEC. Основне завдання, яке вирішується випуском АДР цього рівня, — поширення кола акціонерів. Депозитарні розписки торгуються на позабіржовому ринку. На сьогоднішній день АДР I рівня — найбільш зростаючий сегмент ринку депозитарних розписок.

До програм АДР II та III рівнів пред'являються такі самі вимоги SEC щодо реєстрації та розкриття інформації, що й до американських корпорацій. Програми II рівня передбачають включення АДР у лістинг провідних американських бірж: NYSE, Nasdaq, AMEX. АДР I та II рівнів випускаються на цінні папери, які перебувають в обігу на вторинному ринку.

Таким чином, АДР цих двох рівнів випускаються на основі вже наявних акцій підприємств і самі по собі не дають можливості емітенту акцій залучити кошти. Для компаній, на основі акцій яких випускаються АДР I та II рівнів, такий вихід на найбільший у світі американський фондовий ринок вигідний, насамперед з огляду на можливість розширити коло своїх акціонерів за межі внутрішнього ринку й поліпшити свій імідж як емітента серед міжнародного загалу інвесторів.

АДР III рівня випускаються на нові акції при їх первинному розміщенні. Вони дають змогу залучати додаткові інвестиції, оскільки передбачають додаткову емісію акцій під цю програму. Тому АДР III рівня викликають у емітентів найбільший інтерес. Проте такий випуск потребує від емітента вищого рівня «прозорості».

Неспонсоровані АДР-програми — це програми, які створені та запропоновані інвесторами без формальної згоди та участі емітента акцій, іноземна фірма не оплачує депозитарних витрат, які несе інвестор,

і не має жорстоких зобов'язань щодо часу та обсягу надання інформації для інвестора.

Випуск цих програм можуть здійснювати зразу декілька банків-депозитаріїв. Такі АДР перебувають в обігу виключно на позабіржовому ринку. Зараз неспонсоровані програми практично не використовуються.

У разі приватного розміщенні АДР до програм депозитарних розписок пред'являються мінімальні вимоги і реєстрація в SEC не потрібується. Ці АДР розміщуються серед обмеженого кола інвесторів. Розписки купуються або окремими великими «кваліфікованими» інституційними інвесторами або неамериканськими інвесторами.

У 1998 р. «Банк оф Нью-Йорк» почав розраховувати перший індекс АДР, який обчислюється на основі даних про 431 компанію з 36 країн світу, загальна капіталізація яких становить понад 3,1 трлн дол. Крім того, він розробляє зведений індекс АДР, три регіональні індекси (європейський, азійський, латиноамериканський) та індекс для ринків, що розвиваються. Планується також розрахувати індекс глобальних депозитарних розписок, які входять до лістингу європейських фондових бірж.

Обсяги капіталу, залученого за допомогою АДР, за останнє десятиріччя суттєво коливалися: від 7 млрд дол. у 2002 р. до 30 млрд дол у 2000 р.

Купівля АДР пов'язана з такими видами ризиків, як країновий (політична та економічна нестабільність) та валютний. Однак, незважаючи на це, популярність АДР останніми роками значно зростає. За даними The Bank of New York, обсяг торгів по АДР досягає майже 700 млрд дол., а рекордний обсяг торгів депозитарними розписками був зафіксований у 2000 р. на фоні спекулятивного підняття світових фінансових ринків — 1185 млрд дол. [<http://www.k2kapital.com>].

Серед інституційних інвесторів основними тримачами АДР є взаємні та пенсійні фонди, деяким з яких заборонено купувати акції іноземних компаній напрямки. Так, із 2469 інституційних інвесторів, які управляють коштами у розмірі 9,525 трлн дол. і мають активи в іноземних цінних паперах, 1839 (74 %) вкладають кошти в АДР і 630 (26 %) інвестують напрямки в акції іноземних компаній (табл. 8.4).

Європейські депозитарні розписки випускаються європейськими банками як свідчення про володіння акціями компаній, які розташовані в країнах, що не входять до ЄС. Вони мають вільний обіг на фондовому ринку Європи, який регулюється, як правило, законодавством Великої Британії, і продаються на Паризькій фондовій біржі.

Таблиця 8.4

## ПРОВІДНІ ІНСТИТУЦІЙНІ ІНВЕТОРИ НА РИНКУ АДР

Інвестори	Обсяг інвестицій в АДР, млрд дол.	Загальний обсяг інвестицій в акції, млрд дол.	Частка АДР у загальному обсязі інвестицій в акції (%)
Fidelity Management & Research	25,5	540,2	4,71
Brandes Investment Partners, LLC	20,1	40,2	49,88
Capital Research & Management Company	17,7	351,4	5,03
Wellington Management Company, LLP	13,4	236,2	5,66
Morgan Stanley Investment Management Inc. [US]	10,2	109,4	9,31
Dodge & Cox	10,0	70,7	14,14
Lazard Asset Management, LLC	6,8	22,6	30,06
Alliance Capital Management LP	6,0	214,6	2,77
Fisher Investments, Inc.	5,5	18,4	29,95
Smith Barney Asset Management	5,4	133,4	4,06

Глобальні депозитарні розписки пропонуються і розміщуються на фондовому ринку США та на фондових ринках інших країн. Їхній обіг регулюється законодавством США. Як правило, ЄДР та ГДР деноміновані в доларах США, але можуть випускатися в будь-якій валюті.

## 8.5. Міжнародний ринок облігацій

Щоб мобілізувати фінансові ресурси корпорацій, державні і муніципальні органи випускають в обіг на ринок цінних паперів облігації. Облігація — це борговий інвестиційний цінний папір, який засвідчує внесення її тримачем грошових коштів і підтверджує зобов'язання відшкодувати йому в передбачений у ній строк номінальну вартість зі сплатою фіксованого відсотка від номінальної вартості облігації. Тримач облігації (інвестор) не є співвласником акціонерного капіталу, він — кредитор і має право на отримання твердого доходу і повернення у певний строк номінальної вартості облігації або іншого майнового еквівалента.

Привабливість облігацій для інвестора полягає в тому, що в них вищий ступінь надійності порівняно з акціями, хоча доходність — нижча (в

розвинутих країнах — у межах 6—12 %). Найнадійнішими вважаються облигації державних і місцевих позик, котрі гарантуються владою і забезпечуються відповідним майном. Недоліком облигацій є те, що фіксована купонна ставка являє собою періодичну виплату відсотків через певні проміжки часу без урахування інфляції. Для підвищення привабливості облигацій для інвесторів емітуються облигації з плаваючою відсотковою ставкою, котра змінюється разом зі зміною доходності і позичкового відсотка, облигації з індексованим відсотком за рівнем цін на товар. Деякі облигації надають право на частину майна корпорації у випадку її ліквідації.

Види облигацій різноманітні; їх відрізняють за:

1) ступенем надійності, підкріпленням заставою нерухомого майна або інших фондів і не підкріпленням заставою;

2) строком позики — короткострокові (до трьох років), середньострокові (3—7 років), довгострокові (7—30 років), безстрокові;

3) періодичністю нарахування доходів;

4) режимом обігу — вільним обігом і обмеженим обігом;

5) принципом погашення — серійні облигації, котрі погашаються послідовно за серіями через певні інтервали часу, і ординарні облигації, котрі випускаються одночасно у встановлену дату;

6) характером оподаткування — звичайний податок, знижений податок, що не підлягають оподаткуванню;

7) механізмом виплати відсоткової ставки — іменні облигації, відсоткові виплати за якими спрямовуються безпосередньо власникам, чиї імена вказані в облигації, і пред'явницькі (що не реєструються), до яких додаються купони на отримання відсотків на кожен дату платежу тощо.

Курс облигацій на ринку цінних паперів залежить від попиту і пропозиції на них, котрі, у свою чергу, визначаються доходом, який дають облигації, рівнем позичкового відсотка, ступенем прибутковості альтернативних вкладень грошових коштів. Якщо на ринку цінних паперів є облигації декількох корпорацій, номінал яких однаковий, то, за інших рівних умов, більший попит буде на ті облигації, у яких вища відсоткова ставка. Залежить попит і від рейтингу облигацій, котрий визначається спеціальними агентствами на основі аналізу фінансового стану компанії та її здатності виконувати зобов'язання. Ринкова ціна кожної конкретної облигації в певний момент може бути вищою або нижчою від номінальної вартості, зростати або знижуватися.

Ринок міжнародних облигацій є джерелом середньо- та довгострокового капіталу в міжнародному фінансовому середовищі.

Міжнародні облигації поділяються на іноземні та єврооблигації.

Іноземні облигації — це цінні папери, які випускаються нерезидентом на національному ринку облигацій і виражені в національній ва-

люті цього ринку. Наприклад, французька корпорація, яка продає свої облігації в Японії, випущені в єнах, вважається розповсюдником іноземної облігації. Місцеві інвестори, які зацікавлені в купівлі облігацій у місцевій валюті, є основними покупцями іноземних облігацій. Андеррайтером (гарантом) розміщення таких облігацій є, головним чином, місцевий банківський синдикат (у цьому випадку — японський).

Отже, основні відмінні риси випуску іноземних облігацій такі:

1) випуск облігацій емітується нерезидентським (іноземним) позичальником;

2) валютою випуску облігацій є іноземна для емітента;

3) розміщення облігацій здійснюється на тому чи іншому національному ринку та гарантується банківським синдикатом.

Іноземні облігації випускаються на окремих національних ринках довгострокового позичкового капіталу, тому відсоткові ставки за їхніми випусками визначаються на рівні ставок відповідних ринків. Існує правило, згідно з яким відсоткові ставки за облігаціями в твердих валютах нижчі, а в нестабільних валютах — вищі. Відсоткові ставки на ринках облігацій світових фінансових центрів установлюються місцевим попитом та пропозицією.

Іноземні облігації залежно від країни емісії мають спеціальні назви: «янки-облігації» — в США, «самурай-облігації», «шибосай-облігації», «дайміо-облігації», «шагун-облігації» — в Японії, «бульдог-облігації» — у Великій Британії, «шоколад-облігації» — у Швейцарії, «матадор-облігації» — в Іспанії, «кенгуру-облігації» — в Австралії, «Рембрант-облігації» — в Голландії.

«Янки» та «самурай» — найпоширеніші іноземні облігації. Структура ринків цих облігацій за типами емітентів наведена в табл. 8.5 [46, с. 256].

Таблиця 8.5

**СТРУКТУРА ІНОЗЕМНИХ ОБЛІГАЦІЙ «ЯНКІ»  
ТА «САМУРАЙ» ЗА ТИПАМИ ЕМІТЕНТІВ, %**

Емітенти	Ринок «янки-облігацій»	Ринок «самурай-облігацій»
1. Корпорації	49,0	13,0
2. Міжнародні агентства	3,0	8,0
3. Провінції або штати	9,0	9,0
4. Державні підприємства або органи влади	3,0	22,0
5. Підприємства комунального сектору	10,0	3,0
6. Банки	22,0	9,0
7. Суверенні позичальники	5,0	36,0

Основними інвесторами на ринку іноземних облігацій є ті, що прагнуть максимально знизити ризикованість вкладень. Це ощадні банки, страхові компанії, пенсійні фонди.

Доступ до ринків іноземних облігацій мають не всі позичальники, і він набагато складніший порівняно з ринком єврооблігацій. Так, існують урядові обмеження відносно строків та сум, які можуть отримати іноземці, та напрямів використання їх. Одержаний капітал може бути обмежений лише локальним використанням за допомогою валютного контролю. Доступ на ці ринки одержують тільки міжнародні інвестори з високим кредитним рейтингом. Країни, що розвиваються, мають обмежений доступ. Такий відбір інвесторів призводить до того, що позичальники з низьким кредитним рейтингом зникають з ринків іноземних облігацій.

Випуски іноземних облігацій реалізуються за допомогою андеррайтингу (гарантованого розміщення). Позичальник разом з керуючим банком планують випуск облігацій на найбільш вигідних умовах: строк погашення, купонний дохід, можливість завчасного погашення, премія за умови завчасного відкликання, умови погашення.

Іноземні облігації мають тривалі строки погашення — 20-30 років. Відсоткові купони за облігаціями відповідають рівню відсоткових ставок ринків, де вони випускаються, та залежать від кредитоспроможності позичальника. Як правило, державні позичальники мають найвищий рейтинг «ААА», а корпоративні позичальники розрізняються щодо кредитоспроможності залежно від їхнього фінансового статусу та регіонального ризику.

Після узгодження умов випуску облігацій створюється група, що здійснює андеррайтинг. Ця група включає інвестиційні внутрішні банки, банки країни позичальника та інших країн, де можуть бути потенційні інвестори. Ці банки повинні мати достатні власні ресурси та досвід андеррайтингу, а також бути здатні до розміщення облігацій серед місцевих інвесторів та серед інвесторів країни позичальника.

Керуючий банк та група андеррайтингу отримує прибуток у вигляді різниці між доходом від продажу облігацій та сумою, що сплачується емітентові. Причому керуючий банк отримує  $\frac{1}{4}$  цього прибутку за підготовку та організаційну роботу, група андеррайтингу —  $\frac{1}{4}$  за страхування ризиків, які виникають при купівлі та зберіганні облігацій для перепродажу. Решта прибутку спрямовується на сплату продавцям облігацій комісійних зборів за продаж [92, с. 189—196].

Єврооблігації — це довгострокові боргові цінні папери, які розміщуються одночасно на декількох ринках транснаціональними синдикатами, а валюта їхніх емісії є іноземною для інвесторів, які їх купують.

Поява єврооблігацій пов'язана з глобалізацією всього світового господарства та потребами ТНК у нових джерелах фінансування своїх операцій. Поштовхом для розвитку ринку єврооблігацій стали обмеження на розміщення іноземних облігацій на національному ринку, які були введені адміністрацією США в 1963 р. та війна у В'єтнамі, яка призвела до обмеження на вивезення капіталу з країни. На подальший розвиток ринку єврооблігацій вплинуло введення в США прямих адміністративних обмежень на інвестування коштів за межами США та введення євро, оскільки це знизило валютний компонент ризику для інвесторів. Розвиток ринку єврооблігацій супроводжувався створенням адекватної інфраструктури розрахунків та оброблення документів. Усі розрахунки здійснювалися через Нью-Йорк, що потребувало фізичного переміщення сертифікатів, які часто губилися під час транспортування. Для вирішування цих проблем у 1968 р. американським банком «Морган Геранті» було створено депозитарно-кліринговий центр для торгівлі єврооблігаціями — «Євроклір», у Люксембурзі в 1970 р. — аналогічний центр «Седел», який потім був перейменований на «Клеарстрим». Завдяки цим системам ефективність урегулювання угод значно зросла.

Депозитарно-клірингові центри зараз контролюються великою кількістю банків, компаніями з цінних паперів, а їхній щорічний оборот становить десятки трильйонів доларів. У 2002 р. «Євроклір» об'єднався з деякими європейськими депозитаріями, а «Седел» — з депозитарно-кліринговою системою Німецької біржі (в 1999 р.). Таким чином, було створено загальний механізм розрахунків.

Єврооблігації мають ряд цінних властивостей.

1. Вони надають право вибору валюти вираження. Валютний чинник відіграє велику роль у випуску єврооблігацій. Але не будь-яка валюта підходить для вираження єврооблігацій. Валюта повинна мати вільне ходіння і в ній повинні без ризику виражатись обкладені платежі. Надто стійкі валюти небажані з точки зору позичальника, а нестійкі — з точки зору кредитора. При виборі між двома варіантами вираження єврооблігацій існує компроміс між відсотковою ставкою і стійкістю валюти. У деяких випадках єврооблігації випускаються в декількох валютах, що дає кредитору змогу вимагати сплати в одній з декількох валют, що знижує ризик, пов'язаний з обмінними курсами, і розширює коло інвесторів. Разом з тим у більшості випадків і відсотки, і основна сума за єврооблігаціями виплачується в доларах США.

2. Облігації мають високий ступінь валютної еластичності як за складом валют вираження, так і за вагомістю єврооблігацій, виражених у тій чи іншій валюті в їхній загальній масі.

3. Єврооблігації забезпечують більшу мобільність капіталу в міжнародному масштабі, оскільки залучають більшу кількість позичальників та інвесторів, ніж інші міжнародні фінансові інструменти.

4. Єврооблігації забезпечують інвесторам більшу диверсифікацію портфелів і вищі доходи, ніж вкладення у вітчизняні облігації.

5. Існує тісний зв'язок між міжнародним євровалютним ринком і ринком єврооблігацій. Наприклад, дилери єврооблігацій можуть отримувати позики для фінансування своїх операцій у євровалютах.

6. Доходи, отримані за єврооблігаціями, не обкладаються податком. Єврооблігації особливо привабливі для інвесторів, котрі платять відносно високі податки на свої оголошені доходи і менш привабливі— для інвесторів, діяльність яких не обкладається податками (страхові компанії, пенсійні фонди).

Ринок єврооблігацій не має конкретного географічного місцезнаходження, хоча нові випуски зазвичай відбуваються в Лондоні, Люксембурзі. Ринок єврооблігацій багатовалютний і великою мірою анонімний, оскільки єврооблігації випускаються «на пред'явника», що влаштовує багатьох інвесторів (забезпечують анонімність). Строки погашення єврооблігацій коротші (5, 10, 15 років), ніж іноземних облігацій. Ставки відсотка з єврооблігацій мають тенденцію визначатися ставками за тією самою валютою на внутрішньому ринку капіталу, але часто бувають нижчими через більшу ефективність ринку єврооблігацій. Єврооблігації емітуються з фіксованою та плаваючою відсотковою ставкою. Загальна сума позики становить 50—100 тис. дол. США. Котирування здійснюється у світових фінансових центрах.

Головною фігурою на єврооблігаційному ринку, як і на кожному ринку цінних паперів, є емітент. Структура цього ринку за категоріями емітентів така: корпорації — 56 %, банки — 25, суверенні позичальники — 7, наднаціональні інститути — 7, інші — 5 % [46, с. 259].

Основну частину єврооблігацій купують індивідуальні інвестори. До переваг, які вони одержують, належать податкова анонімність та можливість отримання спекулятивного прибутку у вигляді готівкових грошей при збільшенні вартості облігації.

Обсяг та кількість випусків єврооблігації починаючи з 1990 р., щорічно зростає в середньому на 20 % та 14 % відповідно, і до початку ХХІ ст. обсяг операцій на цьому ринку становив 570 млрд дол [46, с. 259]. Це пояснюється зростанням попиту на кошти з боку ТНК, урядів, міжнародних організацій, виникненням нових джерел коштів, які шукають сферу їхнього збуту; перевагами ринку єврооблігацій порівняно з ринком іноземних облігацій, а також високим ступенем гнучкості ринку, який забезпечує можливість випуску нових видів цінних паперів, вибір валюти облігацій.



Структура єврооблігаційних емісій за строками погашення така: від 1 до 3 років — 16,79 %, від 4 до 9 років — 49,33, від 10 до 29 років — 29,75, понад 29 років — 2,32, безстрокові облігації — 1,81 %.

У валютній структурі єврооблігаційних емісій перше місце посідає долар США — 37 %, євро — 35, фунт стерлінгів — 11, японська єна — 13 [46, с. 259].

Андерайтинг єврооблігацій здійснює міжнародний синдикат, у якому беруть участь банки з різних країн. Перевагою такої організації розміщення облігацій є розподіл ризиків та ефективна реалізація випуску.

Розміщення єврооблігацій порівняно з іноземними облігаціями вважається більш ризикованим заходом. У разі андерайтингу іноземних облігацій основним ризиком є підвищення відсоткових ставок на місцевому ринку капіталів. Для єврооблігаційного ринку характерні вищі ризики та витрати на організацію продажу облігацій. Вони компенсуються удвічі вищим валовим прибутком андерайтерів. На ринку єврооблігацій інвестори купують папери в тих валютах, які забезпечують найбільший прибуток. Зміна курсу валюти є джерелом ризику при здійсненні андерайтингу.

Розвиток ринку єврооблігацій породив такі їхні різновидності: облігації з варантами, які дають право на купівлю акцій тієї самої корпорації, єврооблігації з фіксованою та з плаваючою ставками, облігації з нульовим купоном, глобальні облігації.

Глобальні облігації — це середньо- або довгострокові боргові цінні папери, випуск яких передбачається на всі основні ринки світу. Їхній випуск охоплює іноземні облігації та єврооблігації. МБРР відіграє провідну роль у випуску глобальних облігацій. Перший такий випуск був здійснений у 1992 р. в єнах.

Умови цього випуску показує таблиця 8.6 [92, с. 218].

Таблиця 8.6

**ПЕРШИЙ СВІТОВИЙ ВИПУСК МБРР ОБЛІГАЦІЙ В ЄНАХ, 1992 р.**

Емітент	Міжнародний банк реконструкції і розвитку
Обсяг	250 млрд єн
Спред при перепропозиції	19 базових пунктів по JGB № 129
Номинальний відсотковий дохід	5,25 %
Строк	10 років
Інвестиційні банки, які вільно виступають главою синдикату андерайтерів	ІВЛ. Джей Пі Морган (JP Morgan), Номура (Nomura)
Розміщення облігацій	20 % у Японії 17 % у США 10 % на Далекому Сході (крім Японії) 53 % у Європі і на Середньому Сході
JGB — японська урядова облігація	

Міжнародний ринок облігацій характеризується даними, наведеними в табл. 8.7 та 8.8 [46, с. 261].

Таблиця 8.7

**ОБСЯГИ МІЖНАРОДНОГО РИНКУ ОБЛІГАЦІЙ**  
(трлн дол.) У 1993—2010 рр.

Види облігацій	1993	1999	2003	2004	2010
Корпоративні облігації	11,7	20,5	30,8	31,5	60,8
Державні облігації	10,5	14,5	20,5	21,2	32,4
Усього	22,2	35,0	51,3	52,7	93,2

Таблиця 8.8

**РЕГІОНАЛЬНА СТРУКТУРА МІЖНАРОДНОГО РИНКУ ОБЛІГАЦІЙ**

Країни	Корпоративні облігації, трлн дол.	Державні облігації, трлн дол.	Обсяг ринку	
			трлн дол.	%
США	36	12	48	20,1
Єврозона	29	21	50	21,0
Велика Британія	30	7	37	15,4
Східна Європа	3	20	23	9,6
Японія	12	35	47	19,7
Китай	5	6	11	4,6
Індія	1	22	23	9,6
Усього	116	123	239	100

Загальну структуру міжнародного ринку облігацій майже на 80 % формує ринок США, Європи, Великої Британії, Японії.

Завдяки глобалізаційним процесам, зростанню державних та корпоративних зобов'язань ринок цінних паперів стає прозорішим і ліквіднішим.

Ринок облігацій динамічно розвивається і за останні 10 років зріс у 2,5 разу.

На відміну від ринку акцій, ринок облігацій досить стабільний, насамперед у розвинутих країнах. Зміна вартості фіктивного капіталу, представленого облігаціями, залежить від поточних змін відсоткових ставок, які змінюються на незначні величини. Коливання цін облігацій на розвинутих ринках у 4—10 разів менше, ніж на ринках акцій.

Про глобалізацію ринку облігацій свідчить те, що іноземні інвестори володіють 25 % короткострокових облігацій і близько 44 % дер-

жавних облігацій. Наприклад, у 2006 р. Народний банк Китаю вклав у державні облігації США понад 262 млрд дол. [31, с. 262].

«Креді Свіс Фьорст Бостон» виділяє такі тенденції на міжнародному ринку облігацій:

- *подальша глобалізація міжнародних ринків облігацій*. Розміщення міжнародних облігацій дедалі більше набирає міжнародного характеру. Облігації розподіляються між значною кількістю міжнародних інвестиційних інвесторів, на відміну від усталеної практики викупу таких випусків переважно місцевими інституційними інвесторами;

- *зміни в традиційній структурі європейських облігаційних ринків внаслідок впровадження євро, а також стрімке зростання обсягів випуску облігацій, деномінованих у цій валюті;*

- *збільшення ступеня диверсифікації кредитних портфелів міжнародних інституційних інвесторів*. Інвестори активніше переглядають свої інвестиційні портфелі, спрямовують більший відсоток коштів, якими управляють, на інвестиції в більш ризиковані облігації, які, відповідно, мають вищий рівень дохідності;

- *постійний пошук шляхів поліпшення ліквідності єврооблігаційних ринків*. Зростає популярність серед інвесторів великих (так званих джамбо) випусків єврооблігацій обсягом в 1 млрд дол. США та більше. Широке коло інвесторів, які беруть участь у розміщенні цих випусків, забезпечує достатню кількість покупців та продавців таких облігацій;

- *розвиток ринку пфандбріф*. Пфандбріф — це облігації, які випущені банками під заставу пулу приватних іпотечних кредитів. Вони займають близько 18 % загального випуску облігацій, деномінованих у євро;

- *зростання європейського ринку облігацій з високим доходом*. На початку XXI ст. на цьому сегменті єврооблігаційного ринку було залучено коштів на загальну суму 16,6 млрд дол. США, а загальний обсяг випуску високодоходних міжнародних облігацій з європейським елементом досягав 40 млрд дол. [61, с. 378].

## 8.6. Міжнародний ринок фінансових деривативів

За останні три десятиліття на фінансових ринках з'явилося багато нових фінансових інструментів, які отримали назву похідних цінних паперів, або деривативів. Під фінансовими деривативами розуміють інструменти торгівлі фінансовим ризиком, ціни яких прив'язані

до іншого фінансового або реального активу. Дериватив являє собою стандартний документ, який засвідчує право та (або) зобов'язання придбати або продати базовий актив на визначених умовах у майбутньому.

Якщо класичні цінні папери призначені для залучення довгострокового капіталу, то деривативи є засобом хеджування, тобто страхування від цінових ризиків. Деривативи серед різних інструментів управління ризиками на фінансових ринках посідають перше місце.

Умови деривативів визначаються за згодою сторін.

Контракти повинні мати такі реквізити:

- назва контракту;
- сторони контракту;
- базовий актив контракту<sup>18</sup> та його характеристика (емітент, вид цінного паперу, його номінальна вартість, термін обігу, інші відомості для цінних паперів; вид валюти — для коштів; асортимент — для інших товарів);

- ціна виконання;
- кількість базового активу, вартість контракту, порядок оплати проданого базового активу (у форвардних контрактах);

- вид контракту (з поставкою або без поставки базового активу); обсяг контракту; розмір початкової маржі; одиниця виміру ціни (у ф'ючерсних контрактах);

- вид опціону (з поставкою або без поставки базового активу), різновид опціону (опціон на покупку, опціон на продаж); порядок оплати придбаного базового активу; розмір премії (для опціонів);

- термін виконання;

- відповідальність сторін;

- порядок розгляду спорів;

- адреси, підпис, реквізити банківських рахунків.

Згідно з класифікацією Банку міжнародних розрахунків, є чотири типи базових активів, до кожного з яких може бути прив'язаний дериватив:

- ◆ товари (ціна деривативу прив'язується до ціни певного товару або руху індексу на групу товарів);

- ◆ акції (ціна деривативу прив'язується до ціни певної акції або руху індексу цін на групу акцій);

- ◆ іноземна валюта (ціна деривативу прив'язується до курсу однієї або до декількох валют);

<sup>18</sup> Базовий актив — товари, цінні папери, кошти та їхні характеристики, що є предметом виконання зобов'язань за деривативом.

◆ відсоткова ставка (ціна деривативу прив'язується до фіксованої, плаваючої, комбінованої відсоткової ставки).

До основних похідних цінних паперів належать опціони і ф'ючерси на товари, цінні папери, валюту, відсоткові ставки і фондові індекси, свопи на відсоткові ставки і валюту та форвардні контракти.

При купівлі і продажу деривативів контрагенти обмінюються не активами, а ризиками, що випливають з цих активів.

Ціна деривативів визначається рухом цін на товари, фінансові інструменти, індекси цін або відмінностями між двома цінами.

Контракти на деривативи закриваються шляхом розрахунку готівкою. При цьому зміна власника або поставлення означеного товару не передбачається.

Цілі деривативу:

- фіксація майбутньої ціни на будь-який актив уже сьогодні, що досягається укладанням форвардного або ф'ючерського контракту;
- обмін потоками готівки або обмін активами (свопи);
- придбання права, але не зобов'язання, на здійснення угоди (контракт типу опціону).

За способом фінансової організації в міжнародній торгівлі деривативами виділяють два основних типи контрактів: контракт типу форвард і контракт типу опціонів<sup>19</sup>.

**Форвардний контракт** — це двостороння угода за стандартною (типовою) формою, яка засвідчує зобов'язання особи придбати (продати) базовий актив у визначений час на визначених умовах у майбутньому з фіксацією цін такого продажу під час укладання форвардного контракту.

Розрізняються такі види форвардів:

- ◆ товарний форвард — форвардний контракт на поставку товару;
- ◆ форвард на акції — контракт на поставку в майбутньому акції або набору акцій за зафіксованою сьогодні ціною;
- ◆ форвардна відсоткова угода — контракт, згідно з яким відсоткова ставка, котру потрібно буде заплатити або отримати в майбутньому, визначається під час підписання контракту;
- ◆ безпосередній форвард — контракт на обмін двома валютами за погодженим сьогодні курсом більш ніж за два робочих дні після його підписання.

До контракту форвардного типу належать ф'ючерси і свопи.

<sup>19</sup> Визначення деривативів наводиться згідно з Положенням про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів. Затверджено постановою КМУ від 19 квітня 1999 р. № 632.

Ф'ючерси — це ті ж самі форварди, але вони торгуються в стандартизованому вигляді на біржах. Ф'ючерсний контракт — це стандартний документ, який засвідчує зобов'язання придбати (продати) базовий актив у визначений час та на визначених умовах у майбутньому, з фіксацією цін на момент укладання зобов'язань сторонами контракту.

Предметом ф'ючерсної операції є базові активи, але ф'ючерсний контракт може продаватися незалежно від того, чи існують справді вказані в ньому активи на момент укладання угоди. Достатньо, щоб у ньому були вказані відсоткова ставка, валютний курс, індекс цін і т. ін.

Сенс ф'ючерсного контракту в тому, що він є строковою угодою (в межах трьох місяців): існує розрив у часі між укладанням угоди та її виконанням. Укладаючи ф'ючерсний контракт, позичальники прагнуть застрахувати себе від зростання відсотка і зробити ціну отримуваних позик стабільною, а кредитори — від непередбаченого зниження відсотка з позик, які вони надають. Відтак позичальники укладають ф'ючерсні контракти на продаж, а кредитори — на купівлю ф'ючерса. При цьому кожний сподівається отримати прибуток на різниці цін у процесі їх коливань.

Привабливість ф'ючерсного контракту в тому, що коли за звичайною угодою купівлі-продажу доход однієї з сторін зумовлений збитком іншої, за ф'ючерсною угодою результати реалізації ф'ючерсного контракту можуть бути різними.

Підвищення поточної ціни по відношенню до контрактної призведе:

- у разі повної ліквідності об'єкта угоди до явно прогавленого доходу продавця і явного отримання доходу покупця;
- у випадку зниженої ліквідності об'єкта угоди до імовірної втрати доходу продавця і ймовірного реального доходу покупця.

Зниження поточної ціни призведе:

- у разі повної ліквідності — до явно відверненого збитку продавця і явного реального збитку покупця;
- у разі зниження ліквідності — до ймовірності відвернення збитків продавця і ймовірності реального збитку покупця.

У покупця домінує бажання виграти на коливаннях цін, у продавця — застрахуватися від наслідків цих коливань.

Свопи — це контракти типу форвард, у рамках яких сторони домовляються обмінюватись активами на основі погоджених правил.

Свопи бувають таких типів:

- товарні свопи — це обмін двома платежами за один товар, один з яких являє собою його оплату за поточною ціною спот, а другий — погоджену ціну на цей товар у майбутньому. Укладається контракт на обмін доходами від зміни цін одного товару або індексу товарних цін на інший;

- валютні свопи — контракти, які передбачають обмін двома валютами, виключаючи платежі відсотків сьогодні та їх зворотній обмін на певну дату в майбутньому за погодженим сьогодні курсом;

- свопи на акції — контракти на обмін доходами від акцій або індексу акцій в результаті використання фіксованої і плаваючої відсоткової ставки;

- відсоткові свопи — контракт, згідно з яким сторони обмінюються платежами, що впливають з їхніх відмінностей у випадку фіксованих і плаваючих відсоткових ставок;

**Опціон** — стандартний документ, який засвідчує право (але не зобов'язання) придбати (продати) базовий актив на визначених умовах у майбутньому з фіксацією ціни на час укладення такого контракту або на час такого придбання за рішенням сторін контракту.

Особливістю опціону є те, що його власник отримує право, але не зобов'язаний купити або продати базовий актив. Покупець опціону може відмовитися від свого права купити базові активи, а продавець не може, отримавши винагороду (премію), відмовитися від зобов'язання продавати їх, якщо виконання зобов'язань вимагає покупець опціону. Покупець опціону може продати його будь-якій третій особі, після чого продавцеві опціону потрібно буде виконати умови контракту по відношенню до нового його власника. Опціон стає оборотним цінним папером.

Опціони бувають таких видів:

- товарний опціон — контракт, який дає покупцеві право, але не накладає на нього зобов'язання купити або продати певну кількість товару за погодженою ціною до настання певної дати;

- опціон на акції — контракт на поставку або отримання певної акції або набору акцій на визначену дату в майбутньому на умовах опціону;

- валютний опціон — контракт, який дає на умовах опціону право купити або продати валюту за погодженим курсом протягом часу;

- відсотковий опціон — контракт на поставку або отримання певного відсоткового доходу на обумовлену суму в майбутньому на умовах опціону.

Метою угоди купівлі-продажу опціону може бути або спекуляція на різниці в курсах, або хеджування, зниження ризику, пов'язаного з падінням ціни на цінні папери.

Позиції покупця опціону кол (котрий очікує підвищення курсу акцій) і продавця (котрий очікує зниження курсу) можуть бути такими (за умови контрактної ціни на акцію 100 дол. і премії — 10 дол.):

а) якщо поточна ринкова ціна буде нижчою від контрактної (наприклад, 85 дол.), то покупець відмовиться від купівлі акцій, оскільки він

зможе купити на ринку акції по 85 дол., що разом зі сплаченою премією становитиме 95 дол. замість 100 дол., тобто отримає прибуток 5 дол. Продавець у цій ситуації отримає прибуток (премію) 10 дол. Цей прибуток буде стабільним, поки поточна ціна буде нижчою за 100 дол.;

б) якщо поточна ціна дорівнюватиме контрактній ціні плюс премія (110 дол.), то покупець опціону кол покриє витрати з премії, але прибуток не отримає. Результат операції для нього полягатиме в тому, що він уникнув ризику, пов'язаного з падінням курсу акцій;

в) в інтервалі ціни 100—110 дол. результат продавця, в міру підвищення ціни, поступово погіршуватиметься, а результат покупця — підвищуватиметься. При перевищенні поточною ціною рубежу в 110 дол. збиток продавця у вигляді пропущеного прибутку зростатиме.

Позиції продавця опціону пут (котрий очікує підвищення курсу) і покупця пут (котрий очікує зниження курсу) можуть бути такими:

а) якщо поточна ринкова ціна дорівнює контрактній і вище, то доход продавця буде стабільним і максимально можливим (10 дол. премії);

б) в інтервалі від 90 до 100 дол. доход продавця опціону пут зменшується пропорційно зникненню втрат покупця;

в) нижче 90 дол. відбувається збільшення розміру упушеного доходу пропорційно зростанню реального доходу покупця.

Отже, при опціоні кол зміни прибутку і збитків відбуваються при підвищенні ціни акції, а при опціоні пут — при зниженні ціни акції.

В опціонній операції ризикують обидва учасники, але покупець опціону ризикуює дещо менше, ніж продавець опціону, оскільки він має право вибору: покупець купує або не купує акції, і його втрати виражаться лише в розмірі премії. Втрати продавця мають характер упушеного доходу (прибутку), оскільки, продавши свої акції за опціонним контрактом, він позбавляється можливості отримати курсовий прибуток шляхом продажу цих акцій на спотовому ринку за вищою ціною.

Учасники опціонних операцій зменшують ризик шляхом різноманітних методів хеджування, наприклад, шляхом стележної операції. Суть стележної операції полягає в тому, що одночасно придбаваються опціон кол і опціон пут на одні й ті самі акції за однією й тією ж ціною й однаковими датами закінчення контрактів. Виконується один з двох опціонів залежно від рівня ціни акцій.

Міжнародний ринок деривативів характеризується зростанням обсягів операцій з похідними інструментами. Це зумовлено високою нестабільністю котировок та посиленням ризику втрат в умовах зниження курсів. Останнім часом ринок деривативів поповнився новими учасниками. Крім інституційних інвесторів в операціях беруть участь управляючі компанії та корпорації. Можливість страхування та мінімізація ризику втрат від



знецінення базових фінансових активів на ринку похідних інструментів допомагає уникнути їх ще більшого знецінення та суттєвого зниження обсягів операцій з ними на фондових ринках. Обороти ринку деривативів у 8 разів перевищує світовий ВВП. За оцінкою Банку міжнародних розрахунків, сукупний обсяг міжнародного ринку деривативів дорівнює близько 300 трлн дол. [<http://www.derex.ru>].

Міжнародна торгівля деривативами проводиться на біржах і поза біржею. Це зумовило поділ даних фінансових інструментів на деривативи, що продаються на біржах (відсоткові ф'ючерси та опціони, валютні ф'ючерси та опціони, ф'ючерси та опціони на індекси), і деривативи, що продаються поза біржею (валютні та відсоткові інструменти).

Практично вся біржова торгівля деривативами сконцентрувалася на торгівлі відсотковими ф'ючерсами і опціонами (88,6 % від вартості контрактів). Щорічно обсяг торгів на біржовому ринку відсоткових деривативів становить близько 2,5 млрд контрактів, тобто більше ніж 26 % від усього ринку деривативів. На другому місці — торгівля ф'ючерсами і опціонами на індекси (10,9 %), валютні ф'ючерси і опціони на третьому місці (0,5 %).

Номинальна вартість базових активів біржових деривативів становить понад 15 трлн дол. У Північній Америці цей показник дорівнює 8,9 трлн дол., у Європі — 4,8 трлн дол., в Азіатсько-Тихоокеанському регіоні — 1,7 трлн дол.

Біржова торгівля деривативами сконцентрувалася в декількох провідних країнах: у Великій Британії, США, Німеччині. Біржовий ринок забезпечує, на відміну від позабіржового, більшу стандартизованість торгівлі, вищу злагодженість розрахункових механізмів, які знижують ступінь фінансових ризиків, розвинуту міжбіржову систему електронного зв'язку.

Зростання торгівлі деривативами відбувається в основному за рахунок позабіржового ринку, котрий у 7 разів перевищує біржовий. На нього припадає 87 % усієї торгівлі деривативами.

Основна частина контрактів, що укладаються на позабіржовому ринку, припадає на валютні і відсоткові деривативи. Роль товарних деривативів і деривативів на акції, як і на біржовому ринку, незначна. Валютні деривативи в позабіржовій торгівлі відіграють істотнішу роль, ніж на біржовому ринку (їхня частка становить 16,5 %). На позабіржовому ринку в основному відбувається торгівля відсотковими і валютними свопами і переважають короткострокові контракти (близько 80 % контрактів укладається на строк до одного року).

Перевагами позабіржового ринку порівняно з біржовим є велика гнучкість контрактної системи, швидше впровадження нових фінансо-

вих інструментів, відлагоджена система двосторонніх банківських розрахунків.

Оборот торгівлі біржовими деривативами зростає як у цілому на світовому ринку, так і в окремих регіонах.

Оборот торгівлі ф'ючерсами та опціонами на біржах зріс у 2007 р. порівняно з 1997 р. на 7 % і становив понад 400 трлн дол., при цьому 51 % припадав на Північну Америку. Найбільше зростання цього показника спостерігається в Європі, де він зріс за розглянутий період на 28 %.

Понад половину як обороту, так і номінальної вартості базових активів біржових деривативів припадає на США. Неамериканські ринки зростають випереджаючими темпами порівняно зі США.

За кількістю біржових деривативних контрактів перше місце в світі посідає німецька біржа EUREX, випередивши американські біржі. Оборот торгівлі на ній досягає 445 млн контрактів. Друге місце посідає Чиказька біржа опціонів — 326 млн контрактів, третє — Паризька біржа (236 млн контрактів). Останніми роками з'явилися нові інструменти управління ризиком. Серед них найшвидшими темпами розвиваються кредитні деривативи. Кредитні деривативи — це структуровані фінансові інструменти, які відділяють кредитний ризик від активу для його наступного передавання іншій стороні. Учасники ринку кредитних деривативів мають можливість перерозподіляти кредитні ризики, не оформлюючи перехід прав власності на базові активи. Ринок кредитних деривативів являє собою провідні світові фінансові центри, де здійснюються операції з купівлі-продажу захисту від кредитного ризику. Так, на Нью-Йорк припадає 43 % торгівлі цими деривативами, на Лондон — 29, Азію — 21 і на інші фінансові центри Європи — 7 %. Динаміка обсягу глобального ринку кредитних деривативів характеризується такими даними (млрд дол.): у 2000 р. — 1500, у 2001 р. — 1900, у 2002 р. — 2554, у 2003 р. — 3310,0, у 2007 р. — 17300 [46, с. 271]. Найбільшими учасниками цього ринку є провідні інвестиційні банки: Chase Manhattan, Deutsche Bank, J.P. Morgan, CSFP, Goldman Sachs, Nomura.

Розробляються ф'ючерсні контракти, де базовими активами є макроекономічні показники, наприклад, ВВП, інфляція.

Характерні риси світового ринку деривативів:

- частка деривативів, що продаються на біржах, скорочується;
- за обсягом торгівлі валютні і відсоткові деривативи абсолютно домінують над товарними деривативами і деривативами на акції;
- понад половину торгівлі деривативами є міжнародною;
- близько половини деривативних контрактів укладаються в доларах.

## 8.7. Первинний та вторинний ринки цінних паперів

### *Первинний ринок цінних паперів*

Ринок цінних паперів є механізмом, який сприяє встановленню контактів між покупцями і продавцями цінних паперів. Ринок цінних паперів поділяється на первинний і вторинний ринки.

Первинний ринок цінних паперів — це ринок перших і повторних емісій цінних паперів, на якому відбувається їх початкове розміщення серед інвесторів. Емісія цінних паперів — це встановлена в законодавчому порядку послідовність дій емітента з випуску і розміщення цінних паперів. Цінні папери (акції, облигації) розміщуються шляхом продажу їх емітентом первинним власником через посередництво укладення угоди. Рішення про випуск приймають засновники акціонерного товариства з наступним затвердженням його на загальних зборах акціонерів. Визначаються мета випуску, види цінних паперів, номінальна вартість акцій, порядок розміщення, випуску тощо.

Первинний випуск цінних паперів реалізується за допомогою механізму андеррайтингу — гарантованого розміщення цінних паперів.

Андеррайтером іноземних облигацій звичайно виступає синдикат банків або інвестиційні банки країни-інвестора, але можуть залучатися до андеррайтингу й інвестиційні банки нерезидентного позичальника. Єврооблігації розміщуються звичайно через великий міжнародний банківський синдикат, котрий має можливість продавати облигації в багатьох країнах.

Здійснювати андеррайтинг може лише група інвестиційних банків, які мають досить великий розмір власних коштів, досвід андеррайтингу і здатність розмістити випущені облигації серед місцевих інвесторів та інвесторів країни-позичальника. Механізм андеррайтингу використовується при випуску іноземних облигацій на ринках Нью-Йорка, Франкфурта, Цюриха, Лондона і Токіо.

Прямий доступ на ринок іноземних облигацій і єврооблігацій затруднений (вищий і другий рівні труднощів доступу). На ринки іноземних облигацій доступ мають лише установи з вищою кредитоспроможністю.

Процес андеррайтингу розпочинається з того, що після погодження керуючим банком з позичальником усіх деталей випуску облигацій створюється група, яка здійснюватиме андеррайтинг. Андеррайтери за свою діяльність отримують винагороду у вигляді валового прибу-

тку, котрий є різницею між ціною, яка виплачується андеррайтерами емітенту, і ціною пропозиції цінних паперів інвестору. Валовий прибуток включає витрати на підготовку й організацію випуску облігацій, плату кожному учаснику синдикату за продаж певної кількості цінних паперів. До цієї суми входить також винагорода за ризики, пов'язані з підвищенням відсоткових ставок або зниженням ціни на облігації (рис. 8.1).

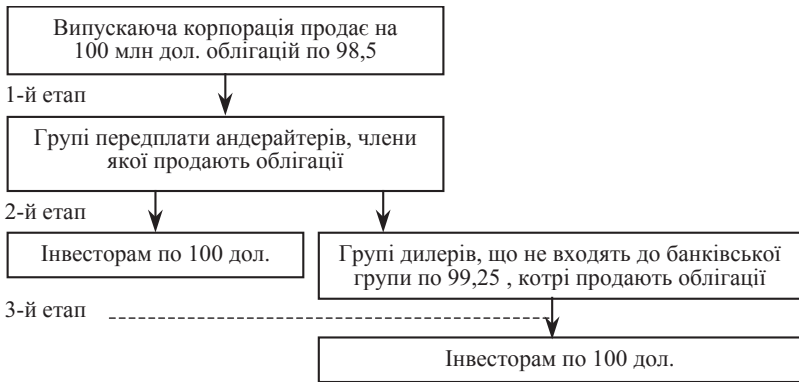


Рис. 8.1. Схема основних етапів процесу розміщення цінних паперів

У рамках первинного випуску цінні папери поділяються на «витримані» і «невитримані». Випуск «витриманих» паперів означає додаткове розміщення вже існуючих цінних паперів. «Невитримані» — це нові папери або первинна пропозиція цінних паперів.

Корпорації, що здійснюють випуск цінних паперів, можуть отримувати кошти безпосередньо від населення, використовуючи первинний фондовий ринок, або через фінансових посередників. Індивідуальні інвестори — це інвестори, які володіють портфелями цінних паперів, усі доходи від яких належать безпосередньо їм. Фінансові посередники, або фінансові інститути, — це організації, що випускають фінансові зобов'язання (тобто вимоги до себе) і продають їх як активи за гроші. Вони залучають кошти інвесторів і придбавають на них фінансові активи (акції, облігації) інших компаній. Інвестори фінансового посередника отримують певні права на активи і право отримання доходу за фінансовими зобов'язаннями організації-посередника. Опосередковане залучення коштів дає економію на масштабі операцій і забезпечує професійне управління активами. Типи фінансових посередників: інвестиційні компанії, ощадні і кредитні асоціації, кредитні

союзи, ощадбанки, компанії зі страхування життя, пенсійні фонди тощо. В США найбільш динамічно розвиваються такі інституційні інвестори, як пенсійні фонди, активи яких перевищують 3 трлн дол., в тому числі акцій і облігацій міжнародних корпорацій.

При розміщенні цінних паперів у інвесторів виникає проблема: визначити, в які акції або облігації вкласти свої гроші, а у емітента — проблема переконати потенційних інвесторів у привабливості вкладення коштів саме в його цінні папери. Проблеми ці можна вирішити завдяки інформації про об'єкти інвестування, котра дала б змогу оцінити можливі доходність і ризик вкладень у фірму.

Вважається, що дані для прийняття рішень про інвестування і оповіщення про умови інвестування дає аналіз балансу фірми, звіту про прибутки, звіту про рух грошових коштів і даних про акціонерний капітал. Узагальнену картину діяльності корпорації дає аналіз відносних показників, що характеризують окремі звітні дані і пов'язують їх одні з одними, дозволяючи виявити сильні і слабкі сторони компанії. Так, при порівнянні показників окремих фірм із «середнім» рівнем можна виявити компанії з високим ступенем ризику. При порівнянні даних однієї й тієї самої компанії за різні періоди можна судити про погіршення чи поліпшення стану компанії. Найпопулярнішим показником фінансового стану для інвестора є показник доходності вкладеного капіталу (ROE — Return on equity), котрий розраховується як відношення чистого прибутку до акціонерного капіталу:

$$ROE = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Акціонерний капітал}}. \quad (8.1)$$

ROE можна представити як добуток трьох співмножників, котрі дають уявлення про три чинники:

- сприйнятливість ринку до продукції компанії;
- ефективність використання активів компанії;
- участь власного капіталу у функціонуванні активів фірми<sup>20</sup>.

$$ROE = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Обсяг продажів}} \times \frac{\text{Обсяг продажів}}{\text{Вартість активів}} \times \frac{\text{Вартість активів}}{\text{Акціонерний капітал}} \quad (8.2)$$

<sup>20</sup> Такий розклад називається дюпонівською системою контролю, оскільки цей показник був вперше застосований менеджерами компанії «Дюпон».

**Перший співмножник** — коефіцієнт прибутковості — показує величину прибутку в одному доларі продажів. При виборі об'єкта інвестування важливо, щоб цей показник не мав тенденції до зниження.

**Другий співмножник** — коефіцієнт оборотності активів — показує, скільки доларів продажів формує долар активів. Він говорить про ефективність використання активів.

Добуток перших двох співмножників характеризує прибутковість активів (ROA-return on assets).

$$ROA = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Обсяг продажів}} \times \frac{\text{Обсяг продажів}}{\text{Вартість активів}} \quad (8.3)$$

**Третій співмножник** отримав назву левередж. Цей показник характеризує співвідношення власних і позичкових коштів. Чим більше позичкового капіталу (тобто боргів), тим більше прибутку припадає на долар власного капіталу, але тим менше вкладений капітал власника захищений активами. Чим більше активи фінансуються за рахунок власного капіталу, тим, за інших рівних умов, стійкіший фінансовий стан фірми, але нижча доходність власного капіталу. Отже, перед інвесторами виникає дилема: або мати менше боргів, тобто менший ризик інвестування, або отримати більший доход і вищий ризик.

Аналіз фінансового стану фірми — необхідний етап фінансового інвестування, особливо на первинному ринку. Однак потрібно мати на увазі, що ринок цінних паперів живе за своїми власними законами, і стан корпорації на ринку цінних паперів є наслідком взаємодії численності чинників, які виходять за рамки внутрішнього стану справ фірми.

### **Вторинний ринок цінних паперів**

Вторинний ринок — це ринок, на якому відбувається купівля-продаж цінних паперів, випущених в обіг раніше. Покупці на вторинному ринку укладають угоди не з емітентом, а з новими власниками цінних паперів. На вторинному ринку андерайтери виступають у ролі брокерів, тобто зводять разом покупців і продавців, і в ролі принципалів, тобто скуповують і продають цінні папери з метою стабілізації цін. Вторинний ринок є основним ринком, оскільки саме на ньому відбуваються: а) торгівля цінними паперами, випущеними в обіг раніш; б) установа курсу цінних паперів, тобто визначення тієї ринкової ціни, яка відображає всю наявну інформацію про конкретний цінний папір.

Особливістю вторинного ринку є високий рівень ліквідності, тобто можливості швидкого продажу цінних паперів. Ліквідність ринку тим вища, чим більше учасників купівлі-продажу цінних паперів.

Вторинний ринок складається з:

- організованого, біржового ринку;
- неорганізованого, позабіржового ринку.

Фондова біржа як організований і регулярно функціонуючий ринок цінних паперів є центральним ринком акцій найбільших монополій. Усього в світі нараховується майже 200 бірж у більше ніж 60 країнах. Найбільші з них: Нью-Йоркська, Токійська, Лондонська, Середньо-Західна (США) та ряд інших. 31 біржа входить до Міжнародної федерації фондових бірж (МФФБ), розташованої в Парижі.

На фондовій біржі здійснюється котирування цінних паперів. Термін «котирування», як правило, застосовується на позначення дії або механізму встановлення ціни цінних паперів, а також їм позначають можливість обігу цінних паперів (коли цінні папери обертаються на біржі, то кажуть, що вони «котируються») [49, с. 118].

Хоча котирування здійснюється на фондовій біржі, але біржовим курсом користуються і на позабіржовому ринку.

Щоб стати членом біржі, необхідно купити «місце» на біржі, тобто право на торгівлю і мати в торговельній зоні біржі свого трейдера — працівника брокерської фірми, який безпосередньо виконує замовлення на купівлю-продаж цінних паперів. Брокерська фірма, що має «місце» на біржі, називається «фірмою з місцем на біржі». Акція, котра допущена до торгів на біржі, називається «зареєстрованим цінним папером, що пройшов лістинг».

На Нью-Йоркській біржі основними критеріями, котрими керується рада директорів біржі при прийнятті рішень про допуск акцій компанії до котирувань, є:

- 1) ступінь національного інтересу до даної компанії;
- 2) місце компанії в галузі та її стабільність;
- 3) належність компанії до зростаючої галузі і перспективи, котрі дозволили б їй зберегти свої позиції.

Компанії, чії акції пройшли процедуру лістингу (реєстрації), повинні щорічно платити мито і періодично надавати певну інформацію інвесторам. Якщо інтерес до цінного паперу неухильно падає, то рада директорів приймає рішення про делістинг цінного папера. Папір буде вилучено з обігу. Допускається також тимчасово призупинення торгівлі яким-небудь цінним папером у випадку ажіотажу з тієї чи іншої причини навколо цінного папера.

Більшість бірж (до 80 %), які входять до Світової федерації бірж, проводять торги акціями та облігаціями. На інших торговельних май-

данчиках торгують тільки акціями. Третина бірж має ф'ючерсний ринок. Близько 50 % — опціонний.

З метою порівняння бірж між собою за розміром, як правило, використовується показник капіталізації національних компаній, цінні папери яких мають лістинг на біржі. Перше місце за цим показником належить Нью-Йоркській біржі.

На Нью-Йоркській та інших американських біржах йде торгівля в основному не акціями іноземних компаній, а американськими депозитарними розписками (АДР).

Іншими показниками розміру бірж є кількість лістингових компаній та торговельний оборот. Для провідних торговельних майданчиків оборот за добу становить десятки мільярдів доларів.

Вимоги до іноземних фірм, які бажають включити свої акції в лістинг, набагато жорсткіші, ніж до національних. Так, на Нью-Йоркській біржі вимогою для включення в лістинг є чиста вартість реального основного капіталу в розмірі не менше ніж 18 млн дол., для іноземної фірми — 100 млн дол.

Залежно від виду торговельної діяльності члени біржи поділяються на чотири категорії: брокер-комісіонер, брокер, який працює в залі, біржовий брокер і «спеціаліст». На Нью-Йоркській біржі з 1366 членів біржі 700 — це брокери-комісіонери, 400 — «спеціалісти», 225 — брокери, які працюють в залі, 41 — біржові брокери.

**Брокери-комісіонери** збирають у брокерських фірм заявки клієнтів, доставляють їх до зали біржі і відповідають за їхнє виконання. За свої послуги збирають з клієнтів комісійні.

**Біржові брокери** виконують у біржовій залі доручення інших брокерів, допомагають брокерам-комісіонерам.

**Біржові трейдери** здійснюють операції лише за свій рахунок. Свій прибуток вони отримують, використовуючи незбалансованість на ринку, яка призводить до тимчасового завищення або заниження курсів цінних паперів.

«**Спеціалісти**» виконують дві функції:

- здійснюють виконання заявок з обмеженням ціни, оскільки є брокерами для брокерів;

- діють як дилер з певних груп акцій, тобто купують і продають цінні папери певної групи за свій рахунок, отримуючи при цьому прибуток.

«Спеціаліст» повинен підтримувати стабільність на ринку тих цінних паперів, з яких він призначений вести операції. Для цього він повинен компенсувати тимчасові дисбаланси між кількістю заявок на купівлю і заявок на продаж шляхом купівлі акцій, призначених для



нього, зі свого рахунка. «Спеціалістам» належить провідна роль у біржовій торгівлі.

У роботі фондових бірж за останні 10 років сталися значні зміни, які повністю змінили вигляд бірж.

### **1. Перехід на електронну торговельну систему.**

На більшості бірж торговельна зала сама по собі відсутня, а угоди здійснюються через віддалені термінали персональних ЕОМ, що мають доступ до центрального комп'ютера фірми. Лише на нью-йоркській фондовій біржі як основний метод використовується відкритий вигук; на токійській біржі від нього відмовились у 1999 р.; на франкфуртській біржі хоча торговельна зала діє, але число угод невелике. Основна частина угод укладається за допомогою електронної системи, завдяки якій можна торгувати на тій чи іншій біржі з будь-якої точки земної кулі, а в міру розвитку Інтернету це стає ще простіше.

На американських біржах третина всього обороту припадає на угоди через Інтернет.

На електронну систему торгівлі переходять деривативні біржі. Першою з таких стала німецька біржа строкових контрактів під назвою DTB у Франкфурті (1990). Вона із самого початку була електронною і могла приваблювати віддалених членів практично в будь-якій країні світу.

**2. Активізація процесів глобалізації на фондових ринках.** Починає здійснюватися перехід окремих бірж на технологію провідних організаторів торгівлі, що створило передумови для їхнього злиття. Інституціональним проявом цього процесу є інтеграція лондонської і франкфуртської фондових бірж, об'єднання паризької, амстердамської і брюссельської бірж, котрі діють як одна міжнародна — Euronext (в об'єднання увійшла біржа Португалії), формування «Глобального фондового ринку», який об'єднує десять величезних бірж світу із сукупною капіталізацією в 20 трлн дол. (Нью-Йорк, Токіо, Гонконг, Париж, Брюссель, Амстердам, Мельбурн, Торонто, Сан-Паулу, Мехіко) та ін.

Інтеграція фондових бірж сприяє формуванню інвестиційного простору, який функціонує за уніфікованими правилами.

### **3. Об'єднання класичних фондових і деривативних бірж.**

На об'єднаних біржах торгують не лише акціями і облигаціями, а й ф'ючерсами і опціонами. Прикладом може бути німецька Deutsche Borse, що об'єднує фондову (FWB) і строкову (DTB-EUREX) біржі; об'єднання сингапурської фондової біржі зі строковою (SIMEX).

**4. Перетворення фондових бірж на відкриті акціонерні товариства,** тобто на бізнес-організації. Відкритими акціонерними товариствами стали фондові біржі Стокгольма (1993), Хельсінкі (1996), Копен-

гагена (1997), Амстердаму (1997), Мілану (1997), Австралійська фондова біржа (1998), Лондонська фондова біржа (2000). Акціонувалась американська торговельна система NASDAQ. В оборот на позабіржовому ринку NASDAQ можуть надійти 45 % її акцій, а виручка піде на розширення бізнесу в інших країнах і модернізацію технологій.

**5. Вихід бірж через зрослу конкуренцію за національні межі і пропонування своїх послуг на зовнішньому ринку.** Вони відкривають доступ на свої торговельні майданчики іноземним учасникам торгів, проводять лістинг і ведуть торгівлю іноземними цінними паперами. Так, на лондонській фондовій біржі в торгівлі беруть участь понад 170 міжнародних інвестиційних організацій і понад 500 іноземних банків. Акції міжнародних компаній понад 60 країн пройшли лістинг на лондонській фондовій біржі.

**6. Злиття депозитарних організацій.** У 1999 р. виникла нова організація Clearstream, яка створилася від злиття депозитарно-клірингової системи Deutsche Borse Clearing і міжнародної системи Cedel. У 2000 р. відбулося злиття французького депозитарію (SICOVAM) з провідною розрахунково-депозитарною організацією на міжнародному фондовому ринку Euroclear.

Позабіржовий ринок — це частина фондового ринку, що перебуває поза сферою діяльності фондових бірж. На ньому продаються всі облигації і не включені в біржовий список акції по телефону, минаючи торговельну залу біржі. Ціни тут установлюються в ході переговорів між продавцями і покупцями. Коли виникає серія заявок, проводиться аукціон.

Частка позабіржового фондового ринку неоднакова в різних країнах: в Японії вона становить 1 %, у США — 25, Чехії — 60, Словаччині — 80, Росії — 90, Україні — 98 %, [49, с. 134]. До переваг позабіржового ринку відносять те, що він:

- збільшує обсяг інвестицій, оскільки наближає фондовий ринок до дрібного інвестора;
- оперативно знаходить найвигідніші об'єкти вкладання капіталу та джерела фінансування;
- сприяє розвитку фондового ринку на рівні регіонів, розвитку послуг для учасників ринку;
- створює передумови для розвитку інфраструктур фондового ринку.

Позабіржовий ринок має високий рівень автоматизації, котрий забезпечується «Автоматизованою системою котирувок Національної асоціації дилерів з цінних паперів». Ця система охоплює всю країну автоматичною комунікаційною мережею, котра об'єднує дилерів і брокерів позабіржового ринку і забезпечує їх інформацією про цінні папери,

що продаються через цю систему. Система використовується для котирування (оголошення) цін акцій. Фактично укладання угоди відбувається в процесі переговорів по телефону між брокером і дилером.

Важливим моментом у розвитку позабіржового ринку цінних паперів стало застосування великими банками власних електронних брокерських систем. Вони вирізняються низькою вартістю надання послуг, можливістю торгувати в години, коли традиційні біржі зачинені, анонімністю котировок і широким спектром інструментів, що торгуються. До таких систем належать Інстинет, що оперує глобально, електронні комунікаційні мережі, такі як Айленд та ін. В США їх нараховується близько 20.

Позабіржовий ринок неоднорідний через різну організованість. Так, до організованих учасників позабіржових угод відносять тих, хто є членом тієї чи іншої саморегульованої організації. У межах неорганізованого позабіржового ринку виокремлюють «вуличний» ринок, «третій» та «четвертий» ринки. Але досвід розвинутих країн свідчить про те, що позабіржовий ринок цілком піддається організації.

«Вуличний ринок» — це неорганізований ринок, де переважають випадкові операції з купівлі-продажу цінних паперів, в основному акцій приватизованих підприємств.

«Третій ринок» — це ринок, на якому відбувається позабіржова торгівля цінними паперами, зареєстрованими на біржі через посередників. «Третій ринок» виник тому, що на біржовому ринку інституційним інвесторам було не вигідно торгувати через:

1) досить великі комісійні, мінімальна ставка яких фіксована. Відтак комісійні часто перевищували граничні витрати по проведенню великомасштабних торговельних операцій, в той час як брокерські фірми, що не є членами біржі, не встановлювали обмежень на комісійні;

2) фіксований час проведення торгів, у той час як на позабіржовому ринку операції продовжуються й тоді, коли вони призупиняються на біржі.

«Четвертий» ринок — це ринок, на якому укладаються угоди купівлі-продажу будь-яких цінних паперів і навіть цілих портфелів інституційними інвесторами напрямки, минаючи біржі і брокерів через комп'ютерну систему.

У США укладання угод на «четвертому» ринку автоматизоване за допомогою електронної системи торгівлі акціями (Instinet).

Органом, який займається регулюванням ринку цінних паперів у США, є Комісія з цінних паперів і бірж — державна установа. Регулювання РЦП здійснюється на підставі федеральних і місцевих законів. В основу федерального регулювання фондового ринку покладено

принцип саморегулювання: Комісія з цінних паперів і бірж передала свої повноваження з контролю за торгівлею зареєстрованими цінними паперами фондовим біржам, залишивши за собою право вносити доповнення або зміни в існуючі правила.

На ринку цінних паперів відбуваються постійні зміни. На ньому можна робити гроші і втратити гроші. Інвесторам потрібна постійна інформація і, за можливістю, достовірна інформація про стан ринку того чи іншого папера.

На вторинному ринку інвестори укладають угоди з купівлі-продажу цінних паперів в основному з двох причин. Перша — це припущення про те, що поточна ринкова ціна купівлі або продажу завищена або занижена і інвестор захоче зіграти на можливій різниці цін. Інвестор, який вважає, що він має невідому на ринку інформацію, називається орієнтованим щодо інформації. Друга причина — це бажання інвестора продати деяку кількість акцій, щоб отримати гроші на свої потреби або вкласти в цінні папери тимчасово вільні кошти. Інвестор, спонукуваний такими мотивами, називається орієнтованим на ліквідність. Укладаючи угоду, він не передбачає, що інші учасники ринку можуть неправильно оцінювати перспективи даного папера. В цій ситуації дилер може зайняти активну або пасивну позицію. Пасивно налаштований дилер очікуватиме, поки ціни не визначаться ринком. Активно налаштований дилер спробуватиме отримати якомога більше інформації і визначити події на ринку, змінивши заздалегідь ціни на купівлю й продаж і підтримавши тим самим баланс у потоці доручень.

Ціни на ринку цінних паперів можуть не лише встановлювати рівновагу, а й бути джерелом інформації. Однак інформація про купівлю або продаж великої партії цінних паперів може бути інтерпретована по-різному, якщо невідомі мотиви продавця або покупця. Інвестору, який орієнтується на ліквідність, слід повідомити про свої наміри, з тим щоб уникнути несприятливого впливу, котрий може справити його попит або пропозиція на ціну, за якою він має намір укласти угоду. Інституційний інвестор, який закупає набір цінних паперів, повинен повідомити, що він не вважає ціну на ці папери заниженою. Фірма ж, яка хоче купити або продати велику партію цінних паперів за ціною, котра, за її оцінкою, не відповідає поточній вартості, повинна приховувати свій мотив. Від того, наскільки їй це вдається, залежить результат.

Курси акцій, що котируються на ринку, звичайно змінюються хвилеподібно, у вигляді циклів: за підйомом іде падіння, потім знову підйом і т. д. У фазі підйому ринок називається «бичачим», у фазі падіння цін акцій — «ведмежим».

### ***А. Принципи формування портфеля акцій інвестора***

Враховуючи фазу циклу і виходячи з прогнозів тенденцій зміни ринку цінних паперів (індексів Доу-Джонса чи інших), інвестор повинен під час формування свого портфеля акцій керуватися рядом принципів, які узагальнюють практику функціонування ринку цінних паперів [14, с. 105—110].

**Перший принцип покупця.** Акції, курс яких перевищив загальне (середнє) зниження на попередньому циклі «ведмежого» ринку, найбільш перспективні в розумінні наступного значного зростання на хвилі «бичачого» ринку. Існує дві причини для таких висновків.

По-перше, акції з великим зниженням курсу на «ведмежому» ринку є більш «летючими», ніж загальна маса, що визначає середні індекси.

По-друге, песимізм «ведмежого» ринку звичайно перебільшений для багатьох з цих акцій. Якщо курс акції знизився на 85, 90 і навіть 95 %, то це може також означати, що корпоративні доходи впали, дивіденди зменшуються, перспективи компанії сумні і що банкрутство «за рогом». 90—95 % зниження курсу звичайно сигналізує про серйозні проблеми, але це може також просто свідчити про те, що інвестори «панікують» і що справжня і майбутня ситуація компанії в кінці циклу «ведмежого» ринку не набагато гірша, ніж на його початку. Якщо це відповідає дійсності, то при поживленні на ринку курси таких акцій підуть угору з темпом, що перевищує середній рівень.

Отже, **принцип 1:** за прогнозами початку «бичачого» ринку слід купувати акції тих корпорацій, курс яких знизився значніше, ніж усереднений курс у період «ведмежого» ринку.

**Другий принцип покупця** ґрунтується на тому, що курс акцій корпорацій, у яких величина капіталізації ринку невелика, зростає в період «бичачого» ринку більше (у відсотках), ніж усереднений курс усіх акцій, що котируються, значно більше, ніж курс акцій корпорацій зі значними обсягами ринкової капіталізації.

Наприклад, уявімо корпорацію А, у якої випущено 1 млн акцій, а їхній ринковий курс — \$10 за одиницю. Тоді величина капіталізації ринку становить \$10 млн (1 млн акцій — \$10). Припустимо, що на першому етапі «бичачого» ринку показник капіталізації збільшиться на \$5 млн, а на другому — ще на \$5 млн, тобто склав відповідно для даної корпорації \$15 млн і \$20 млн. Оскільки додаткова емісія не проводилася, то це означає, що курс акцій підвищився в першому випадку на 50 % за одиницю до \$15, а в другому — на 100 % (порівняно з останньою ринковою ціною «ведмежого» ринку) до \$20 за одиницю.

Тепер розглянемо корпорацію В, яка випускає 5 млн акцій, котрі, як і в першому випадку, наприкінці «ведмежого» ринку продаються по \$10 за одиницю. Тоді показник ринкової капіталізації становить 50 млн (5 млн акцій — \$10). Якщо ж з початком «бичачого» ринку також цей показник збільшиться вдвічі на \$5 млн, тобто складе \$55 млн і \$60 млн, то за відсутності нової емісії ринкова ціна акцій корпорації В збільшиться лише на 10 % на першому етапі (з \$10 за одиницю до \$11) і на 20 % — на другому етапі (з \$10 за одиницю до \$12).

Із зіставлення цих прикладів видно, що зростання вартості акціонерного капіталу на «бичачому» ринку на одну й ту саму величину (\$10 млн) в першому випадку (з корпорацією А) призвело до подвоєння ціни однієї акції з \$10 до \$20, а в другому (з корпорацією В) — до збільшення курсу лише на 20 %: з \$10 до \$12. Це пояснюється тим, що за інших рівних умов показник капіталізації корпорації В (\$5 млн) був у 5 разів більшим, ніж цей самий показник корпорації А (\$1 млн).

Отже, **принцип 2**: за прогнозів початку «бичачого» ринку слід купувати акції корпорацій з найменшими показниками ринкової капіталізації.

**Третій принцип покупця** впливає з порівняння величини вартості за балансом і їх ринкової оцінки, котру визначає покупець ринкової капіталізації. Якщо показник ринкової капіталізації вищий, ніж вартість за балансом, то наявною є переоцінка ринком стану корпорації, в протилежному випадку — недооцінка. Однак особливе значення в нашому аналізі має зіставлення відношення чистих ліквідних активів корпорації<sup>21</sup> до кількості випущених акцій з їх ринковим курсом. І коли ринковий курс акцій яких-небудь корпорацій нижчий від згаданого відношення (коефіцієнта), то ці акції найбільш доцільно купувати напередодні початку чергового циклу «бичачого» ринку. Чому? Відповідь проста: купівельний попит серйозно недооцінив ці акції. Адже корпорація, в якій ліквідних коштів достатньо, щоб покрити свою заборгованість, перебуває у відмінному фінансовому стані. І тому можна з великою долею ймовірності передбачити, що коли почнеться хвиля «бичачого» ринку, курс акції цих корпорацій зросте в темпі, що перевищує середній рівень.

Звідси впливає **принцип 3**: за прогнозами початку «бичачого» ринку слід купувати акції тих корпорацій, у яких поточний курс нижчий від вартості чистих ліквідних активів, які припадають на акцію.

<sup>21</sup> Нагадаємо, що показник чистих ліквідних активів корпорації визначається з вільного фінансового балансу як різниця між величиною ліквідних активів і пасивів. Подальше розмежування доцільне лише тоді, коли для даної корпорації цей показник позитивний, оскільки він може бути і від'ємною величиною.

### ***Б. Принципи, що визначають стратегію поведінки інвестора у випадку продажу своїх акцій***

Так само, як і при купівлі акцій, кожний інвестор повинен мати стратегію поведінки у випадку продажу своїх акцій.

**Перший принцип продавця** ґрунтується на аналізі коефіцієнта ціна-дохід (P-E Ratio), котрий характеризує співвідношення між поточним курсом акції і величиною чистого доходу корпорації, що припадає на одну акцію<sup>22</sup>. Наприклад, якщо продажна ціна акції на даний момент — \$40, а чистий дохід корпорації за останній звітний рік \$8 за одну акцію, то коефіцієнт ціна-дохід дорівнює  $5(\$40/\$8)$ . При курсі акції \$16 і такому ж, як і згаданий вище, чистому доході на одну акцію (\$8), цей коефіцієнт становитиме  $2(\$16/\$8)$ . Природно, що кожна акція має цей коефіцієнт, за винятком тих корпорацій, у яких немає прибутку.

Коефіцієнт ціна-дохід є індикатором того, наскільки порівняно із середнім рівнем впаде курс акцій на початку циклу «ведмежого» ринку. Так, за інших рівних умов, акції, в котрих цей коефіцієнт вищий, будуть більше «втрачати» в ціні, ніж ті, в яких він нижчий. Причина полягає в тому, що при загальному падінні курсу насамперед «страждають» акції тих корпорацій, курс яких не відповідає їх істинному фінансовому стану. І, як свідчить зарубіжна статистика, ціни акцій корпорацій з високим рівнем цього коефіцієнту на «ведмежому» ринку знижуються у відсотковому відношенні більше, ніж середні показники в цілому (наприклад, індекс Доу-Джонса).

Звідси **принцип 1**: за прогнозами початку «ведмежого» ринку слід продавати (або продавати на строк) акції з найбільш високими значеннями коефіцієнта ціна-дохід.

**Другий принцип продавця** ґрунтується на аналізі коефіцієнта дивідендської віддачі акції (Stock Yield), котрий встановлює зв'язок між величиною дивіденда і ціною акції. Наприклад, якщо курс акції корпорації А \$60, а дивіденд за підсумками року був нарахований на цю акцію в розмірі \$3, то коефіцієнт дивідендної віддачі становить 5 % ( $\$3/\$60$ ). Якщо при тому самому рівні дивіденда курс акції корпорації В становить \$30, то коефіцієнт дорівнюватиме 10 % ( $\$3/\$30$ ).

Коефіцієнт дивідендної віддачі — другий індикатор того, якою є очікувана тенденція зниження курсу акцій окремих корпорацій в умо-

<sup>22</sup> Як відомо, цей коефіцієнт є одним з основних фінансових показників корпорації і приводиться в усіх біржових інформаційних таблицях, що публікуються західними фінансовими газетами країн, де функціонує ринок цінних паперів.

вах «ведмежого» ринку. Як правило, курс акцій, у котрих цей коефіцієнт вищий, знижується у відсотковому відношенні менше, ніж курс тих акцій, у яких цей показник нижчий. Тут позначається принцип рентабельності інвестицій: завжди буде більшим попит на ті акції, котрі при однакових доходах, які приносяться ними на одиницю, коштують інвестору дешевше.

Звідси **принцип 2**: при прогнозах початку «ведмежого» ринку слід продавати (або продавати на строк) акції тих корпорацій, у яких найменші значення коефіцієнтів дивідендної віддачі акції.

**Третій принцип продавця** за своєю суттю протилежний першому принципу покупця. Зрозуміло, що курси акцій різних корпорацій з неоднаковими темпами зростатимуть на хвилі «бичачого» ринку. У одних величина подвоїться або потроїться, а в інших зросте всього на декілька відсотків. Причому в перших найчастіше це результат не лише оптимістичних очікувань на майбутній розквіт корпорації, а й спекулятивний ентузіазм і азарт.

Однак, як правило, необґрунтований оптимізм змінюється на песимізм, і ажіотажний попит на акції різко знижується (особливо коли їх ціна вже дуже висока). Відтак з початком «ведмежого» ринку курс акцій таких корпорацій починає в такому самому темпі падати, випереджаючи середній рівень.

Звідси **принцип 3**: при прогнозах початку «ведмежого» ринку слід продавати (або продавати на строк) акції тих корпорацій, курс котрих найзначніше (у відсотковому відношенні) зріс протягом попереднього «бичачого» ринку.

### **Основні показники діяльності ринку цінних паперів**

За ступенем узагальнення інформації показники ринку цінних паперів поділяються на:

- інтегральні (усереднені), які характеризують стан ринку (або його сегменту) в цілому одним узагальненим показником (наприклад, індекс Доу-Джонса за акціями промислових компаній);
- часткові, які доповнюють інтегральний показник характеристикою або зміни курсу акцій окремих компаній, або дивідендної віддачі акцій компаній тощо.

За складом об'єктів, що вивчаються, індекси бувають:

- інтернаціональні, котрі характеризують стан ринку поза національними кордонами. Наприклад, індекси MSCI (Morgan Stanley Capital International) охоплюють як весь світовий ринок акцій, так і його окремі географічні сектори — Північну Америку, Європу, Далекий Схід тощо;



- національні;
- секторні, котрі характеризують стан певного внутрішньонаціонального ринку. Наприклад, індекс Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE Composit Index) характеризує рух курсів акцій всіх компаній, що котируються на цій біржі; індекс Американської фондової біржі, що котирується на цій біржі;
- субсекторні інтегральні індекси характеризують динаміку курсів акцій певних груп компаній: промислової, транспортної, фінансової і т. ін.

За методом обчислення індекси поділяються на два основні види:

- серії середньоарифметичних наявних цін, котрі відображають зміни курсів груп цінних паперів;
- серії початкових ринкових вартостей усіх цінних паперів групи.

Фондові індекси являють собою показники, що відображають зміну вартості деякого портфеля цінних паперів. Розрахунок індексу необхідний для того, щоб оцінити зміну ціни фінансових інструментів (акцій) на ринку в цілому і показати ефективність функціонування міжнародного ринку акцій.

Принцип розрахунку цінових середніх ґрунтується на сумі цін (середньої ціни) визначеної групи акції [46, с. 287]:

$$\sum_{i=1}^n \frac{P_i}{D}, \quad (8.4)$$

де  $D$  — дільник, який забезпечує рівність значення індексу та момент початку розрахунку деякій заданій величині (найчастіше 10 або 100 пунктам). Наприклад, фондовий індекс розраховується за акціями двох компаній. Ціна акції компанії А — 100 дол., ціна акції компанії В — 10 дол. Середньоарифметична дорівнює:  $\frac{100+10}{2} = 55$ . Якщо акції компанії В подорожчають у три рази, то індекс збільшиться на 10 пунктів  $\left( \frac{100+30}{2} - 55 \right)$ .

До першої групи належать насамперед індекси Доу-Джонса — середні показники динаміки поточних курсів акцій провідних компаній США. Серед системи середніх компаній Доу-Джонс найвідомішим є показник ДІА (Dow Jones Industrial Average), який є середньоарифметичним цін акцій 30 найбільших промислових компаній на Нью-Йоркській біржі, котрі лідирують у своїх галузях промисловості.

Індекс Доу-Джонса визначається за формулою

$$DJIA_t = \frac{\sum_{i=1}^{30} P_{it}}{D_{adj}}, \quad (8.5)$$

де  $DJIA_t$  — позначення інтегрально індексу Доу-Джонса на день  $t$ ;

$P_{it}$  — курс акцій на кінець дня  $it$ ;

$D_{adj}$  — скоригований дільник на день  $t$ , що змінюється при дрібненні акцій. Якщо акції діляться, то дільник стає меншим<sup>23</sup>.

Розглянемо наприклад (табл. 8.9).

Таблиця 8.9

Ціни акцій перед дрібненням	Ціна після дрібнення акцій 3-до-1 акцій А
A30	10
B20	20
C10	10
60 : 3 = 20	40 : $D_{adj} = 20$
$D_{adj} = 2$ (новий дільник)	

Початковий дільник «3» після дрібнення акцій зменшився до 2-х, оскільки зменшилася нова ціна (40). При діленні нової ціни на початкове середнє значення отримуємо новий дільник.

Крім індексу DJIA, розраховується індекс DJGT (Dow Jones Transportation Average), який включає ціни акцій 20 транспортних компаній. Найновішим є DJGT (Dow Jones Global Titans Index), який було започатковано в 1999 р. і який розраховується на базі 50 компаній 8 найбільших фондових ринків світу: США, Великої Британії, Франції, Японії, Німеччини, Італії, Швейцарії та Нідерландів.

На величину індексу можуть впливати події, які не пов'язані із зростанням вартості компанії. Наприклад дрібнення акцій. Тому середні величини (індекси, які ґрунтуються на середній початковій вартості цінних паперів певної групи), потребують коригування та обчислюються так:

<sup>23</sup> При дрібненні старі акції вилучаються з обігу, а замість них випускаються нові з іншою номінальною вартістю. Наприклад, акція з номінальною вартістю 10 розбивається на 2:1; власник 100 акцій отримує 200 нових акцій з номінальною вартістю \$5. Укрупнення акцій — це збільшення номіналу акцій і зменшення кількості акцій.

$$\text{Індекс}_t = \frac{\sum_{i=1}^n P_t Q_t}{\sum_{i=1}^n P_b Q_b} \times B_{iv}, \quad (8.6)$$

де індекс  $t$  — індексна вартість на даний день;

$P_t$  — курси акцій на кінець дня;

$Q_t$  — кількість наявних в обігу акцій на день;

$P_b$  — курси акцій на кінець базового дня;

$Q_b$  — кількість наявних в обігу акцій на базовий день;

$B_{iv}$  — початкова індексна вартість.

Розглянемо приклад обчислення початкової і нової ринкової вартості акцій (табл. 8.10).

Таблиця 8.10

#### ВАРТІСТЬ АКЦІЇ

Грудень 31.2009 р.	Курс акцій	Кількість акцій	Ринкова вартість
A	\$10	1 000 000	10 000 000
B	\$15	6 000 000	90 000 000
C	\$20	5 000 000	10 000 000
			20 000 000

Загальна базова вартість набору акції дорівнює індексу 100

Грудень 31. 2010 р.	Курс акцій	Кількість акцій	Ринкова вартість
A	\$12	1 000 000	12 000 000
B	\$10	12 000 000*	120 000 000
C	\$20	50 000 000**	110 000 000
			242 000 000

\* Протягом року відбулося дрібнення акцій «B» 2:1.

\*\* Протягом року компанія «C» сплатила за акціями 10 % дивідендів.

$$\begin{aligned} & \text{Нова індексна вартість} = \\ & = \frac{\text{Ринкова вартість на даний час} \times \text{Початкова індексна ціна}}{\text{Базова вартість}} \\ & = \frac{242\,000\,000}{200\,000\,000} \times 100 + 1,21. \end{aligned}$$

Індекс кінцевої вартості набору акцій відображає і зміни курсів акцій, і їх дрібнення та виплату дивідендів.

За методом середньоарифметичного розраховуються і деякі інші відомі в світі індекси. Наприклад, індекси Nikkei — середні цін акцій, які котируються на Токійській фондовій біржі; міжнародний фондовий індекс EAFF Index, який ураховує ціни акцій більш як 2000 компаній з 21 країни; індекс World Index, який розробляє компанія Morgan Stanley; FTW Index, який розробляє Інститут актуаріїв Великої Британії разом з великими брокерськими фірмами; Global Index, який розраховує First Boston Corporation разом із журналом «Euromoney». Крім того, міжнародні інституції розраховують регіональні індекси та індекси для зростаючих ринків.

Переваги фондових індексів:

- надають інформацію щодо доходності ринків акцій і забезпечують можливість порівнювати ефективність інвестицій на різних ринках;
- дозволяють визначити тенденції ринку;
- є основою для спеціальних фінансових інструментів: строкових контрактів за індексами, які дають змогу страхувати ринковий ризик (ф'ючерси, опціони за фондовими індексами).

### ***Визначення ринкової вартості акції***

Акція має номінальну і ринкову вартості (ціни). Номінальна ціна — це ціна, визначена на акції. Ринкова ціна, або курс акції, — це ціна, за котрою акція реально продається і купується на фондовому ринку. Курс акції перебуває в прямій залежності від розміру отримуваного за ними дивіденда і в оберненій — від рівня позичкового відсотка:

$$\text{Курс звичайної акції} = \frac{\text{Річний дивіденд на 1 акцію}}{\text{Ставка доходу від акції}} \times 100. \quad (8.7)$$

На фондовому ринку визначення курсу цінних паперів відбувається в результаті взаємодії попиту і пропозиції. Чинником же, що визначає попит і пропозицію, є оцінювання інвестором доходів корпорації в майбутньому і величини передбачуваних дивідендів. На попит і пропозицію впливає величина спреду — розриву між мінімальною ціною пропозиції і максимальною ціною попиту. Найбільш ліквідними є цінні папери, в яких відношення спреду до максимальної ціни найменше (0—3 %).

Процедура проведення торгів на ринках цінних паперів і визначення ринкового курсу така. Усі брокери зі своїми заявками збираються в

залі біржі. Спеціально уповноважений біржовий агент оголошує курс, наприклад, 940 дол. за акцію. Після цього брокери намагаються укласти між собою угоди за цим курсом. Визначаються брокери, котрі готові купити певне число акцій по цьому курсу, і брокери, котрі мають заявки на продаж акцій за цим курсом. Укладаються попередні угоди. Але виявляється, що попит за ціною 940 дол. перевищує пропозицію. Попит становить 300 акцій, а пропозиція — лише 200 акцій. Це означає, що ціна в 940 дол. надто низька для продавця. Тоді біржовий агент називає нову ціну, наприклад, 950 дол. За цієї ситуації попередні угоди з попередніх торгів повністю анулюються, і брокери знову переглядають свої пакети заявок. На продаж за новою ціною пропонується 300 акцій, а попит пред'явлено лише на 200 акцій. Якщо після попередніх угод продовжуються запити на продаж, але вони залишаються без відповіді, то це означає, що ціна 950 дол. надто висока. Біржовий агент робить наступну спробу і називає нову ціну і т. д. І лише тоді, коли залишається вкрай незначна кількість незадоволених заявок брокерів, ціна буде названа остаточно.

Якщо цей процес зобразити у вигляді графіків сукупних попиту на купівлю і пропозиції на продаж, то точка їх перетину покаже ціну, за якою попит і пропозиція однакові. Отже, ринковий курс цінного папера відображає своєрідний результат згоди і спільної думки про перспективи певного цінного папера.

Характеризуючи стан ринку цінних паперів, говорять про ефективний та ірраціональний ринок.

**Абсолютно ефективний ринок** — це такий ринок, на якому ціна на кожний цінний папір завжди дорівнює його інвестиційній вартості. **Інвестиційна вартість** — це вартість цінного папера на даний момент з урахуванням перспективної оцінки рівня ціни попиту на нього і доходів по ньому в майбутньому, розрахована добре інформованими і здібними аналітиками, котра може бути розглянута як справедлива вартість папера. На такому ринку немає недооцінених і переоцінених паперів, нова інформація миттєво відображається на ринкових цінах. Це, звичайно, еталон. Реально ж визначення ринку йде за градацією ступеня ефективності ринку: слабка, середня, сильна. Три ступені ефективності ґрунтуються на різних передбаченнях про ступінь відображення в курсах цінних паперів інформації про них.

**Ірраціональний ринок** — це ринок, на якому курси ніяк не пов'язані з інвестиційною вартістю, коливання курсів випадкові. На добре розвинутому, вільному ринку ірраціональність — рідкісне явище. Основні фондові ринки США оцінюються ближче до ефективних, ніж до ірраціональних.

В угодах купівлі-продажу учасники ринку прагнуть виявити недооцінені і переоцінені акції порівняно з інвестиційною вартістю. Для визначення істинної вартості звичайних акцій застосовують засіб, котрий називається моделлю дисконтування дивіденду.

Алгебрично істинна вартість акції ( $V$ ) дорівнює сумі наведених очікуваних виплат дивідендів ( $D$ ) в період ( $t$ ) і відповідної ставки дисконтування<sup>24</sup> для фінансових потоків (тобто різниці між доходами і витратами) певного ступеня ризику ( $K$ ):

$$V = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_3}{(1+K)^3} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t} \quad (8.8)$$

Щоб визначити істинну вартість звичайних акцій при різному характері зміни дивідендів у часі, застосовуються певні моделі:

- Модель нульового зростання, в якій передбачається, що розмір дивідендів у майбутньому залишається незмінним, тобто

$$D_0 = D_1 = D_2 = D_3 = \dots = D_{\infty} :$$

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_0}{(1+K)^i} \quad \text{або} \quad V = \frac{D}{K} \quad (8.9)$$

- Модель постійного зростання, в якій передбачається, що дивіденди зростатимуть від періоду до періоду в одній пропорції, тобто з однаковим темпом зростання ( $q$ ):  $D_1 = D_0(1+q)^1$ .

Формула для моделі постійного зростання:

$$V = \frac{D_1}{K - q} . \quad (8.10)$$

- Модель змінного зростання, в якій передбачається, що до моменту  $T$  для кожного періоду інвестор робить індивідуальний прогноз щодо величини дивідендів —  $D_1, D_2, D_3, \dots, D_t$ , прогнозує настання моменту  $T$  і передбачає, що після настання моменту часу  $T$  дивіденди зростатимуть з постійним темпом  $q$ .

Формула обчислення згідно з цією моделлю матиме вигляд:

<sup>24</sup> *Дисконт* — приведена до поточного моменту вартість кожного долара доходу від цінного папера, котрий повинен бути одержаний через певну кількість років:  $d_t = 1 / (1 + S_t)$ , де  $S_t$  — спот-ставка за  $t$  років — коефіцієнт дисконтування. Дисконтування — процес обчислення приведеної вартості даного потоку платежів.

$$V = V_{T-} + V_{T+} = \sum_{t=1}^T \frac{D_t}{(1+K)^t} + \frac{D_{T+1}}{(K-q)(1+K)^T}, \quad (8.11)$$

де  $V(T-)$  — приведена вартість дивідендів, виплачуваних до періоду  $T$  включно;

$V(T+)$  — приведена вартість усіх дивідендів, виплачуваних після періоду  $T$  в момент часу 0.

Важливим параметром під час оцінювання звичайних акцій є ринковість, тобто торгівля акціями повинна бути досить активною, щоб угоди відбувалися без непотрібних ривків у динаміці цін. Оскільки ціни на звичайні акції помітно коливаються, а дивіденди взагалі можуть не виплачуватися, то ці акції не для всіх інвесторів. У заявці нового клієнта, що подається до брокерської фірми, вимагається чітко викласти цілі інвестування і підкреслити, що саме вони визначатимуть його інвестиційні дії. Інвестор повинен визнати, що ризик, пов'язаний з купівлею звичайних акцій, відповідає його фінансовому становищу.

Приймаючи рішення про інвестування в привілейовані акції потрібно звернути увагу на:

- умови угоди;
- поведінку акцій на ринку і співвідношення доходу й ступеня ризику.

Для визначення інвестиційної вартості привілейованих акцій використовуються такі змінні:

- 1) фіксована норма дивідендів, яку власник сподівається отримати в кінці кожного періоду (наприклад, кварталу чи року);
- 2) чинна ставка дисконту або мінімальна норма прибутку, прийнятна для інвестора.

Математична формула для визначення інвестиційної вартості акції така:

$$VP_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_p}{(1+r)^i}, \quad (8.12)$$

де  $VP_0$  — приблизно обчислена інвестиційна вартість привілейованої акції;

$D_p$  — очікувані щорічні виплати дивідендів;

$r$  — очікувана мінімальна ставка дисконту.

Для привілейованих акцій немає дати погашення, але за ними виплачується фіксована сума дивідендів протягом невизначеного періоду часу ( $D$ ).

Якщо очікувана мінімальна ставка дисконту є постійною величиною, рівняння для визначення дійсної вартості акції можна спростити:

$$VP_0 = \frac{D}{r} \quad (8.13)$$

Наприклад, інвестиційна ціна привілейованої акції, на яку компанія платить 10 дол. дивідендів і забезпечує 12-відсотковий доход, дорівнюватиме 83,33 дол.:

$$VP_0 = \frac{10}{12} \times 100 = 83,33.$$

Очікуваний доход є важливою характеристикою, яка використовується інвесторами для визначення доходу з привілейованих акцій. Його визначають за формулою

$$i = \frac{D_p}{P_0}, \quad (8.14)$$

де  $i$  — очікуваний доход з привілейованої акції;

$D_p$  — щорічна виплата дивіденду;

$P_0$  — існуюча ринкова ціна привілейованої акції.

Привілейовані акції можуть бути викуплені за номіналом і попередньою премією. Попередня премія — величина до рівня дивіденду за 1 рік. Якщо припустити, що акція буде викуплена за 5 років, то дивіденди виплачуватимуться щорічно і ціна викупу становитиме 110 дол.; якщо існуюча ціна за акцію 85 дол., тоді орієнтовний доход на дату викупу обчислюється так:

$$I_c = \frac{D_p + [(P_c - P_0) / Y_c]}{(P_c - P_0) / 2}, \quad (8.15)$$

де  $I_c$  — доход до дати викупівлі;

$D_p$  — щорічна норма дивіденду;

$P_c$  — ринкова ціна на момент викупівлі;

$P_0$  — існуюча ринкова ціна привілейованої акції;

$Y_c$  — кількість років до дати викупу.

Використовуючи наведені дані, орієнтовний доход до дати викупу дорівнює 15,38 %:



$$I_c = \frac{10 + [(110 - 85) / 5]}{(110 - 85) / 2} = 15,38\%.$$

Реалізований прибуток як середня щорічна норма прибутку за привілейованою акцією між датою придбання і датою продажу обчислюється так:

$$I_r = \frac{D_p + [(P_t - P_0) / Y_{np}]}{(P_t + P_0) / 2}, \quad (8.16)$$

де  $I_r$  — реалізований прибуток по привілейованій акції;

$P_t$  — виручка від реалізації;

$Y_{np}$  — кількість років володіння акцією;

$D_p$  — щорічна норма дивідендів;

$P_0$  — існуюча ринкова ціна привілейованої акції.

Якщо акція була придбана за 95 дол., продана за 99 дол., дивіденд за акціями 10 дол., строк володіння — 4 роки, то

$$I_r = \frac{10 + [(99 - 95) / 4]}{(99 - 95) / 2} = 11,34.$$

### **Визначення вартості облігації**

Ціни облігацій визначаються п'ятьма основними моментами:

- рівнем позичкового відсотка;
- кредитним рейтингом емітента;
- строком до погашення;
- наявністю обкладеного або викупного фонду;
- умовами першочергового і наступного випуску облігацій.

Облігації першого випуску мають вищу оцінку, ніж наступні.

З підвищенням позичкового відсотка ціни облігацій знижуються, і навпаки. Чим міцніше фінансове становище позичальника, тобто вищий його кредитний рейтинг, тим вигідніші умови, за яких робиться позика. Наприклад, держава, велика, добре відома компанія і т. ін. можуть взяти позику під нижчий відсоток. Гроші, які позичаються на довгий строк, коштують дорожче, аніж гроші, які позичаються на короткий строк. Відтак для облігацій, що йдуть з дисконтом, чим ближчий момент погашення, тим менша скидка з номіналу. Наявність викупного фонду для дострокового погашення облігацій позитивно позначається на ціні випуску. При підвищенні рівня позичкового відсотка ціни

довгострокових облігацій знижуються, як правило, на більшу величину, ніж ціни короткострокових облігацій. Різке підвищення цін звичайних акцій, на які обмінюються конвертовані облігації, може привести до продажу облігацій зі значною премією понад номінал.

Інвестор при угодах на фондовому ринку намагається виявити випадки неправильного оцінювання облігації ринком. Економічним методом виявлення неправильного оцінювання облігації є метод оцінювання шляхом капіталізації доходу.

Цей метод передбачає, що внутрішня вартість будь-якого активу ґрунтується на дисконтованій величині платежів, котрі інвестор очікує отримати в майбутньому за рахунок володіння цим активом. Застосування цього методу до оцінки облігацій полягає в порівнянні значення доходності ( $Y$ ) до погашення облігації зі значенням «правильної» ( $Y_n$ ), на думку інвестора, доходності до погашення.

Доходність до погашення облігації (або обіцяна доходність до погашення) визначається за такою формулою:

$$P = \frac{C_1}{(1+Y)^1} + \frac{C_2}{(1+Y)^2} + \frac{C_3}{(1+Y)^3} + \dots + \frac{C_n}{(1+Y)^n} \quad , \text{ або } ,$$

$$\text{або } P = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+Y)^t} , \quad (8.17)$$

де  $P$  — поточний ринковий курс облігації із залишковим строком погашення « $n$ » років;

$C_1, C_2, \dots, C_t, \dots, C_n$  — передбачувані грошові виплати інвесторові за перший рік, другий і т. д.;

$Y$  — обіцяна доходність до погашення.

Наприклад, облігація номінальною вартістю 1000 дол. і поточною вартістю 900 дол. має залишковий строк обігу 3 роки. Купонні щорічні виплати до погашення становлять 60 дол. Доходність облігацій до погашення становить:

$$900 = \frac{60}{(1+Y)^1} + \frac{60}{(1+Y)^2} + \frac{1060(1000+60)}{(1+Y)^3} = 10,02\% .$$

$$Y = 10,02\% .$$

Якщо наступний аналіз показує, що відсоткова ставка повинна дорівнювати 9 %, то ця облігація недооцінена, оскільки  $Y > Y_n$ . Якщо доходність до погашення вища, аніж «правильна», то облігація недооцінена, і тоді вона — кандидат на купівлю. Якщо ж доходність до

погашення нижча «правильної», то облігація «переоцінена», і тоді вона — кандидат на продаж. Отже, якщо поточний ринковий курс нижчий, ніж справжня вартість облігації, то це недооцінена облігація, а якщо вищий, то переоцінена.

Внутрішня вартість облігації ( $V$ ) може бути обчислена і за такою формулою:

$$V = \frac{C_1}{(1+Y_n)^1} + \frac{C_2}{(1+Y_n)^2} + \frac{C_3}{(1+Y_n)^3} + \dots + \frac{C_n}{(1+Y_n)^n},$$

$$\text{або } V = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+Y_n)^t} \quad (8.18)$$

Оскільки ціна купівлі облігації — це її ринковий курс ( $P$ ), то для інвестора чиста приведена вартість (net present value  $NPV$ ) дорівнює різниці між вартістю облігації і ціною купівлі:

$$NPV = V - P = \left[ \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+Y_n)^t} \right] - P \quad (8.19)$$

Для нашого прикладу

$$NPV = \left[ \frac{60}{(1+0,09)^1} + \frac{69}{(1+0,09)^2} + \frac{1060}{(1+0,09)^3} \right] - 900 = 24,06 \text{ дол.}$$

Якщо облігація має позитивну  $NPV$ , то вона є недооціненою.

Якби інвестор визначив, що  $Y_n$  дорівнює 11 %, то  $NPV$  облігації становила б  $-22,19$  дол., тобто облігація переоцінена.

Якби інвестор визначив величину  $Y_n$  як майже рівну  $Y$ , то облігація розглядалась би як точно оцінена.

Основною складовою аналізу облігації є визначення нормального для інвестора значення  $Y_n$ , оскільки вирахувати його непросто через те, що воно залежить від суб'єктивного оцінювання інвестором як деяких характеристик облігації, так і поточних умов на ринку.



### ЗАПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. У чому сутність ринку цінних паперів?
2. Що таке інвестиційний капітал?
3. Які посередники існують на ринку цінних паперів?

4. У чому полягає ризик інвестування?
5. Які етапи та тенденції розвитку світового фондового ринку?
6. Яка застосовується класифікація цінних паперів?
7. Яка структура міжнародного ринку титулів власності?
8. У чому полягають особливості міжнародного ринку акцій?
9. Що являє собою міжнародний ринок депозитарних розписок?
10. У чому сутність міжнародного ринку облігацій?
11. Які особливості мають єврооблігації?
12. Які характерні риси фінансових деривативів?
13. Яким є сучасний міжнародний ринок фінансових деривативів?
14. Які основні риси первинного ринку цінних паперів?
15. Що розуміють під вторинним ринком цінних паперів та які його особливості?
16. У чому призначення фондових індексів?
17. Як визначається вартість акцій та облігацій?

# РОЗДІЛ 4

---

## ОПОДАТКУВАННЯ В СИСТЕМІ МІЖНАРОДНИХ ВІДНОСИН

### ГЛАВА 9

#### ОСОБЛИВОСТІ МІЖНАРОДНОГО ОПОДАТКУВАННЯ

**Ключові поняття** Міжнародне оподаткування; податкові системи в промислово розвинутих країнах та в країнах, що розвиваються; прямі та непрямі податки; податок на прибуток підприємств; податок на додану вартість; оподаткування фізичних та юридичних осіб; місцеві податки та збори; міжнародне подвійне оподаткування; договори про уникнення подвійного оподаткування; моделі податкових договорів ОЕСР та ООН; «шопінг податкових угод».

#### **9.1. Загальні риси та специфіка оподаткування в окремих країнах світу**

---

Глобалізація світогосподарських зв'язків об'єктивно породжує необхідність гармонізації національних податкових систем. Однак податкова гармонізація на глобальному рівні реально стає потрібною лише в тій мірі, в якій утворюється світове господарство як особлива органічна цілісна система. Остання почала формуватися на базі світового ринку наприкінці XIX — початку XX ст.

Історія формування світового господарства безпосередньо пов'язана з міжнародним поділом праці, тобто з поділом праці між країнами, які обмінюються між собою діяльністю та її продуктами. Він спирається на економічно вигідну спеціалізацію виробництва окремих країн і виявляється у взаємному обміні результатами спеціалізованого виробництва у визначених пропорціях.

#### ***Гармонізація податкових систем у світовій економіці***

---

Сучасне світове господарство — це цілісна система, але ця цілісність складається поступово. Вона формується в міру еволюції міжнародного поділу праці, процесу інтернаціоналізації господарського

життя країн світового співтовариства, інтеграції груп країн у регіональні господарські комплекси (союзи) з міждержавним регулюванням соціально-економічних процесів, транснаціоналізації виробництва.

Міжнародний поділ праці був тим об'єднуючим елементом, який створив систему світового господарства як сукупність взаємопов'язаних міжнародним обміном національних господарств, що виступають його підсистемами. На цьому рівні цілісності світового господарства актуальною стає гармонізація національних податкових систем, яка допускає:

- координацію податкової політики окремих держав;
- зближення рівнів оподаткування;
- уніфікацію методів визначення податкової бази;
- приведення у відповідність критеріїв надання податкових пільг.

Торговельні зв'язки між країнами й обслуговуючі їх валютно-кредитні відносини утворюють лише первинний рівень цілісності міжнародних економічних відносин, оскільки до середини ХХ ст. оформився наднаціональний рівень світового господарства. У цей час в еволюції міжнародного поділу праці відбулося якісне зрушення, яке чітко проявилось у вивезення капіталу і виході виробництва за межі національних кордонів. Інтернаціоналізація охопила всі стадії руху капіталу (грошову, виробничу, товарну), набравши певних форм, а саме:

◆ інтеграції національних господарств у регіональні господарські комплекси зі структурою і пропорціями, зверненими на споживання регіону в цілому, а також з міждержавним регулюванням економічних зв'язків;

◆ транснаціоналізації, тобто виходу виробничої і комерційної діяльності корпорацій (фірм) за межі національних кордонів, яка розгалужується по всьому світу у вигляді філій і дочірніх підприємств. Підрозділи транснаціональних корпорацій, розміщені на території національних держав, функціонують значною мірою як економічно, організаційно і юридично незалежні організації, відносини яких з національними державами будуються на особливих договорах.

Внутрішнім моментом процесів інтеграції і транснаціоналізації є становлення нового феномена світового господарства — світогосподарського поділу праці<sup>25</sup>:

<sup>25</sup> Світогосподарський поділ праці за своєю природою є екстериторіальним. Він не може бути представлений (як міжнародний поділ праці) за територіальною ознакою та у формах загального, часткового й одиничного поділу праці. На відміну від міжнародного поділу праці, це технологічний поділ праці в самому виробництві на основі одиничного поділу праці (тобто внутрішнього для транснаціональних корпорацій) у формі транснаціональної спеціалізації і кооперації виробництва. Такий поділ праці регулюється з одного центру. Через участь у транснаціональному поділі праці національні господарства одержують прямий доступ до світового ринку товарів і капіталів, до нових технологій і сучасного менеджменту.

- внутрішньо- і міжрегіонального та всесвітнього (транснаціонального) поділу праці;
- всесвітній поділ праці формує світове господарство як єдиний наднаціональний світогосподарський простір, який утворює другий, більш адекватний поняттю «світове господарство», рівень світогосподарських відносин<sup>26</sup>.

Світове співтовариство перебуває поки що на самому початку формування єдиного світогосподарського простору. Воно досі градується за численними ступенями єдності. Глобальна гармонізація податкової системи тільки починає осмислюватися. У цій важливій справі цікавою є концепція безстороннього оподаткування, запропонована американським економістом Р.Л. Дернбергом.

Концепція безстороннього міжнародного оподаткування Р.Л. Дернберга допускає встановлення системи таких безсторонніх норм оподаткування, які не змогли б діяти ні проти, ні на користь якого-небудь виду діяльності. Податкова система, на думку Р.Л. Дернберга, повинна залишатися на задньому плані, а рішення про господарську діяльність і інвестування слід приймати за принципи, не пов'язані з оподаткуванням.

Концепція Р.Л. Дернберга про безстороннє міжнародне оподаткування містить три основні правила [16, с. 22—24].

Перше правило — неупередженість у відношенні до експорту капіталу. Податкова система відповідає цьому правилу, якщо на вибір платника податків між інвестуванням у себе чи в країні за рубежом не впливає питання про оподаткування. У цьому випадку корпорація буде приймати рішення про інвестування на підставі ділових, а не податкових чинників. За ідеальної конкуренції неупередженість у відношенні до експорту капіталу приведе до ефективного розподілу і використання капіталу.

Друге правило — неупередженість у відношенні до імпорту капіталу. Таке правило вважається виконаним, якщо всі діючі на ринку фірми обкладаються податком за однією ставкою.

Третє правило — національна неупередженість. Відповідно до цього правила, загальний прибуток з капіталу, який розподіляється між платником податків і бюджетом, повинен бути однаковим, незалежно від того, де інвестовано капітал — у своїй країні чи за кордоном.

Сучасний рівень розвитку світового господарства вимагає такий стан у міжнародному оподаткуванні, коли кожна країна проводить податкову політику з урахуванням своїх національних інтересів. Розглядаючи специфіку оподаткування в різних країнах світу, зупинимося на

---

<sup>26</sup> Єдиний світогосподарський простір — це наднаціональне середовище підприємництва (бізнесу), в рамках якого діють єдині економічні, технологічні, правові і соціально-культурні вимоги до суб'єктів виробничої та комерційної діяльності.

його особливостях у промислово розвинутих країнах і в транзитивних економічних системах.

### **Оподаткування в промислово розвинутих країнах**

Оподаткування промислово розвинутих країн світу пройшло тривалий і складний шлях. Податки зі зняття фіскальної політики, яка прагнула до наповнення скарбниці, всюди перетворилися на ефективний інструмент регулювання ринкової економіки. Уже з початку ХХ ст. податки (вони виступали у вигляді внесків на соціальне страхування) стали серйозно коригувати дію ринкового механізму, забезпечуючи більш справедливий, з погляду трудящих, розподіл національного доходу.

Після Другої світової війни ця тенденція ще більше посилилася. Тоді ж оподаткування прийняло на себе функції антикризової політики. Наприкінці 1970-х — початку 1980-х років податки взяли на себе ще одну важливу місію: з їхньою допомогою держава в ряді країн стала заохочувати мале і середнє підприємництво, захищати вітчизняного підприємця, підтримувати й оберігати чесну конкуренцію, заохочувати технічний прогрес і охорону природи.

Загальну тенденцію у формуванні системи оподаткування в промислово розвинутих країнах можна виразити приблизно так: раціональному оподаткуванню потрібно уникати методів і форм, які заважають накопиченню багатства всіма учасниками відтворювального процесу. Зрозуміло, в кожній окремій країні ця система формується під впливом специфічних, конкретно-історичних умов (економіко-географічних, політичних, релігійних), які визначають її довгостроковий розвиток. Тому податкові системи різних країн, навіть у рамках західно-європейського регіону, розрізняються між собою, хоча прискорений розвиток інтеграційних процесів сприяв деякому зближенню податкового законодавства в країнах Європейського Співтовариства. У цих країнах склалася багаторівнева система стягнення податків. У країнах з федеративним устроєм вона трирівнева, а в державах з унітарним устроєм — дворівнева. Податки тут поділяються на загальнодержавні і місцеві. У федеративних державах до них додаються регіональні податки окремих земель, областей, автономних утворень.

Одна з найбільш стабільних податкових систем, які склалися і функціонують без значних змін з ХІХ ст., діє у *Великій Британії*. Тут вона двоступінчаста і складається із загальнодержавних і місцевих податків. Важливе місце в загальнодержавному оподаткуванні займає прибутковий податок з населення, який приносить у бюджет дві третини всіх податкових надходжень. Цей податок платять тільки фізичні особи, тоді як юри-



дичні особи, наприклад корпорації, платять податок на прибуток. Прибутковий податок дуже диференційований залежить від величини доходу громадян. При його встановленні враховують сімейне, матеріальне становище (наприклад, стан здоров'я) платника податків і з урахуванням всіх обставин застосовуються пільги і знижки. При сплаті цього податку діють три основні ставки: 20, 25 і для найбагатших 40 % доходу.

Прибуток підприємств обкладається податком у 33 %, причому останнім часом він значно знижений (10 років тому його ставка була 52 %).

Ще одним джерелом поповнення скарбниці є податок на спадщину. Невелике майно (до 150 тисяч фунтів стерлінгів) не обкладається зовсім, а з більш дорогої спадщини стягується податок за ставкою 40 %. В окрему статтю виділені внески на потреби соціального страхування. Вони диференційовані залежно від величини заробітку чи доходу і коливаються від 2 до 9 %.

Серед непрямих податків Великої Британії основним є податок на додану вартість. За сумою надходжень до бюджету (17 % від усіх податкових зборів) він посідає друге місце після прибуткового податку. Базою оподаткування є вартість, додана в процесі виробництва і наступного продажу до вартості закуплених сировини і матеріалів. Вона становить за величиною різницю між виторгом за реалізовані товари і вартістю закупівель у постачальників. Ставка податку — 17,5 %. До інших важливих непрямих податків належить акциз. Акцизами обкладаються спиртні і тютюнові вироби, пальне, автомобілі. Ставка акцизного збору коливається в межах 10—30 % від ціни товару.

Місцевими податками у Великій Британії обкладається нерухоме майно, включаючи землю. Ці податки встановлюються владою, вони значно відрізняються за величиною в різних регіонах країни.

*Сучасна податкова система Франції* за загальною своєю спрямованістю аналогічна англійській. У ній також основний податковий тягар лягає на споживання, а не на виробництво. Головним джерелом бюджетних надходжень є непрямий податок — податок на додану вартість. Франція стала першою країною, яка ввела цей податок ще в 1954 р. Він дає бюджету 41,4 % від усіх податкових надходжень. Ставки податку на додану вартість (ПДВ) у цій країні диференційовані за товарними групами: при основній ставці 18,6 % на товари і послуги першої необхідності вона не перевищує 5,5 %. Найвища ставка — 22 %, вона застосовується до автомобілів, парфумерії, предметів розкоші. Зниженою ставкою (7 %) обкладаються товари культурного побуту. Від ПДВ звільнена медицина й освіта, а також приватна викладацька діяльність, лікувальна практика і духовна творчість (література, мистецтво). ПДВ у Франції доповнений акцизами на алкогольні напої і тютюнові вироби, деякі види автомобілів і літальні апарати.

Найважливішим із прямих податків у Франції є прибутковий податок з фізичних осіб. Його частка в бюджеті країни — понад 18 %. Прибутковим податком обкладаються і юридичні особи — підприємства, корпорації; об'єктом обкладання тут виступає чистий прибуток. Загальна ставка податку — 34 %, а на прибуток від землеробства і від доходів на цінні папери податкова ставка коливається в межах 10—24 %. Варто звернути увагу, що частка податків на прибуток у загальній сумі податкових надходжень у бюджет не перевищує 10 %. Це переконливе свідчення того, як активно французька влада захищає вітчизняного виробника. Аналогічним прагненням пронизана чинність закону, який звільнив від ПДВ усі товари, вироблені французькими підприємствами на експорт. Дуже низькі податкові ставки і на продукцію сільського господарства.

*Податкова система Німеччини* орієнтована на ті самі основні принципи, що й податкові системи згаданих європейських країн: раціональний розподіл податкового тягаря між виробництвом і споживанням, соціальна справедливість, захист вітчизняного підприємця. Федеративний устрій країни зобов'язує уряд розподіляти основні податкові надходження до бюджету на паритетних засадах: приблизно половина отриманих засобів від прибуткового податку, від податку на прибуток направляється до федерального бюджету, інша половина — до бюджету тієї землі, де зібрані ці податки. Оскільки промисловий потенціал різних земель за своєю величиною значно диференційований, то й величина бюджету «багатих» земель набагато перевершує розміри бюджету «бідних» земель. Через механізм федерального бюджету виробляється так зване горизонтальне вирівнювання доходів: індустріально розвинуті землі (наприклад, Баварія, Баден-Вюртемберг, Північний Рейн-Вестфалія) дотують фінансовими ресурсами бідніші землі (Саксонію, Шлезвіг-Голштейн). Після возз'єднання Німеччини, з 1990 р., на відновлення народного господарства колишньої НДР із федерального бюджету витрачено понад 500 млрд марок.

Німеччина — типова країна з тривірневою системою оподаткування. Податкові надходження розподіляються між трьома суб'єктами: федеральною владою, урядами земель і місцевою владою (громадами). Найбільшим джерелом поповнення скарбниці є прибутковий податок з фізичних осіб. Його ставка коливається від 19—53 %, стягування диференційоване. При визначенні податку на заробітну плату існує 6 податкових класів, які враховують різноманітні життєві і майнові обставини людини. Соціальні відрахування з фонду заробітної плати становлять 6,8 %, їхня сума рівномірно розподіляється між підприємцем і працівником. Другим за значимі-

стю прямим податком є корпоративний податок на прибуток. Він стягується за двома ставками: на прибуток, який перерозподіляється, — 50 %, на прибуток, який розподіляється у вигляді дивідендів, — 36 %. Великі податкові пільги надаються при прискореній амортизації. У сільському господарстві закон дозволяє в перший же рік списати у фонд амортизації до 50 % устаткування, а в перші три роки — 80 %. Так держава заохочує технічне переоснащення виробництва.

Податок на прибуток за величиною надходжень до бюджету поступається основному непрямому податку — податку на додану вартість. ПДВ у Німеччині приносить скарбниці 28 % податкових надходжень. Загальна ставка податку — 15 %. Основні продовольчі товари і продукція культурно-освітнього призначення, як і у Франції, обкладаються за зменшеною ставкою.

Непрямі податки доповнюються акцизами. Ними обкладаються ті самі товари, що й в Англії і Франції. Надходження від акцизів (крім акцизу на пиво) направляються до федерального бюджету.

Місцеві бюджети підживлюються промисловим податком (ним обкладаються підприємства і фізичні особи, які займаються промисловою і торговельною діяльністю), земельним податком і податком на власність. У цілому еволюція оподаткування в Німеччині відбувається в руслі тих тенденцій, які спостерігаються в Західній Європі: зменшення податкового тиску на прибуток, розширення спектра податкових пільг, спрямованих на заохочення технологічного прогресу, на розвиток підприємництва взагалі і дрібного підприємництва особливо. Як і в сусідніх країнах (Франції й Великій Британії), тут на початку 90-х років були проведені податкові реформи, які внесли істотні зміни в практику прямого оподаткування, надали значного полегшення вітчизняному виробникові.

До розвинутих податкових систем, які успішно виконують фінансову і регулювальну функцію, належить *податкова система США*. Вона формувалася протягом двох століть і виступає сьогодні як ефективний інструмент регулювання економіки. У США також діє треступінчаста податкова система, при цьому 70 % надходжень припадає на федеральний бюджет. Водночас абсолютна величина і частка місцевих податків, а також податків окремих штатів залишаються високими. За їхній рахунок (70—90 %) фінансується утримання охорони здоров'я, освіти, соціального забезпечення, місцевої поліції.

Як і в Німеччині, у США найбільші доходи скарбниці приносить прибутковий податок з населення. Цей податок прогресивний: його ставки зростають залежно від величини доходу. До 1986 р. ставки прибуткового податку були диференційовані, вони були розбиті на 14 нормативів від 11 до 50 %. З 1988 р. цей податок стягується за п'ятьма ставками — 11, 15,

28, 35 і 38,5 %. Збільшено максимальні розміри неоподаткованого доходу та скорочені максимальні ставки оподаткування. Спрощено систему податків у цілому і зменшено кількість податкових пільг.

Другими за значенням для федерального бюджету є відрахування у фонди соціального страхування. Ці внески також обов'язкові і поділяються порівну між працівником та роботодавцем, причому розмір внесків має тенденцію до зростання. Так, у 1980 р. він становив 12,3 % від фонду заробітної плати (тобто по 6,15 % від кожної зі сторін), у 1988 р. — 15,02, у 90-х роках — 15,3 %.

Третім за величиною надходжень у бюджет виступає податок на прибуток корпорацій. Тут спостерігається тенденція до зниження податкових ставок. До 1986 р. її загальний розмір був 46 %, у 1987 р. — 40, у 2002 р. — 33, а тепер — 30,6 %. Ставки корпоративного податку американських ТНК у 2004 р. продовжують знижуватися, незважаючи на зростання їхніх прибутків. Це пов'язано з: розширенням діяльності ТНК на зарубіжних ринках, що дає змогу сплачувати менший відсоток зі своїх доходів у США та інших країнах, де вони діють; з переміщенням виробництва в країни з менш жорсткими системами оподаткування; із зростанням виробництва на міжнародних ринках. У 2004 р. зниження ставки податку на прибуток дало змогу 68 американським ТНК заощадити 8 млрд дол. Діюча система оподаткування передбачає, що за перші 50 тис. дол. прибутку варто платити 15 %, за наступні 250 тисяч — 25 %, і тільки за більш високі суми прибутку податок досягає максимального рівня ставки податку. Така диференціація серйозно заохочує розвиток малого бізнесу і розширює податкову базу країни. Як і в ряді інших країн, у США широко застосовуються прискорені норми амортизації, завдяки яким через механізм податкових пільг заохочується науково-технічний прогрес.

На відміну від інших держав, федеральні акцизні збори не посідають значного місця в бюджеті США, тому що основну частину цього податку стягує місцева влада штатів.

Істотне значення в доходах федерального бюджету має податок на спадщину. Його ставка коливається від 18 до 50 %. Неоподаткований мінімум становить 10 тис. доларів.

Широкими повноваженнями в галузі оподаткування володіють місцева влада і влада штатів. Прибутковий податок з населення (крім федерального) введено владою 44 штатів. До бюджетів штатів, крім прибуткового, стягуються свої власні податки на прибуток з корпорацій, з продажів і податок на ділову активність. Великим джерелом поповнення місцевих (муніципальних) бюджетів є податок на майно. У Нью-Йорку, наприклад, він забезпечує 40 % доходної частини бюджету.

Разом з тим, незважаючи на значні надходження від різних податків (прямих і непрямих), місцеві бюджети, особливо великих міст, не обходяться без субсидій, субвенцій і дотацій з федерального бюджету. В цілому ж історично сформована в США триступінчаста податкова система благотворно впливає на раціональне розміщення в країні промислових об'єктів, на підвищення ділової активності в менш розвинутих регіонах. Податкова політика, яка проводилася із середини 80-х років, на думку ряду фахівців, позитивно вплинула на господарський розвиток країни, особливо в галузі малого бізнесу, і сприяла зменшенню безробіття і зростанню добробуту населення.

Отже, система оподаткування в промислово розвинутих країнах, яка існує зараз, сформувалася після закінчення Другої світової війни. Процес її формування розтягнувся під впливом кейнсіанських доктрин (1950—1960-ті роки), а на другому етапі (1970—1990-ті роки) в податковому реформуванні переважали неокласичні (чи монетаристські) доктрини.

В основу кейнсіанського регулювання економіки закладено ідею стимулювання сукупного попиту. Це потребувало зростання державних витрат, а отже, і підвищення рівня оподаткування. Правда, на початку 1960-х років інвестиційний попит стимулювався в США зниженням податків на корпорації на 10 %, але вже в 1968 р. ставки прибуткового і корпоративного податків знову зросли.

Зростання державних витрат неминуче призводило до інфляції, яка ставала загрозливою. Тому на зміну кейнсіанській податковій політиці в промислово розвинутих країнах наприкінці 1970-х — початку 1980-х років прийшла монетаристська політика оподаткування, основні риси якої з певною модифікацією зберігаються й тепер.

Зміна кейнсіанської парадигми в податковій політиці на монетаристську відбулася поступово, еволюційним шляхом. Концепція монетаризму виходить з постулату рішучого скорочення державних витрат, що відкриває дорогу для зниження рівня оподаткування. Однак, з міркувань політичного і соціального характеру, жодна держава у світі безболісно зробити це не може. Тому навіть після зниження податкових ставок у ході податкових реформ 1970—1980-х років, частка податків у внутрішньому валовому продукті (ВВП) продовжувала зростати, але темпи такого зростання значно уповільнювалися. Так, темпи зростання частки податкових надходжень у ВВП становили [43, с. 48]:

1. За 30 років (1960—1990) у США — на 3,4 відсоткові пункти; у Німеччині — на 8; у Франції — на 10,6; у Великій Британії — на 7,5 відсоткового пункту.

2. За 20 років (1970—1990) у США — на 0,1 відсоткового пункту; у Німеччині — на 6,5; у Франції — на 7,5; у Великій Британії — на 1,5 відсоткового пункту.

Зміни відбулися і в структурі податкової системи.

Таблиця 9.1

**СТАВКИ ОСНОВНИХ ПОДАТКІВ В ОКРЕМИХ КРАЇНАХ**

Країни	Основна ставка ПДВ	Індивідуальний прибутковий податок	Податок на прибуток підприємств	Відрахування на соціальне страхування
<b>Європейські країни</b>				
Австрія	20	10—50	34	41,8
Бельгія	21	25—57	34	47,3
Велика Британія	18	20—40	30	15,6
Німеччина	16	25,9—53	40	38,2
Ірландія	20	27—48	12,5	22,2
Іспанія	16	30—56	35	38,7
Італія	20	10—51	36	57,9
Нідерланди	19	6,35—60	35	54,7
Норвегія	23	37,5—23,5	21	24,5
Франція	19,6	12—54	33	56,3
Швейцарія	6,5	11,5	24,1	22,8
Швеція	25	30—50	28	32,3
У середньому	18,7	20,4—46,2	33,7	37,7
Україна	20	10—40	30	39,55
<b>Країни інших континентів</b>				
Австралія	32	20—47	36	0
Канада	7	17,31	29	14,8
Нова Зеландія	13	24—33	33	2,7
США	—	15—39,6	30,6	21,5
Японія	3	10,50	38	31,5

Джерело: [1, с. 17].

**Податки в транзитивних економічних системах**

Наведені дані свідчать, що частка податків у складі ВВП протягом трьох десятиліть продовжувала збільшуватися, але темпи цього зростання за останнє двадцятиліття уповільнилися, особливо в США і Великій Британії. Продовжувала зростати і частка прибуткового податку в загальній

сумі податкових надходжень за останні 30 років, але протягом минулого двадцятиліття вона змінилася деяким падінням у Франції (-0,2 пункти) і Великій Британії (-2,2 пункту). За обидва періоди в сумі податкових надходжень скоротилася частка акцизів. Зате збільшилася за зазначені періоди частка податків на соціальне страхування, хоча темпи її зростання протягом виокремлених 20 років уповільнилися.

Істотною рисою останніх десятиліть у податковій політиці промислово розвинутих країн варто вважати значне зниження податків на прибуток корпорацій. Так, в Іспанії, Данії, Швеції, Австрії й Ірландії вони скоротилися на одну третину. Помітне зменшення податків на прибуток спостерігалось в США, Японії, Канаді і ряді інших країн.

Однак таке зниження не відбилося на загальній сумі податкових надходжень до бюджету зазначених країн. Навпаки, їхня частка у ВВП навіть зросла. Це відбулося тому, що зниження податкових ставок на прибуток привело до розширення податкової бази (про рівень оподаткування в промислово розвинутих країнах свідчать дані табл. 9.1)<sup>27</sup>.

Оподаткування в промислово розвинутих країнах є своєрідним орієнтиром в аналізі процесу становлення податкових систем у ринкових економіках, які формуються. Світова практика показала, що податки органічно властиві ринковій економіці і складають її невід'ємний елемент. З їхньою допомогою можна стимулювати ефективну діяльність суб'єктів, які господарюють, формувати сучасну структуру економіки як у рамках відособлених країн, регіонів, так і в глобальному масштабі. Але та сама світова практика свідчить, що відхід від ринкових форм господарювання і відповідних їм принципів оподаткування виштовхує ту чи іншу країну на узбіччя історичного прогресу. У тоталітарних країнах податкова система еволюціонувала, як правило, в напрямі, протилежному до процесу загальносвітового розвитку. Від податків вони часом переходили до адміністративних методів вилучення прибутку підприємств і перерозподілу фінансових засобів через бюджет. Повна централізація коштів і відсутність якої-небудь самостійності підприємств у вирішенні фінансових питань позбавляли господарських керівників усілякої ініціативи і поступово відводили ці країни до краху.

Реформування економіки постсоціалістичних країн, яке почалося в 1990-х роках, із самого початку було орієнтоване на перехід до ліберальної моделі ринку. На відміну від соціально орієнтованої моделі, яка припускає високий ступінь державного патерналізму і відповідний ви-

---

<sup>27</sup> Дані таблиці свідчать також про те, що ставки податків на прибуток у більшості індустріальних країн не дуже відрізняються від середнього показника (виняток — податки в Італії, Німеччині і Швейцарії). Така тенденція до стабілізації і нівелювання рівнів оподаткування у світовій економіці зберігається і на початку XXI ст.

сокий рівень оподаткування, ліберальна модель ґрунтується на незначному втручанні держави в господарське життя і на відносно низькому рівні оподаткування. Для реформування економіки відповідно до ліберальної моделі в цих країнах треба було відновити такі правові принципи системи оподаткування, що вже пройшли випробування часом у ряді індустріально розвинутих країн:

1. Юридична рівність перед законом усіх суб'єктів господарювання. Створення і суворе дотримання податкового нейтралітету.
2. Гарантія стабільності податкової політики, зумовленої законодавчою владою країни.
3. Податкові пільги (преференції), надані різним категоріям платників податків, повинні встановлюватися тільки законом.
4. Заборона зворотної сили податкового закону.
5. Функціонування інституту податкової відповідальності, засноване на презумпції винності платника податків у поєднанні з гнучким впливом на тих, хто ухиляється від податків.
6. Простота і прозорість податкової системи.
7. Припинення свавілля податкових адміністрацій.
8. Домірність податкових надходжень до бюджету з величиною витрат у суворій відповідності із Законом про бюджет на черговий фінансовий рік.

Дотримання перерахованих принципів є життєво необхідною передумовою функціонування будь-якої ринкової економіки, але ще більше це стосується ринкового господарства ліберального типу в період становлення. Від створення ефективної і надійної податкової системи залежав (і залежить тепер!) успіх проведення ринкових реформ. Швидко просування шляхом ринкових перетворень країн Вишеградської трійки (Польщі, Чехії й Угорщини), а також Словенії було зумовлено (серед інших важливих причин) тим, що ці держави вже на самому початку 1990-х років без зволікання реформували податкове законодавство, забезпечили його стабільність і надійність, максимально (наскільки це дозволяли об'єктивні обставини) наблизили його до європейських зразків. У Польщі, Чехії і Словенії в цьому законодавстві передбачено ефективні заходи з розвитку і захисту вітчизняного виробництва.

У цих країнах ще в 1990-х роках було проведено велику і плідну роботу з формування податкового законодавства. З початком ринкових реформ його стали енергійно запроваджувати в життя. Були проведені трудомісткі роботи з роз'яснення серед громадськості принципів, змісту і спрямованості податкової політики. При цьому не робилося спроб заглушувати чи згладити непопулярність, а часом і хворобливість її окремих заходів. Тому, незважаючи на досить часту



зміну урядів у цих країнах, прийняття податкового законодавства в органах вищої представницької влади пройшло без особливих затримок. Після 1992 р. серйозних непередбачених змін у податковому законодавстві цих країн не спостерігалось.

На більш тривалий період процес законодавчого оформлення податкової системи розтягнувся через політичні й соціально-економічні причини в Болгарії, Румунії і республіках колишньої Югославії.

Дуже складно, непослідовно і суперечливо проходить процес формування податкового законодавства в ході реформування економіки країн пострадянського простору. В основі цих протиріч лежать об'єктивні труднощі. Незбалансованість економіки, гіпертрофована частка в ній військово-промислового комплексу і недорозвинутість галузей, які виробляють споживчі товари, гігантськи підсилюються з розпадом СРСР. Турбота про покриття поточних витрат на соціальну сферу, на утримання армії й органів управління тяжким тягарем лягла на плечі молодих незалежних держав. Податкову систему, здатну забезпечити наповнюваність бюджету в цих країнах (на відміну від їхніх сусідів — країн Центральної і Південно-Східної Європи), довелося створювати заново. При цьому проходження згаданих вище правових принципів у процесі створення, власне кажучи, нової податкової системи в країнах пострадянського простору виявилось дуже скрутним. Оскільки більшість державних підприємств минулого або були збитковими, або виготовляли продукцію, не призначену для продажу на ринку (галузі військово-промислового комплексу і суміжні з ними), то всю тяжкість податкового тягаря довелося покласти на рентабельні підприємства, які працюють на ринок. Принцип юридичної рівності суб'єктів, які господарюють, перед законом був явно потоптаний, а це спричинило негативні економічні й соціальні наслідки. У силу політичних обставин податкове законодавство піддавалося кількарізовим змінам, які вели до дезорганізації господарського життя. Був брутально і багаторазово порушений принцип надання податкових пільг. Це відбувалося (і, на жаль, відбувається ще й зараз) з політичних причин, вузькокорисних мотивів, а також через глибоке нерозуміння з боку не тільки владних структур, а й ряду економістів, хибності самої ідеї застосування щедрого пільгового оподаткування.

Результатом такої податкової політики уже в перші роки проведення економічних реформ стала явна невідповідність господарської системи, яка складається в пострадянських країнах (крім країн Балтії), продекларованій ліберальній моделі ринку<sup>28</sup>. Головним атрибутом ліберально-

---

<sup>28</sup> Ще більш далека вона і від моделі соціально орієнтованого ринкового господарства.

ринкової моделі господарювання є низькі податки, стабільність, надійність і простота системи оподаткування. Замість цього в більшості держав — республік колишнього СРСР — було створено громіздку, складну, запутану податкову систему, яка стала важким тягарем для товаровиробника, до того ж перебувала в постійних змінах.

Процес становлення податкової системи в постсоціалістичних країнах протікає важко. Не стала винятком у подоланні цих труднощів і Україна.

Нашій державі довелося в 1992 р. фактично заново створювати податкову систему. Це потребувало негайних пошуків джерел податкових надходжень. Такими могли бути: 1) податки з фізичної особи залежно від її прибутку (доходу); 2) податки з використовуваних юридичною особою загальних і неподільних ресурсів; 3) оподаткування результатів комерційної діяльності юридичних і фізичних осіб, а також їхньої власності. Але в наших реаліях названі джерела були і залишаються занадто бідними, щоб наповнити бюджет. Податки з фізичних осіб приносять у скарбницю дуже мало надходжень, тому що доходи основної маси населення низькі. Надходження від підприємств, які використовують природні ресурси, також невеликі, тому що більшість таких підприємств у нас збиткові. Від оподаткування приватизованих підприємств, які вступають у ринкове середовище, значних надходжень у скарбницю теж очікувати не доводиться. Адже багато з них або займаються видобуванням і переробленням сировини, або являють собою складові частини військово-промислового комплексу, який входив до оборонного потенціалу СРСР. Розпад Союзу супроводжувався масовим падінням виробництва.

За таких умов українські законодавці із самого початку звернулися до введення непрямих податків, частка яких у податкових надходженнях бюджету залишається стабільно високою.

Процес створення в Україні податкової системи протікав методом спроб і помилок, що пояснювалося гігантськими об'єктивними і суб'єктивними труднощами — недосвідченістю самих законодавців і їхнім прагненням вирішити насамперед першочергові проблеми, покінути з економічними й соціальними труднощами простим і, як їм здавалося, найбільш доступним шляхом.

У звичайній практиці індустріальних держав зі стабільною ринковою економікою не витрати держави кладуться в основу при обчисленні величини податкових доходів, а навпаки, розмір доходної частини бюджету цілком визначає його видаткову частину. А величина доходів, розмір податкових надходжень залежать від величини валового національного продукту. І тільки в критичних ситуаціях (війни,

землетруси, стихійні лиха) звертаються до неординарної практики — спочатку формують надзвичайно збільшену видаткову частину бюджету, а потім поповнюють її підвищеними і новими податками, а також внутрішніми і зовнішніми позиками.

В Україні з перших же днів незалежності доходну частину бюджету визначити було дуже важко. У той же час, крім утримання армії, міліції, системи освіти, охорони здоров'я, пенсійного забезпечення, на бюджеті лежав важкий тягар планово-збиткових державних підприємств. Такого феномена не знала жодна ринкова система у світі. Закрити ці підприємства не можна було: країна мала потребу в їхній продукції, та й залишити без роботи і засобів існування сотні тисяч людей було просто немислимо.

Тому в перші ж роки незалежності законодавча і виконавча влада при створенні податкової системи в Україні були позбавлені можливості перерозподіляти за допомогою податків те, що реально уже зроблено, чи те, що реально може в майбутньому році бути зроблено. Величину податкових зборів, а також рівень податкових ставок стали обчислювати, виходячи не з рівня реального ВВП, а з величини очікуваних у майбутньому році витрат. Податкові надходження повинні були покрити ці витрати незалежно від того, зросте обсяг виробництва в країні чи знизиться. Збільшений податковий тягар «придушив» насамперед успішно працюючі підприємства і перевів багатьох з них у розряд збиткових. Очікуваних податкових надходжень збирати не вдалося.

Не змогла виконавча влада повною мірою дотриматись і рівності в оподаткуванні усіх форм власності й усіх господарських суб'єктів. Ясно, що коли держава утримує на свої кошти збиткові державні підприємства, то податків з них вона не бере. Більше того, щоб утримувати ці держпідприємства, їй доводиться підсилювати податковий гніт на всі інші рентабельні приватні і державні підприємства. В результаті непомірний податковий тиск на прибуток підприємств (доходи їхніх власників) і на заробітну плату не дав можливості встановити оптимальні пропорції між ними.

У ході створення нової податкової системи в Україні робилися спроби до усунення цих недоліків. Насамперед було зроблено перші кроки до розроблення більш реального бюджету. Переслідуючи фискальні цілі — наповнення бюджету, законодавці при створенні податкової системи намагалися не згаяти і регулювальну функцію податків. Взагалі, цю функцію може виконувати відразу тільки ряд податків, зведених у систему, коли один податок доповнює інший.

В Україні за минулі 10 років сформовано податкову систему, яка за складом і структурою в цілому наближається до тієї, яка існує в євро-

пейських країнах. Але вона була дуже далека від досконалості. Податковий тягар на підприємця усе ще великий, а розподіл прибуткового і непрямих податків серед різних верств населення ще не цілком відповідає ідеалам соціальної справедливості.

Податкова система — це живий організм, який перебуває в стані безупинного зростання, розвитку і відновлення. Наступним важливим кроком на шляху створення податкової системи стало прийняття Податкового кодексу України в 2010 р.

Податкова система охоплює як юридичних, так і фізичних осіб. У рамках цієї системи сформовано структуру податкових надходжень до консолідованого бюджету України, згідно з якою установлюються загальнодержавні та місцеві податки та збори.

До загальнодержавних належать такі податки та збори: податок на прибуток підприємств; податок на доходи фізичних осіб; податок на додану вартість; акцизний податок; збір за першу реєстрацію транспортного засобу; екологічний податок; рентна плата за транспортування нафти і нафтопродуктів магістральними нафтопроводами та нафтопродуктопроводами, транзитне транспортування трубопроводами природного газу та аміаку територією України; рентна плата за нафту, природний газ і газовий конденсат, що видобуваються в Україні; плата за користування надрами; плата за землю; збір за користування радіочастотним ресурсом України; збір за спеціальне використання води; збір за спеціальне використання лісових ресурсів; фіксований сільськогосподарський податок; збір на розвиток виноградарства, садівництва і хмелярства (застосовується до 31 грудня 2014 року); мито; збір у вигляді цільової надбавки до діючого тарифу на електричну та теплову енергію, крім електроенергії, виробленої кваліфікованими когенераційними установками; збір у вигляді цільової надбавки до діючого тарифу на природний газ для споживачів усіх форм власності.

До місцевих податків належать: податок на нерухоме майно, відмінне від земельної ділянки; єдиний податок.

До місцевих зборів належать: збір за провадження деяких видів підприємницької діяльності; збір за місця для паркування транспортних засобів; туристський збір.

У цілому розвиток податкової системи намічено за основними напрямками: уніфікація податків, лібералізація (скорочення ставок), заохочення підприємництва.

Податковий кодекс 2010 р. передбачає зменшення кількості загальнодержавних податків з 29 до 17. Крім того, відміняються десять місцевих податків і зборів, передбачається поетапне зниження податку на прибуток підприємств з 25 до 20 % у 2011 р. і подальше щорічне

зниження на 1—16 % у 2014 р. Не обходять зміни і ПДВ. Його ставка повинна бути знижена з 20 до 17 %. За деякими операціями ставка податку може встановлюватися у розмірі 0 відсотків. Податок на доходи фізичних осіб становитимуть 15 %.

Як один із стимулів оновлення основних фондів запроваджується прискорена амортизація. З урахуванням світового досвіду запроваджується механізм стимулювання інноваційно-інвестиційного розвитку. Нова податкова реформа принципово підвищить інвестиційний клімат в Україні, підніме державу в рейтингу економічних свобод і привабливості для ведення бізнесу.

## 9.2. Міжнародне подвійне оподаткування

Міжнародне подвійне оподаткування виникає в основному внаслідок стягування податків одночасно в певній країні і за кордоном. Воно найчастіше пов'язане з прибутковими і майновими податками, якими обкладаються доходи від праці чи від капіталу.

Податковою підставою для подвійного обкладання є рух через національні кордони робочої сили чи капіталу. У цьому випадку податкові домагання можуть бути пред'явлені податковими службами країн, які є місцем проживання фізичних осіб або місцем перебування юридичних осіб, які одержують згадані доходи.

Деякі країни застосовують основи територіальності й оподатковують доходи, одержані на їхньому територіальному просторі. Одночасно вони звільняють від податків доходи своїх резидентів, одержані за кордоном — це стосується доходів від трудової діяльності і від капіталу. Інші держави виходять із принципу місця проживання й обкладають податком весь прибуток, тобто отриманий і у власній країні, і за кордоном. Друга група держав оподатковує найчастіше і доходи нерезидентів, отримані за кордоном.

Однією з основних рис світового господарства є постійно зростаюча «інтернаціоналізація» господарської діяльності. Тому з її розвитком виникла проблема оподаткування, яке відповідало б міжнародному податковому праву.

У випадку господарської діяльності транснаціонального і міжнародного масштабу суб'єкти оподаткування — юридичні особи в державі свого розташування (резиденції, штаб-квартири) не звільняються тут автоматично від сплати податку на доходи чи майно, які належать цим особам в іншій державі.

Однак найчастіше трапляється зворотнє: держава, діючи в рамках своєї податкової юрисдикції, обкладає доходи чи майно, які містяться на її території. Визначаючи сферу своїх податкових домагань, деякі держави виходять або з принципу резидентства, тобто оподатковують усі доходи суб'єктів, які мешкають або мають резиденцію на їхній території, незалежно від того, в якій країні в дійсності цей дохід отримано; або держава додержується принципу джерела, тобто оподатковує будь-які доходи, отримані на її території, незалежно від того, має одержувач доходу місце проживання чи резиденцію в даній країні чи ні. Велика частина держав, у тому числі Україна, Польща і Росія, виходять із поєднання обох цих принципів. Найчітніше в законодавчому порядку такий синтетичний підхід відбитий у податковому законодавстві Польщі. Закон, ухвалений 26 липня 1991 року «Про прибутковий податок з фізичних осіб», і Закон від 15 лютого 1992 р. «Про прибутковий податок з юридичних осіб» для визначення сфери податкової юрисдикції припускає поєднання принципу резидентства і принципу джерела. Принцип резидентства закладений в основу конструкції необмеженого податкового обов'язку. У відношенні фізичних осіб необмежений податковий обов'язок, який полягає в обкладанні податками всієї суми доходів, незалежно від їхнього місця одержання, поширюється на всіх осіб, які мають місце проживання в Республіці Польща, чи на тих, чиє тимчасове перебування в РП триває в підзвітному році понад 183 дні.

Варто звернути увагу на дві проблеми, пов'язані з викладеним вище способом визначення сфери необмеженого податкового обов'язку.

По-перше, цей обов'язок стосується осіб, які підпадають щонайменше під одну зі згаданих умов. А це означає, що з особи, яка навіть не має в даній країні місця проживання, але перебуває в ній понад 183 дні протягом підзвітного року, стягується прибутковий податок у таких самих розмірах, як і з особи, яка, маючи в цій країні місце проживання, не перебувала в ній у даному році жодного дня, чи, маючи тут місце проживання, країну взагалі не залишала.

Визначення необмеженого податкового обов'язку, засноване на звичайній альтернативі двох умов: місця проживання чи тимчасового перебування довше 183 днів у звітному році, вступає в колізію з необмеженими податковими обов'язками, які накладаються за принципом резидентства іншими державами.

По-друге, у зв'язку з тим, що податковий рік при сплаті податку з фізичних осіб збігається з календарним роком, тривалість терміну перебування, який перевищує 183 дні, зараховується в кожному календарному році окремо. Стосовно юридичних осіб необмежена податкова

повинність охоплює підприємства, які мають місце перебування чи орган управління в даній країні.

На відміну від правила необмеженого обов'язку, ідея обмеженого податкового обов'язку ґрунтується на принципі джерела одержання доходів. Фізичні особи, які не мають у даній країні постійного місця проживання або чий термін перебування в ній перевищує 183 дні в підзвітному році, а також ті, що прибули в країну на тимчасове проживання з метою роботи на іноземних підприємствах, на спільних підприємствах за участю іноземного капіталу, у відділах і представництвах іноземних підприємств і банків, — усі ці особи підпадають під обов'язок сплати податків тільки з доходів від праці на території даної країни, незалежно від місця виплати винагороди і одержання доходів.

Більшість держав (включаючи Україну) аналогічно широко окреслюють свою податкову юрисдикцію, що з неминучістю викликає суперечки зі зовнішньоекономічними партнерами. Тут можливі три ситуації: 1) коли дві держави накладають необмежений податковий обов'язок на той самий суб'єкт (наприклад, на особу, яка має місце проживання в одній державі, але проживає в іншій державі довше 183 днів у підзвітному році); 2) якщо суб'єкт підлягає в одній державі необмеженому податковому обов'язку, а в іншій він охоплений обмеженим податковим обов'язком; 3) якщо закони двох держав стверджують, що доход отримано на їхній території, і накладають на суб'єкт, який одержав цей доход, обмежений податковий обов'язок.

Внаслідок такої колізії податкових розпоряджень двох чи більше держав виникає явище міжнародного подвійного оподаткування. В основу визначення поняття «міжнародне подвійне оподаткування» споконвічно було закладене твердження, що міжнародне подвійне оподаткування виникає, коли дві автономні податкові влади (зокрема, дві держави) одночасно обкладають «однорідним» податком того самого платника. У більш пізніх юридичних документах введено критерій тієї самої (тотожної) сфери оподаткування з установленням остаточної дефініції міжнародного подвійного оподаткування як конфлікту правових основ, який виникає, якщо в рамках первинних фіскальних юрисдикцій податкова влада обкладає податком той самий суб'єкт.

Міжнародне подвійне оподаткування повсюдно визнане явищем негативним, і не тільки з боку платників податків, а й з боку податкових служб ряду держав. Тому що воно призводить до надмірного фіскального обтяження господарської діяльності, а це створює серйозні перешкоди для розвитку міжнародного економічного співробітництва і особливо в залученні іноземних інвестицій.

**Договори про уникнення  
подвійного оподаткування як  
інструмент мінімізації  
податків**

---

Перші договори з питань надання допомоги в оподаткуванні й обміні інформацією з метою стягування податків були укладені між європейськими країнами ще в XIX ст. — між Бельгією і Францією (1842), а також Бельгією і Голландією (1845). Нині діє більше тисячі міждержавних угод, присвячених міжнародному оподаткуванню. Крім податкових договорів, підписано і ратифіковано безліч інших угод, що містять пункти й окремі положення, які координують сплату податків у процесі міжнародного економічного співробітництва.

Податкові договори укладаються зазвичай на двосторонній основі. Але останнім часом укладені й діють багатосторонні угоди, наприклад, між країнами Бенілюксу, Північної Європи чи державами Британської Співдружності Націй.

У міжнародній практиці застосовують дві основні моделі податкових договорів: модель ОЕСР і модель ООН. Вони слугують зразком і юридичною основою для укладення двосторонніх і багатосторонніх договорів.

В основу першої з них покладено «Модель договору про уникнення подвійного оподаткування доходів від праці і капіталів», ухвалену Фінансовим Комітетом ОЕСР у 1977 р. Основна мета Договору про запобігання подвійного оподаткування — сприяти безперешкодному переливанню товарів, послуг, капіталу і робочої сили шляхом скасування (або елімінування) подвійного оподаткування. У той же час міжнародні договори не повинні бути використані з метою ухилення від оподаткування. Останнє можливе за допомогою штучного пристосування конкретно існуючого становища до ситуації, економічно вигіднішої для суб'єктів, які прагнуть ухилитися від сплати податків.

В основу цієї моделі закладено принцип резидентства, відповідно до якого країна походження доходу поступається значною частиною податку з цього доходу на користь країни резидента компанії, який одержує дохід.

Для повернення (репатріації) прибутку у вигляді відсотків, дивідендів і роялті ця модель передбачає низькі ставки податку чи його повне скасування в країні одержання такого прибутку, і дохід в основному підлягає оподаткуванню в країні резидентства платника податків.

Однак ця модель виявилася неприйнятною для країн, які розвиваються: адже у випадку її прийняття вони позбавляються значної частини податкових надходжень. Тому щоб забезпечити надходження доходів від



оподаткування транснаціональних корпорацій на користь країн, що розвиваються, ООН розробила і рекомендувала в 1980 р. іншу модель типової податкової угоди між індустріально розвинутими державами і країнами, що розвиваються. У моделі ООН повніше використовується принцип територіальності, який передбачає оподаткування всіх доходів, які утворилися на території країн, що розвиваються. Цей принцип також дає змогу застосовувати вищі податкові ставки, ніж у моделі ОЕСР, на репатріацію прибутку в індустріально розвинуті країни.

При вирішенні проблеми подвійного оподаткування в сучасній світовій практиці виділяють загальні і спеціальні міжнародні угоди. Загальні договори вирішують проблему уникнення подвійного оподаткування доходів і капіталу в усіх галузях підприємницької діяльності, а спеціальні угоди регулюють податкові відносини в окремих галузях, наприклад, у сфері перевезення вантажів чи комунікацій.

Податкові договори передбачають вирішення проблеми подвійного оподаткування в такий спосіб:

1. У текстах договорів дається розмежування податкової юрисдикції у відношенні суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності, позначається коло юридичних і фізичних осіб, які підпадають під дію певного договору, визначається спосіб урегулювання подвійного оподаткування, який гарантує зниження податкових витрат для цих осіб.

2. З метою уникнення дискримінації платників податків рівень внутрішнього оподаткування приводиться у відповідність із рівнем оподаткування іноземної держави—учасниці договору.

3. У текст договору вводяться пункти про порядок обміну інформацією і про взаємини між податковими відомствами в процесі боротьби з ухиленнями від сплати податків.

4. Розроблено спеціальну процедуру вирішення спірних питань і конфліктних ситуацій у сфері оподаткування із залученням за необхідності судових інстанцій.

Міжнародні договори про уникнення подвійного оподаткування є елементами міжнародного права і тому (що дуже важливо!) мають пріоритет над національним законодавством. А це означає, що якщо у відношенні доходу від зовнішньоекономічної діяльності існують відповідні пункти чи положення міжнародного податкового договору, в яких передбачено вищі чи нижчі податкові ставки, ніж прийняті в даній країні, то перевагу варто віддавати ставкам міжнародної податкової угоди.

У цих договорах передбачено системи податкових кредитів і податкових заліків. Система податкових заліків (tax deductions) допускає, що сума податків, сплачена за кордоном за принципом територіальності утворення доходу іноземної фізичної чи юридичної особи, відніма-

ється з податкової бази при підрахунку оподаткованого прибутку компанії в юрисдикції її резидентства.

Система податкових кредитів (tax credit) дозволяє віднімати суму податків, сплачених за кордоном, від суми податкових зобов'язань фізичної чи юридичної особи в юрисдикції її резидентства.

Податковий кредит приносить платнику більше звільнення від міжнародного оподаткування, ніж система податкових заліків. Розглянемо приклад. З іноземної держави А, у якій розташована філія корпорації К, прибуток надходить до країни Б, яка є юрисдикцією резидентства корпорації. Сума його становить 1500 доларів. Податкова ставка в державі А — 20, у державі Б — 40 %.

У випадку застосування системи податкових заліків порядок сплати податку для корпорації буде такий.

Податкові зобов'язання К в державі А становитимуть:  $1500 \times 0,2 = 300$  дол.

Податкові зобов'язання К в державі Б розраховують так. Податкова база К у державі Б становитиме: сума доходу мінус податки, сплачені за кордоном, тобто  $1500 - 300 = 1200$ . Оскільки податкова ставка в державі 40 %, то податкові зобов'язання К в державі Б становитимуть  $1200 \times 0,4 = 480$  доларів.

Загальна сума сплачених податків корпорацією К:  $300 + 480 = 780$  дол.

Чистий дохід корпорації дорівнює  $1500 - 780 = 720$  доларів.

Тепер підрахуємо, яку суму податків довелося б сплатити корпорації К, якби в тексті податкового договору замість пункту про систему податкових заліків був пункт про застосування податкових кредитів.

Тоді в державі А корпорація К сплатила б податок, як і в першому випадку, в сумі 300 доларів. Але в державі Б, де податкова ставка дорівнює 40 %, їй довелося б сплатити 600 дол. ( $1500 \times 0,4$ ). Однак система податкових кредитів дозволяє з цієї суми (600 дол.) відняти суму податку, уже сплаченого державі А (300 доларів). Тому корпорація заплатить державі Б всього 300 дол. ( $600 - 300$ ). Загальна сума податків, сплачена корпорацією К державі А і державі Б, становитиме 600 дол. ( $300 + 300$ ). Чистий дохід корпорації становитиме 900 дол. ( $1500 - 600$ ), тобто на 180 дол. більше, ніж у випадку застосування системи податкових заліків.

Таким чином, система податкових кредитів більше підходить для платників податків. Однак вона має істотне обмеження: податковий кредит надається тільки на суму сплачених за кордоном податків, які не перевищують рівня оподаткування у власній країні. Якщо податок в іноземній державі вищий, ніж у країні резидентства, то така переплата податків у податковий кредит не включається, і платник податків несе фінансовий збиток.

Договори про уникнення подвійного оподаткування постійно удосконалюються і доповнюються новими пунктами і положеннями, спрямованими, з одного боку, на те, щоб виключити будь-яку можливість повторного оподаткування платника податку, а з іншого — спорудити перешкоди на шляху бажаючих приховати від податкових служб свої доходи і ухилитися від сплати податків. Проте корпорації докладають зусиль для того, щоб використати переваги податкових угод у своїх маніпуляціях з ухилення від їх сплати.

### **«Шопінг податкових угод» (tax treaty shopping)**

Зміст терміну, зазначеного в назві, дослівно перекладається з англійського як одержання вигоди від податкових угод. До таких належить насамперед договір про уникнення подвійного оподаткування, мета якого, крім уникнення повторного оподаткування тих самих суб'єктів, — припинити шахрайські махінації або втечу від податків у країнах, які підписали цей договір.

Податкова угода, укладена між двома державами, приносить вигоду резидентам цих держав. Додаткова мета договору про уникнення подвійного оподаткування полягає в тому, щоб позбавити резидентів третіх країн можливості одержувати вигоди, які впливають зі змісту договору. Парадокс, однак, полягає в тому, що саме ці договори дають змогу бізнесменам із третіх країн обходити податкове законодавство, приховуючи від оподаткування величезні суми грошей за допомогою системи фінансових маніпуляцій за назвою «tax treaty shopping». Зміст цієї системи полягає в тому, що інвестори з інших країн, які залишилися за рамками укладеного договору, створюють у цих країнах посередницькі компанії і з їх допомогою направляють інвестиції до однієї з держав, яка стала учасником обопільної умови про уникнення подвійного оподаткування. Завдяки вмілому використанню переваг цього договору бізнесмени одержують такі вигоди:

- 1) зниження податків у країні, яка підписала договір;
- 2) низька або нульова ставка оподаткування в країні одержувача прибутку;
- 3) низька або нульова ставка оподаткування в країні перебування особи, яка фактично одержує доход.

Перша з перерахованих ситуацій виникає тоді, коли в змісті договору про уникнення подвійного оподаткування передбачено низькі податки або повністю відсутні податки з певного виду доходів (наприклад, дивіденди) у країні їхнього походження.

Друга ситуація виникає в юрисдикції офшорного центру, де всі доходи обкладаються низькими податками або пропонуються вигідні умови оподаткування окремих видів діяльності, зокрема холдингових компаній. Третя пов'язана з тим фактом, що офшорні центри не стягують податки з доходу «біля джерела» його одержання, тобто на місці створення прибутку.

Механізм дії «tax treaty shopping» виглядає так. Країна А підписала податкові угоди з офшорним центром Б. Платник податків з третьої країни — В зможе зменшити свої податкові виплати завдяки «tax treaty shopping», не одержуючи своїх доходів безпосередньо з країни А, а використовуючи податкову угоду між А і Б, а якщо така існує, то й угоду між Б і В (рис. 9.1).

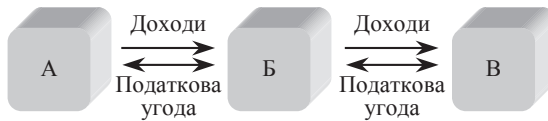


Рис. 9.1. Механізм дії «шопінгу податкових угод»

Формула «шопінг податкових угод» може бути використана й у випадку іноземної позики, коли позичальник із країни з високим рівнем оподаткування й іноземний позикодавець створюють компанію в офшорному центрі, в якому ставка оподаткування відсотків з позики дуже низька. Наведемо приклад.

Припустимо, що бізнесмен А, який живе на Багамських островах, одержує відсоток на капітал, вкладений у США. Сума таких відсоткових відрахувань, дорівнює в нашому прикладі 1000 доларам, за американським законодавством обкладається податком у 30 %, тобто в розмірі 300 доларів. Таким чином, бізнесмен А після сплати податку повинен одержати доход у сумі 700 доларів. Однак, використовуючи договір про уникнення подвійного оподаткування між США і Гондурасом, бізнесмен успішно ховається від сплати податку. Оскільки Гондурас, як і Багами, — офшорний центр, то для процедури «шопінгу податкових угод» у Гондурасі створюється посередницька компанія (В). На рахунки цієї компанії зі США переказуються відсоткові відрахування, які, згідно з договором про уникнення подвійного оподаткування, перераховуються в Гондурас цілком, без податкових відрахувань, тобто в сумі 1000 доларів. Компанія В переказує ту саму суму 1000 дол., знов-таки без будь-яких відрахувань хитромудрому бізнесмену, який перебуває на Багамських островах (рис. 9.2) [43, с. 231].

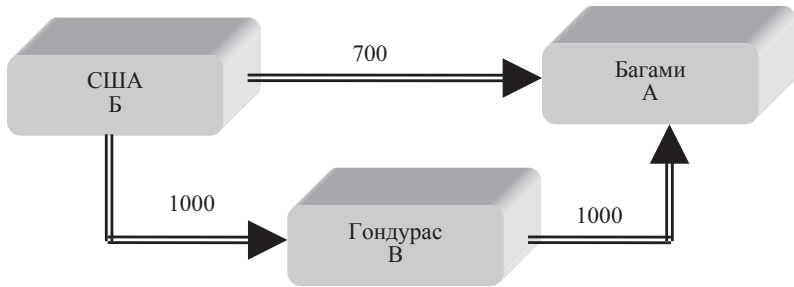


Рис. 9.2. Механізм дії «шопінгу податкових угод» у випадку іноземної позики

Щоб постійно (чи багаторазово) ухилятися від сплати податку біля джерела отримання доходу, як це було у випадку з американськими позичальниками, створюються фінансові компанії. Творцями їх найчастіше виступають багатонаціональні корпорації. Створені ними фінансові компанії відкривають свої філії в офшорних центрах; улюбленим місцем для цього є Голландські Антили. Філії фінансових компаній залучають у вигляді позик величезні грошові суми в третіх країнах (часто це вони роблять на ринках євродоларів), а запозичені гроші переказують у вигляді позик своїм материнським компаніям у США.

Американська компанія не підлягає оподаткуванню при виплаті відсотків за позиками своїм філіям, розташованим на Антильських островах, тому що між США і Голландськими Антилами укладений договір про уникнення подвійного оподаткування. Разом з тим відсотки, виплачувані тими самими філіями третім країнам, також не підлягають оподаткуванню біля джерела доходу, тому що в офшорному центрі на Антилах такого податку не існує. У результаті учасникам процедури «шопінг» податкових угод доводиться сплатити єдиний податок — це податок на суму, яка є різницею відсоткових ставок між позикою, отриманою антильською філією, і наданою в кредит тією самою сумою грошей своїй материнській фірмі. Ставка такого податку, який стягує офшорний центр на Антилах, надзвичайно низька.

Аналогічно ухиляються від податку біля джерела доходу фірми, які займаються наданням патентів, ліцензій і товарних знаків і одержують за це різні види доходів. Ті самі виплати, які перераховують компанії безпосередньо мешканцям інших країн (які володіють правами на надання в користування патентів, ліцензій і т. ін.), підлягають оподаткуванню за досить високими податковими ставками (близько 30 % прибутку). Сплати таких податків американські фірми можуть уникнути, утворивши холдингову компанію в Голландії. Ця компанія наділяється

правами власника патентів, ліцензій, товарних знаків і т.п. і можливістю надання права користування ними в США. Доходи за це, які надходять зі США, завдяки укладенню між США і Голландією договору про уникнення подвійного оподаткування підлягають оподаткуванню тільки в Голландії. У той же час у цій країні холдингові компанії платять мінімальні податки.

Крім того, інвестиції в США можуть бути зроблені за посередництвом холдингової компанії, створеної в тій же Голландії будь-якою не-американською корпорацією. Така холдингова компанія без особливих зусиль може заснувати свою філію в США. На основі договору між США і Голландією, дивіденди, виплачувані американською філією на користь материнської холдингової компанії, будуть обкладатися податком біля джерела доходу в розмірі 5 замість 30 %, які виплачують місцеві фірми відповідно до внутрішнього американського законодавства.

У тому випадку, якщо голландська компанія відкриває свою філію на Антилах, вона одержує можливість виплачувати їй дивіденди без обкладання їх податком біля джерела виникнення доходу відповідно до умов податкової угоди, укладеної між двома державами (Голландією й Антильськими островами). Описану стратегію ілюструє рис. 9.3.

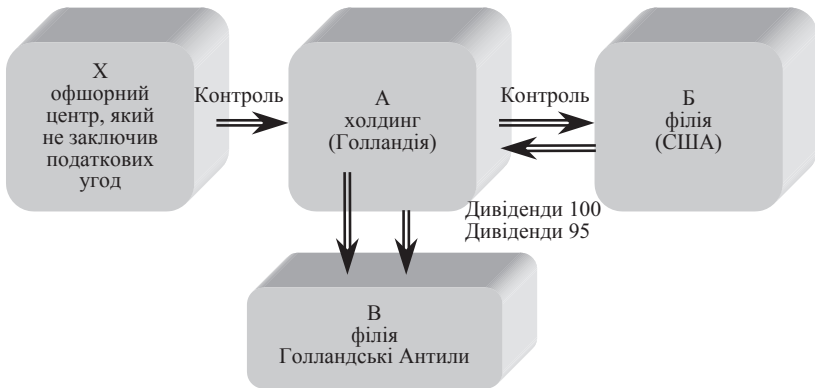


Рис. 9.3. Схема стратегії ухилення сплати податків

Проблема боротьби зі зловживаннями, пов'язаними із системою «шопінгу» податкових угод, набуває зростаючої актуальності. Ця боротьба ускладнюється і тією обставиною, що багато держав уклали договори про уникнення подвійного оподаткування з офшорними центрами. Простіше всього було б відмовитися від укладення подібних договорів та інших податкових угод з ними. Але в реальному житті

ті таку заборону в міжнародному масштабі ввести нелегко, тому що сам факт появи податкових гаваней зумовлений складним сплетенням економічних, геополітичних та історичних умов.

Останніми роками проти практики «шопінгу» податкових угод дедалі активніше виступає ряд держав і міжнародних організацій. Особливо енергійно протестує проти подібних махінацій і зловживань умовами договорів про уникнення подвійного оподаткування Міністерство фінансів США. Воно виступає з вимогами і рекомендаціями не підписувати нових податкових угод, переглядати чи розривати вже підписані договори, які дають третім країнам одержувати з них вигоду в сфері оподаткування. Однак через значну кількість і велике розходження податкових систем на земній кулі практично неможливо розробити універсальну модель положення (клаузули), яка обмежувала б можливості зловживань умовами податкових угод. Податкові відносини окремих країн слід розглядати і розцінювати індивідуально. Сучасна система оподаткування біля джерела доходу потребує удосконалення і модифікації.

Дедалі більшого поширення набуває застосування в міжнародних договорах оптимального «антишопінгового» (anti-treaty shopping) пункту (клаузули). У ньому передбачене розірвання податкової угоди однією із сторін — учасниць договору, якщо вона наведе докази, що інша сторона не в змозі дотримуватись умов цього договору.

У податкових договорах передбачаються також положення і правила, які вилучають з-під їхньої дії певні форми компаній. Прикладом можуть стати податкові угоди між Францією і Люксембургом, а також між Люксембургом і США відносно холдингових компаній. Подібні положення містять договори між Францією і Мальтою, а також між Кіпром і Францією щодо судноплавних компаній.

У цілому ж варто підкреслити, що на сьогоднішній день податкові адміністрації зацікавлених держав не розробили ефективних методів боротьби зі зловживаннями в рамках «шопінгу» податкових угод, так само як і способів боротьби з іншими формами несплати податків. Деякі держави, уклавши договори про уникнення подвійного оподаткування, ввели в їхні тексти розпорядження, які передбачають мету — запобігти злочинному використанню умов таких договорів. Наприклад, Рада Швейцарської Конфедерації в 1962 р. видала декрет, який містить постанови, спрямовані проти зловживань податковими угодами. Зловживання змістом міжнародних договорів про уникнення подвійного оподаткування стали предметом важливих судових рішень, ухвалених у 1990-х роках. Серед них особливий резонанс мали:

- вирок Верховного Суду Голландії від 15 грудня 1993 р. щодо договору про уникнення оподаткування доходу, укладеного між Голландією і США в 1948 р.;

- рішення Німецького федерального фінансового відомства, яке відмовляє платникові податків, власнику акцій швейцарської корпорації, у праві користуватися правилами і пільгами, які містяться в Німецькому кодексі;

- протокол до договору з проблем оподаткування доходу, укладеного між США і Канадою, підписаний 31 серпня 1994 р.

Договори про уникнення подвійного оподаткування укладені в інтересах платників податків. Їхні умови і постанови роблять сторони—учасниці договору більш привабливими для інвесторів з погляду фінансових зобов'язань. Якщо їх розглядати з такого боку, то укладення цих договорів можна вважати спробою обмежити використання підприємцями офшорних центрів.



## ЗАПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. У чому полягає об'єктивна необхідність та який сучасний стан гармонізації національних податкових систем?
2. Назвіть загальні риси й особливості оподаткування у промислово розвинутих країнах.
3. Загальні риси й особливості становлення податкових систем у країнах з транзитивною економікою.
4. У чому причини виникнення міжнародного подвійного оподаткування?
5. Які існують шляхи врегулювання міжнародного подвійного оподаткування?
6. Що являє собою «шопінг податкових угод»?



# ГЛАВА 10

## ОФШОРНІ ЦЕНТРИ В СИСТЕМІ МІЖНАРОДНОГО ОПОДАТКУВАННЯ

**Ключові поняття** Втеча від податків; ухилення від податків; запобігання втечі та ухиленню від податків; офшорні центри; антиофшорне регулювання: міжнародне, внутрішньодержавне.

### 10.1. Втеча від податків та ухилення від них

---

Втеча від податків й ухилення від них — явище настільки стародавнє, як і самі податки. З тим та іншим пов'язане зменшення суспільних доходів, які обслуговують як загальнодержавні, так і місцеві потреби. З ними пов'язане і використання бізнесменами офшорних центрів.

Втеча від податків полягає в штучному зниженні податкових зобов'язань до такого рівня, при якому оподаткування досягає найменшої величини. Тут має місце пристосування конкретної ситуації до такого становища, яке найбільш вигідне для платника податків. Можна також штучно створити ситуацію зі сплатою податку, провівши фіктивний розподіл орної землі між членами родини власника. Можна цілком легально зменшити обсяг виробничої діяльності чи змінити місце розташування виробництва.

Велика кількість юристів вважає, що будь-які операції, проведені через офшорні центри, незаконні. Їхні опоненти дотримуються протилежної точки зору. Вони думають, що цілком доречно використовувати податкове законодавство для зниження податкового тягаря, звертаючись до послуг офшорних центрів, але тільки не піддаючи себе ризику адміністративної чи судової відповідальності за можливі порушення закону. Такі правознавці не бачать нічого поганого у використанні офшорних центрів з метою несплати чи мінімізації податків.

Для платника податків важливо знати, законна проведена ним операція чи ні. Проблема розмежування понять «ухилення від сплати податків» і «втеча від податків» для нього залишається справою третьорядною.

Кваліфікація процедури використання офшорних центрів як шахрайства чи як цілком легальної «втечі від податків» залежить від аксесологічного (ціннісного) визначення цих термінів. Ці поняття важко піддаються дефініції і в різних країнах визначаються і навіть формулюються по-різному.

Термін «втеча від податків» розпливчастий і неточний. На думку одного з найвідоміших фахівців у цій галузі І. ван Хоорна, термін «втеча від податків» наповнений швидше нейтральним, ніж негатив-

ним змістом. Від податкового шахрайства його варто відрізнити тим, що втеча від податків не пов'язана зі спробами ухилення від своїх обов'язків платника податків злочинним шляхом.

На практиці нелегко провести межу між легальною і нелегальною втечею від податків. Для цього існують критерії, які можуть бути корисні для такого розмежування, а саме:

- мотиви діяльності платника податків (навмисні дії);
- фіктивний характер діяльності;
- розміри вигоди, одержуваної завдяки ухиленню від податків;
- оцінка компетентних органів.

Втеча від податків має власні відмінності в різних країнах залежно від розпоряджень податкового законодавства, яке діє в цих країнах. Загальною рисою такої процедури залишається використання можливостей у рамках існуючих податкових правил шляхом пошуку і відшукування способів зниження як податкового зобов'язання, так і самого податку:

1) прибуток може бути перетворений на капітал застосуванням механізму виплати дивідендів;

2) оплата товарів чи послуг може бути зроблена з вигодою для виробника у формі позик, нерідко безвідсоткових;

3) використання юридично оформленої спільної власності на паритетних засадах у відношенні доходів чи активів, які можуть бути передані в руки особи, яка користується звільненням від податків чи оподатковується за нижчими ставками;

4) капітал компанії може бути представлений у формі позик, завдяки чому оподаткування стає менш обтяжливим.

Втеча від податків стає також можливою завдяки проведенню цілої серії угод, кожна з яких цілком законна, але сума яких приносить платникові податків вигоду, не передбачену податковими правилами.

Найчастіше втеча від податків відбувається в рамках існуючих правил і законів, але здійснити її можна тільки шляхом дій і вчинків, несумісних з духом законності і правопорядку. Якщо це відбувається, такого платника податків вважають таким, що зловживає законами і зобов'язаним нести відповідальність за такі зловживання, хоча ніяких законних санкцій проти нього застосувати неможливо.

Ухилення від податків завжди було діяльністю нелегальною, несумісною з податковим законодавством. Воно може полягати, наприклад, у пред'явленні фальсифікованих декларацій. Ухилення від податків, з правової точки зору, — злочин, який карається законом. Цей злочин відбувається в різних формах і з застосуванням різноманітних методів.

Фізичні особи ухиляються від оподаткування, фальсифікуючи податкові декларації, подаючи неправдиві відомості або приховуючи ін-

формацію з оподаткування чи адресу свого місця проживання. У багатьох західних країнах ухилення від сплати податків здійснюється шляхом зловживань правилами, які регулюють обмін валютами.

Ухилення від сплати податків набуває схожих між собою форм у різних країнах. Найбільш популярні з них:

- неповідомлення контролюючим органам про свою присутність або діяльність у країні, в якій платник податків знаходиться чи займається підприємницькою діяльністю;
- неповідомлення про джерело доходу, яке підлягає оподаткуванню, а також прибутку, незважаючи на обов'язковість такого повідомлення;
- неоголошення повної суми доходу, яка підлягає оподаткуванню, повідомлення про витрати, які не були понесені, або повідомлення про їхні розміри вищі, ніж вони були зроблені в дійсності;
- використання в декларації про доходи посилок на пільги, які поширюються на дітей, яких у платника податків немає, чи відрахування з доходу на амортизацію машин і устаткування, яких не існує;
- невінплату податковим відомствам податків, якими обкладається заробітна плата найманних платників податків працівників.

Цей список може бути продовжений. Велика частина перерахованих зловживань доповнюється складанням фальшивих рахунків і фальсифікацією податкових документів.

Один з розповсюджених способів ухилення від податків у власній країні — переміщення діяльності чи капіталу в іншу країну, завдяки чому вони стають схованими від національних податкових служб. Одержання інформації за кордоном для них стає справою важчою, ніж усередині країни. Іноземні фінансові документи, які завищують витрати із закупівлі і занижують надходження від продажу, мають більше шансів на довіру до них з боку податкового відомства, ніж подібні документи, складені у власній країні. Крім того, платник податку може скористатися з можливості переселення за кордон — в офшорний центр.

Останніми десятиліттями спостерігалось помітне посилення законотвірчої діяльності, пов'язаної з проблемою втечі й ухилення від податків у міжнародному масштабі. Причиною стало посилення тенденції до прагнення юридичних і фізичних осіб знизити свої податкові зобов'язання з метою використання заощаджених коштів як додаткового джерела фінансування. Відповіддю на це стало вживання заходів, здатних захистити цілісність і досягнутий рівень бюджетних надходжень. Зіткнення інтересів платника податків і держави дедалі частіше спонукає платника податків використовувати можливість спрощеного переказу капіталів за кордон, а також полегшеної можливості виїзду туди ж. Зростаюча інтернаціоналізація фінансових угод полегшує можливість втечі від податків. Поглиб-

лення конфлікту між державною скарбницею і платниками податків сприяє пошукам і використанню прогалин і дір у податковому законодавстві, а також використанню офшорних центрів.

Не дивно, що в такій ситуації ряд держав виступили з міжнародною ініціативою, спрямованою на запобігання втечі і ухилення від сплати податків. Ця проблема знайшла відображення в діяльності Комітету зі справ бюджетів країн ОЕСР, у фундаментальній доповіді якого («Втеча і ухилення від податків») були викладені принципи податкової політики. Вона знайшла відображення і в діяльності ООН. Скликана цією організацією група експертів, що вивчає податкову політику під кутом зору взаємин індустріально розвинутих країн з країнами, які розвиваються, вказала на значення міжнародного співробітництва в справі протидії несплаті податків. Ця група функціонує під назвою «Експерти міжнародного співробітництва».

Проблема запобігання втечі й ухиленню від сплати податків залишається однією з центральних для Ради Європи, Міжамериканського Центру Податкових Адміністраторів (CIAT), Міжнародної Фінансової Асоціації (IFA).

Втрати для державних бюджетів, викликані несплатою податків, дуже відчутні. Дані, наведені в доповідях, свідчать, що втрати бюджету від ухилення від податків, становлять у Фінляндії щорічно 3 % загальної суми податкових надходжень, у США — 10 %, у Канаді — 10 %, в Англії — від 3 до 3,5 млрд фунтів стерлінгів на рік, у Гонконгу — 60 млн дол., у Франції, за свідченням міністра фінансів, скарбниця недобирає з цих причин 23 % податкових надходжень.

Для ефективної боротьби з податковими зловживаннями необхідні чіткі визначення, яка з дій може бути кваліфікована як ухилення від податку, а яка — як легальний спосіб зменшення податкового тягаря. Це особливо актуально для держав Латинської Америки, де юридичні норми, які стосуються запобігання втечі від податків, дуже вільно інтерпретуються в судових процесах.

Боротьба з ухиленням від податків пов'язана насамперед із встановленням (ідентифікацією) власника доходу, що змушує податкові відомства одержувати інформацію з найрізноманітніших джерел.

Очевидно, що в таких країнах, як США, Канада чи Україна, в яких податкова система значною мірою спирається на складену платниками декларацію, податкові служби мають великий доступ до необхідної їм інформації. Є країни, в яких установлення загальний обов'язок інформування про доходи, отримані протягом фінансового року. Така інформація дозволяє податковим відомствам ідентифікувати незадекларовані доходи чи кваліфікувати як злочин факт незаповнення декларації, що є одним зі способів

ухилення від сплати податків. Така інформація особливо корисна у відношенні таких форм доходу як гонорари чи плата за використання патенту.

З метою припинення ухилення від податків у деяких державах введені особливі правові норми. Фінансове законодавство Бразилії, наприклад, вимагає, щоб про кожний грошовий переказ за кордон було заявлено податковому відомству. У Німеччині також існує вимога негайно повідомляти податкові служби про ведення бізнесу за кордоном чи про участь в іноземному підприємстві. У США податкова декларація містить пункти, заповнення яких допомагає ідентифікувати процедуру ухилення чи втечі від податків.

Багато держав вважають валютний контроль істотним елементом боротьби з ухиленням від податків. До таких країн належать Австралія, Австрія, Бразилія, Данія, Франція, Греція, Норвегія, Нова Зеландія, Ізраїль, Португалія, Швеція, Україна, Росія. Форми і масштаби такого контролю в різних країнах варіюються між собою — від обов'язку повідомлення про валютні операції до їхньої заборони, поки платник не розрахується з податковими відомствами. Однак у деяких державах податкові органи не мають доступу до інформації, якою володіють органи, що здійснюють валютний контроль. Проте повсюдно діє правило, за яким переказ резидентами свого доходу за кордон чи трансферт капіталу іноземних компаній дозволяються тільки після виконання податкових зобов'язань.

Перераховані заходи являють собою загальну податкову систему окремих країн і не мають на меті вирішення проблем, пов'язаних з міжнародним ухиленням чи втечею від податків. Тому більшість країн вжило особливих заходів, які дали змогу боротися з таким злом у міжнародному масштабі.

Якщо мова заходить про міжнародне ухилення від податків, головна проблема полягає у встановленні податковими органами самого факту порушення податкового законодавства. Труднощі часто породжують ситуації, коли місцева компанія контролюється фірмою, розташованою в країні, що надає податковий кредит компаніям, які одержують дохід від іноземних філій і відділень. Це створює можливості одержання істотних фінансових вигод.

У своїй основі податкові зобов'язання пов'язані зі статусом платника податків. Повна податкова відповідальність юридичних осіб залежить від місця розташування їхніх резиденцій чи місця розташування їхнього фактичного управління. З цієї причини платники податків прагнуть залишити країну із суворим податковим режимом і переселитися в країну з легким оподаткуванням, якими і є офшорні центри. У дійсності офшорні центри часто використовуються для втечі від податків без усякого наміру ухилитися від них. Так, замість того щоб переказувати свої доходи з іноземних

джерел (дивіденди чи гонорари) у країни з високим оподаткуванням, їх направляють у холдингові компанії в офшорних центрах. Використання таких центрів приводить до того, що цей дохід акумулюється без податкового тягара (або з невеликим оподаткуванням) і надалі використовується як джерело майбутніх капіталовкладень.

Багато держав докладають особливих зусиль для створення законодавчої бази в галузі оподаткування і виявляють велику турботу щодо стягнення податків. Ці ж країни роблять усе необхідне для зведення до мінімуму фактів ухилення від податків. Заходи щодо цього проводяться в рамках внутрішнього законодавства і міжнародних угод відносно проблем ухилення від податків, особливо країн—членів ЄС. Комісія ЄС пов'язує проблему ухилення від податків з їхньою гармонізацією в рамках ЄС, а в ширшому значенні — із забезпеченням умов об'єктивної конкуренції в міжнародному масштабі. Країни ЄС приходять до розуміння, що відмова від регулювання ринку капіталів і відсутність можливості впливу на переказ капіталу стає причиною широкомасштабного ухилення від сплати податків. Виходячи з таких уявлень, податкові відомства особливо увагу приділяють багатонаціональним корпораціям, діяльність яких створює сприятливий ґрунт для ухилення від податків.

## **10.2. Основні методи, які обмежують операції через офшорні центри**

### ***Заходи, прийняті в міжнародному масштабі***

Розроблення і вживання заходів з протидії ухиленню від сплати податків з використанням при цьому офшорних центрів стали однією з головних цілей фінансових органів багатьох країн. Загальновизнано, що такі дії повинні носити як внутрішньодержавний, так і міжнародний характер. У другому з названих варіантів потрібна координація зусиль у рамках існуючих міжнародних організацій, а також укладення спеціальних угод між двома або великою кількістю держав.

До найбільш впливових міжнародних організацій, які приступили до протидії зловживанням, що відбуваються в офшорних центрах, відносяться ЄС і ОЕСР. До держав, які уклали двосторонні і багатосторонні угоди з цієї проблеми, належать США, Японія, Канада, Франція, Німеччина й Велика Британія.

ЄС уже багато років займається проблемою ухилення від сплати податків. Результати таких зусиль втілилися в рапорти і науково-методичні розро-

бки. Так, Комісія ЄС наполягає ввести в практику принципи фіскальної справедливості, які були б здатні запобігати фіскальним шахрайствам й ухиленню від сплати податків; відзначає, що високі податкові ставки призводять до відтоку капіталів із країн ЄС; вказує на доцільність обмежити можливості офшорних центрів, пов'язаних зі зловживаннями в частині несплати податків; критично оцінює податкові маніпуляції, які практикуються ТНК. Директиви Ради Європи ставлять в обов'язок податковим службам країн ЄС обмінюватися між собою інформацією, рекомендують розвивати широкі зв'язки між податковими інспекторами різних країн, практикувати обмін досвідом і вивчення практичних досягнень у ліквідації податкових збитків.

Широке коло призначеної для обміну інформації про сплату податків передбачене в модельному договорі ОЕСР, який є основою для укладання двосторонніх угод про уникнення подвійного оподаткування. Переважна більшість таких угод (а їх було укладено до моменту підготовки модельного договору близько тисячі), містить розпорядження щодо обміну інформацією про податки. Однак для держав, які не уклали договорів щодо податків (а це стосується безлічі офшорних центрів), постанови модельного договору не мають якого-небудь значення.

ТНК, які використовують офшорні центри, йде на користь досить часто відмова урядів ряду країн надавати податковим службам країн-резидентів цікаву для них інформацію, а також випадки здійснення перешкод у збиранні інформації щодо сплати податків.

Ряд держав ввели в себе розпорядження, які особливо гарантують захист інтересів вітчизняних компаній у частині збереження в таємниці їхньої документації, а також інформації про їхню діяльність. Власне кажучи, вона виявляється закритою для податкових та інших відомств іншої держави.

Потреба в одержанні податкової інформації за кордоном потребує підвищення кваліфікації з боку працівників податкових відомств. Американська служба внутрішнього доходу ввела спеціальне навчання для своїх співробітників з проблеми ухилення від податків, яке практикують багатонаціональні корпорації.

Використовуючи своє привілейоване становище і провідну роль у світовій економіці, США роблять ефективний тиск на деякі держави, в яких американські платники податків ховають свої капітали. Так, спираючись на відповідний законодавчий акт, схвалений конгресом (Caribbean Basin Economic Recovery Act), США змусили 24 міні-держави, які всі є де-факто офшорними центрами, підписати з Вашингтоном угоду про обмін податковою інформацією. Ці дані, передані на вимогу Казначейства чи Департаменту юстиції, стосуються не тільки податків і фінансів, а й відмивання «брудних» грошей, торгівлі наркотиками й організованої злочинності.

Сполучені Штати Америки, Франція й Індія належать до нечислених країн, які офіційно санкціонували податкове виказування і ввели винагороду за надання інформації про неплатників податків. Так, Служба внутрішнього доходу уже виплатила 500 тис. доларів 578 інформаторам. Кодекс Законів Франції містить загальні положення, які допускають винагороду інформаторів, а за індійськими законами інформатор має право на одержання 10—20 % суми, стягненої державою за його заявою від неплатника податків.

ОЕСР проводила і проводить донині аналітико-дослідницькі роботи щодо боротьби з втечею й ухиленням від податків. З цією метою створено спеціальний орган, так звана Робоча група, яка в 1977 р. була перетворена на Комітет із проблем стягування податків. До цього Комітету входять представники податкових органів країн ОЕСР. Результатом таких зусиль є проведене з 1987 р. дослідження за назвою «Проблема Міжнародного ухилення і втечі від податків». Цей Комітет також аналізує специфічні види і методи такої діяльності, особливо пов'язані з використанням неплатниками податків офшорних зон; найбільше його цікавлять зловживання, які відносяться до постанов, розміщених у договорах про уникнення подвійного оподаткування.

Країни — члени ОЕСР обмінюються між собою досвідом боротьби з нелегальною практикою податкових зловживань, а також надають одна одній матеріали і документи з цієї проблеми. Але, незважаючи на ці зусилля, вони відчувають труднощі, коли справа доходить до вираження згоди на прийняття спільних директив, спрямованих на запобігання ухиленню і втечі від податків. Це пов'язано, поряд з іншим, із серйозною проблемою дотримання національного суверенітету — з одного боку, а з іншого — з чисто формальними труднощами з лінгвістичного питання, у зв'язку з необхідністю використання, як мінімум, 15 мов, включаючи фінську і японську.

ОЕСР розроблена Конвенція про адміністративну взаємодопомогу з проблем оподаткування. Однак вона зазнає критики, оскільки:

- 1) надає доступ різним державам до джерел інформації ще до початку слідства і порушення кримінальної справи;
- 2) передбачає обмін інформацією, залишаючи в невіданні платників податків, позбавляючи їх тим самим можливості подати пояснення;
- 3) допускає можливість зловживання щодо зібраних даних, а також конфіденційності торгових угод;
- 4) носить багатонаціональний характер, хоча окремі держави не досягли гармонізації податкового законодавства.

Міжнародних організацій, які займаються боротьбою з ухиленням від сплати податків, не так уже й багато. З них можна згадати групу чотирьох



(Франція, Німеччина, США й Велика Британія), а також Співтовариство Податкових Адміністраторів країн Тихого океану (Австралія, Японія, Канада, а також США). Укладена двостороння угода між американською Службою внутрішнього доходу й англійськими податковими органами. Ця угода передбачає взаємний доступ до інформації кожної з цих двох країн. Згодом вона була розширена залученням до її учасників Франції, Німеччини і Норвегії. Німеччина зайшла в цьому плані настільки далеко, що призначила в США свого податкового аташе. Його завданням стало спостереження за змінами у функціонуванні американської податкової системи, а також надання допомоги в реалізації постанов податкової угоди, укладеної між США і Німеччиною.

Прикладом тісного співробітництва двох держав у справі стягнення податків є США і Канада. Тут практикується бухгалтерський контроль над платниками податків, які одночасно одержують прибуток у цих двох країнах. У зростаючій кількості заведених справ американська Служба внутрішнього доходу натискує на американські і канадські банки, щоб одержати доступ до рахунків клієнтів, які користуються послугами офшорних центрів. Тиск США поширюється і на інші країни, такі як Швейцарія, Англія, Гонконг.

Більшість малих держав Карибського басейну вважає, що у відносинах зі Сполученими Штатами має місце односпрямована передача інформації, зрозуміло, в бік США. Останні, однак, у багатьох випадках ускладнюють одержання фінансової інформації, що стосується мешканців Карибських островів, які ведуть бізнес у США. Причина такого становища — відсутність у цих держав досить кваліфікованих працівників податкових відомств, здатних почати і довести до успішного завершення збирання в США необхідної податкової інформації. США домоглися згоди на доступ до податкової інформації від Коста-Ріки, Домініканської Республіки, Гренади, Гвіани, Гондурасу, Ямайки і Сент-Люсії тільки в результаті здійсненого на них тиску. Точно так само Гуам, Маршалові острови і Самоа в Тихому океані погодилися на переказ інформації щодо несплати податків замість певних американських концесій.

### ***Внутрішньодержавне антиофшорне регулювання***

---

Держави, чії платники податків, рятуючись від податків, ховаються в податкових гаванях, намагаються удосконалювати законодавство, щоб міцніше закрити перед своїми громадянами ворота «податкового раю». Введені правила і заборони поділяються на дві категорії. До першої належать розпорядження, які носять загальний характер, до другої — особливі правила. До останньої зараховують нормативи, які

регулюють використання податкових гаваней холдинговими компаніями і корпораціями, контрольованими іноземцями.

Більшість договорів про уникнення подвійного оподаткування, укладених між країнами з високими податковими ставками і країнами з низькими податками, останнім часом переглянуто. Результатом цього стало введення в них пункту (клаузули), який унеможливує використання положень цих договорів резидентами третіх країн у їхніх спробах ухилитися від податків. Прикладом можуть стати двосторонні угоди між США і Британськими Віргінськими островами, між Кіпром і США, між США і Мальтою, Англією і Голландією, Канадою і Барбадосом.

Розглянемо заходи, вжиті деякими державами щодо припинення спроб використання офшорних центрів для ухилення і втечі від сплати податків.

**США** виступили ініціатором і координатором проведення міжнародної компанії, спрямованої проти ТНК і фізичних осіб, які ухиляються від сплати податків. Антиофшорним регулюванням у США займається спеціально створений у рамках міністерства фінансів підрозділ F. У 1992 р. було ухвалено закон про дохід, зміст якого обмежує можливість використання податкових пільг, наданих Швейцарією американським фірмам. Проте залишилися можливості втечі від податків при використанні території Голландських Антил. У відповідь на це США уклали з Голландією податкову угоду, умови якої поширюються на Голландські Антили. У результаті можливості для американських ТНК переводити свої доходи без сплати податків на Антильські острови відчутно скоротилися. Прикладом США в цьому плані скористалася й Велика Британія.

Найбільш значним результатом діяльності Служби внутрішнього доходу щодо боротьби з ухиленням і втечею від податків шляхом використання податкових гаваней вважають «доповідь Гордона». У цьому документі відбивається зростаюче занепокоєння з приводу фіскальних пільг і їхнього використання американськими платниками податків. Тут же відзначаються труднощі, пов'язані з виявленням випадків несприятливого використання податкових гаваней, а також перераховуються перешкоди, які заважають владі США припинити й обмежувати спроби втечі і ухилення від податків, які вчиняють американські корпорації і приватні особи.

Законодавча і виконавча влада США підготувала свої власні документи щодо офшорних центрів. Так, у комісіях Сенату розроблено і представлено доповідь за назвою «Злочин і його таємниця: використання банків і компаній у податкових гаванях», а Департамент Казначейства розробив документ, названий «Податкові гавані в Карибському басейні». У цих двох документах особлива увага звернена на одержання максимально докладної інформації.

У 1979 р. Конгрес ухвалив закон про додержання таємниці зарубіжними банками. Відповідно до нього було введено штрафи до 500 тис. дол., тюремне ув'язнення до 5 років або те й інше одночасно для американського резидента, який користується рахунком у зарубіжному банку з метою ухилення від сплати податків. Резиденти США за цим законом зобов'язані надавати владі щорічний звіт, який стосується іноземних банківських операцій, якщо величина внеску перевищує 1 тис. дол. протягом даного календарного року.

У США діє Закон «Про справедливе оподаткування і фіскальну відповідальність», який обмежує можливості використання пільг і переваг, що випливають з умов міжнародних угод, особливо в галузі оподаткування доходу. Надалі податкова реформа посилила розпорядження, що регулюють можливості використання системи податкових заліків американськими фірмами, які мають іноземні філії.

**Велика Британія** також належить до держав, які першими почали домагатися на міжнародній арені обмеження можливості зловживання офшорними центрами. У цій країні зберігаються високі податкові ставки. Особливою спрямованістю проти офшорних центрів вирізняються закони про податки 1970 і 1988 років. Останній з названих, діючий і понині, вимагає, щоб британський резидент, який одержує доходи з-за кордону, був зобов'язаний сплачувати податки на них у Великій Британії. Тут був ухвалений фінансовий закон, який багато в чому відповідає американським розпорядженням, які відносяться до запобігання ухиленню від сплати податків шляхом використання офшорних центрів. Іноземні компанії підлягають оподатковуванню, якщо відповідно до англійських законів вони відповідають таким вимогам:

- 1) іноземну корпорацію контролює британська компанія;
- 2) британська компанія разом із британськими резидентами володіє не менше, ніж 10 відсотками власності контрольованої іноземної корпорації;
- 3) контрольована іноземна корпорація — резидент держави або території з низьким рівнем оподаткування.

Низьким визнається такий рівень, висота якого становить менше, ніж половину від рівня оподаткування у Великій Британії.

**Німеччина** перебуває серед перших держав, які включилися в боротьбу з ухиленням від податків фізичних і юридичних осіб. Бундестаг ФРН ще в 1962 р. зажадав від уряду підготувати доповідь про наслідки зміни резидентства платниками податків і про розходження в рівнях оподаткування між країнами. У 1964 р. було складено документ, який являє собою звіт про становище в податкових гаванях. Через рік було видано декрет, який стосується переказу доходу і майна з ФРН за кордон.

Більш рішучі й ефективні заходи відображені в законі про обкладання зовнішньоекономічної діяльності. Серед них:

- податковим службам наказано не визнавати реальним рівень цін чи суму гонорарів, виплачуваних фінансово пов'язаним між собою суб'єктам;

- розширено обмежену колись відповідальність за несплату прибуткового податку, податку на власність і податку на спадщину і дарування;

- введено правило, відповідно до якого емігрант із Німеччини, який протягом п'яти років з десяти попередніх його виїзду в «податковий рай» жив у Німеччині, залишається суб'єктом сплати німецького прибуткового податку.

**Франція** ввела розпорядження, спрямовані проти зловживань перевагами податкових гаваней, у 1973 р. Ухвалене в тому ж році фінансове законодавство встановило, що доход, отриманий іноземною юридичною особою, яка має резиденцію у Франції, підлягає французькому оподаткуванню. Це стосується і доходів, отриманих за межами Франції.

У 1980 р. ухвалено закон про фінанси, що значно обмежив пільги і переваги, якими користуються фізичні і юридичні особи, які використовують послуги податкових гаваней. Закон вимагає, щоб французький резидент, який володіє прямо чи опосередковано не менше, ніж 25 % капіталу в зарубіжній компанії, що діє за межами Франції в місцях, де існує «привілейована» система оподаткування, повинен сплачувати податки у Франції. Базою оподаткування є часткова (у відсотках) участь у прибутку компанії незалежно від того, розподіляється прибуток між власниками чи інвестується. Привілейованою податковою системою визнано тут таку, котра не оподатковує прибуток зовсім або в якій податкові ставки на дві третини нижчі тих, які існують у Франції. Основи цього порядку оподаткування зберігаються й понині.

**У Японії** парламент у 1977 р. ухвалив резолюцію щодо проблеми ухилення від податків, втечі від них і використання для цих цілей податкових гаваней. Після цього «Законом від 1 квітня 1978 р.» було введено правове регулювання, яке обмежує можливості податкових зловживань з використанням таких держав і територій. Міністерство фінансів визнало податковими гаванями 41 територію. Одночасно визнано, що «низьким» оподаткуванням варто вважати податкові ставки 25 % і менші. 1 квітня 1992 року згадані постанови Міністерства фінансів були скасовані, кожен окремий випадок податковим службам запропоновано розглядати окремо. Але при цьому зберігаються два основних критерії:

- утримання органу управління компанії в країнах, які не обкладають податком доходи компанії;

➤ з'ясування, чи не спускається рівень оподаткування компанії в даній країні нижче ніж 25 %.

В обох випадках йдеться про компанії, зареєстровані в податкових гаванях, при цьому в цих компаніях 50 % акцій чи капіталу повинні перебувати у володінні японських резидентів.

**В Італії** міністерство фінансів видало в 1992 р. постанову, яка містить перелік країн з пільговим оподаткуванням, що створюють на своїй території можливості ухилення від сплати податків. Ті самі проблеми порушує Кодекс прибуткового податку, ухвалений у 1991 р.

Італійське законодавство запозичило також 3 типи міжнародних принципів, уже введених рядом країн, щоб запобігти зловживанням при використанні офшорних центрів, а саме:

1)ухвалені в США в 1962 р. розпорядження, які обкладають податком фірми, що мають резиденції в офшорних центрах;

2)принцип, визнаний країнами ЄС, відповідно до якого компанії, які мають резиденцію в одній із країн ЄС, не дозволено віднімати з податкової бази витрати, пов'язані з угодами, укладеними з компаніями, зареєстрованими в податкових гаванях;

3)розпорядження і правила, які мають силу в Бельгії, Люксембурзі і Голландії, поширюються на дивіденди, виплачувані компаніями з резиденцією в податкових гаванях.

Обмеження, які містяться в Італійському податковому кодексі про податкові гавані, не застосовуються щодо держав, з якими підписано договори про уникнення подвійного оподаткування.



## ЗАПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Що розуміють під терміном «втеча від податків»?
2. Які існують критерії розмежування легальної та нелегальної втечі від податків?
3. Які характерні риси ухилення від податків?
4. Які існують форми та методи ухилення від податків?
5. Як здійснюється запобігання втечі й ухиленню від податків?
6. Які існують методи обмеження операцій через офшорні центри в міжнародному масштабі?
7. Як має здійснюватися державне антиофшорне регулювання?

# ГЛАВА 11

## ВІДМИВАННЯ «БРУДНИХ» ГРОШЕЙ

**Ключові поняття** «Брудні» гроші; способи та стадії відмивання «брудних» грошей; організовані структури по відмиванню «брудних» грошей; розпізнавання підозрілих операцій; легалізація «брудних» грошей; протидія відмиванню «брудних» грошей; ООН; ФАТФ; Рада Європи.

### 11.1. Поняття «брудні гроші». Відмивання «брудних» грошей як процес

---

#### *Визначення поняття «відмивання «брудних» грошей»*

---

Крім репутації «податкового раю», офшорні центри набули сумнівної слави місць, де відмиваються і легалізуються «брудні» гроші. Таким терміном називають гроші, набуті злочинним шляхом. А сукупність дій, які переслідують мету приховання справжніх джерел походження таких грошей і надають їм ознак легального походження, одержала назву «відмивання грошей».

Відмивання «брудних» грошей визнане злочинним діянням у карному законодавстві багатьох країн світу й особливо в кримінальних кодексах США, Великої Британії, Франції, Німеччини, Швейцарії, Польщі. Найбільш повне визначення «відмивання грошей» містить кримінальний кодекс США з доповненням від 27 жовтня 1986 р., що має поправку «Про протидію відмиванню грошей». Згідно з ним, злочин «відмивання грошей» здійснює «кожний, хто усвідомлює, що власність, залучена у фінансову угоду, — це доход від нелегальної діяльності, спрямованої на:

- проведення або спробу проведення фінансової угоди, яка включає подібні доходи з наміром підтримки таких видів протизаконної діяльності, які включають які-небудь ознаки злочинних дій, організованої злочинності й обігу наркотиків;
- проведення фінансової угоди з наміром порушення федеральних розпоряджень податкового кодексу;
- свідоме проведення фінансової угоди з наміром приховання — цілком чи частково — самої суті справи, місця, джерела, власника або контролера доходів від вищезгаданої протизаконної діяльності;
- проведення фінансової діяльності з ухилянням від обов'язку подати звіту про обіг готівки».

У сучасній ринковій економіці більшість розрахунків здійснюється без використання готівки, в той час як нелегальні прибутки надходять до рук злочинних об'єднань у вигляді готівки. Тому для того щоб ватажки злочинного світу та їхні співучасники змогли вільно розпоряджатися грошима, добутими злочинним шляхом, вони повинні їх ввести в легальний обіг через фінансові установи, господарюючі суб'єкти, використовуючи при цьому довгий ланцюг фінансово-економічних операцій (так звані канали легалізації). Відмивання грошей відбувається переважно в банківській системі, у системі страхування, на ринку капіталів, а також у так званій індустрії розваг (наприклад, з використанням казино й інших закладів, які займаються ігровим бізнесом). Крім того, головними каналами відмивання грошей використовуються ті галузі ринкової економіки, де можна без труднощів і в широкому масштабі застосовувати підроблені рахунки, накладні, де зазначені занижені або завищені ціни, де визнаються фіктивні рекламації й інші атрибути злочинного бізнесу. Це відноситься насамперед до таких видів бізнесу, як торгівля нерухомістю, творами мистецтва, автомобілями, продаж підакцизних товарів. Як особливі канали відмивання грошей, варто також виділити такі господарські процеси, як приватизація державних підприємств, участь у створенні венчурних підприємств, банкрутство й ліквідація господарських суб'єктів.

Усі перераховані сектори економіки і господарські процеси стали об'єктом притягання організованої злочинності, яка відмиває в них «брудні» гроші внаслідок таких причин і об'єктивно сформованих обставин:

- багатогранність, швидкість і в ряді випадків радикалізм змін у законодавстві ряду країн, які поширилися на зазначені сектори економіки; вони вплинули на ефективність змін у функціонуванні всієї економіки країн (їхній негативний прояв виразився в співіснуванні різних законодавчих розпоряджень — старих і нових, часто суперечних один одному, законодавчі порожнечі («діри»), часті зміни законодавства, перевага «розширеного» тлумачення законів) і т.п.;

- всеохоплююче — знизу доверху — перетворення управлінських структур, а також створення нових ланок в управлінні (з утворенням великої кількості нових посад), яке пов'язане з якісними змінами кадрового складу, створення неурядових управлінських структур (наприклад, системи інформації), зміни в способах управління;

- поява нових форм співробітництва з відповідними структурами за кордоном і виникаюча у зв'язку з цим відкритість для припливу іноземних капіталів, нових моделей управління тощо та пов'язані з ними патологічні форми, які сприяють зловживанням;

- нестача відповідних механізмів, які охороняють згадані вище сектори економіки від різного типу порушень і зловживань;

- вразливість економіки у відношенні нелегальної господарської діяльності, а також зловживань у проведенні економічної політики (наприклад, у відношенні «груп тиску», які лобіюють свої інтереси в урядових закладах і парламентах країн).

У зв'язку з різноманіттям нелегальної господарської діяльності визначити масштаби процесу відмивання «брудних» грошей з достатньою точністю дуже важко. Такі труднощі зумовлені неможливістю одержання бухгалтерської звітності злочинних організацій, а також існуванням величезної кількості нерозкритих злочинів. Західні експерти стверджують, що в масштабі планети маса фінансових коштів, які одержуються тільки від торгівлі наркотиками та підлягаються відмиванню, становить щорічно сотні мільярдів доларів США.

Одним з показників, які оцінюють масштаби процесу відмивання «брудних» грошей, може бути кількість сумнівних угод, зареєстрованих фінансовими установами і тими суб'єктами господарської діяльності, які за розпорядженням влади зобов'язані надавати правоохоронним органам таку інформацію.

За оцінками експертів міжнародної Групи з боротьби з відмиванням нелегальних доходів — FATF (Financial Action Task Force), щорічно у світі відмивається від \$500 млрд до \$1,5 трлн.

Однак було б помилкою вважати, що «брудні» гроші з'являються на світ у результаті діяльності однієї тільки організованої злочинності. «Брудні» гроші стали постійним супутником будь-якої економічної злочинності, особливо податкової.

Проблема ухилення від сплати податків і пов'язана з нею проблема відмивання грошей актуальні в усіх країнах. Так, частка неоподаткованого доходу в загальній масі національного доходу становить: в Австралії — 10 %, Бельгії — 15, Данії — 6, Франції — 10, Німеччині — 13, Греції — 50, в Індії — 18—20, Італії — 25, Японії — 5, у Норвегії — 17, Іспанії — 23, Швеції — 16, США — 15 % [43, с. 259].

Сфера податкової злочинності — важливе, але не єдине джерело виникнення «брудних» грошей у підприємницькому середовищі. Тут напрацьований багатий і різноманітний арсенал способів і методів одержання злочинних грошей. Це й система подвійної бухгалтерії, і навмисні помилки в бухгалтерському обліку, численні способи заниження прибутку, маніпуляції з активами і пасивами, угоди без оформлення рахунків, методи схованого фактування і схованих тіньових умов.

Ще одне джерело появи «брудних» грошей — хабарі. Вони, як правило, не підлягають оподаткуванню, а тому негайно ж після



одержання хабара стають «брудними» грошима, і якщо це великі суми, вони мають потребу в негайному відмиванні (зрозуміло, якщо джерелом хабара вже раніше не були «брудні» гроші). Цікаво, що згідно із законодавством деяких країн сума хабара може відніматися з оподаткованого податком прибутку. Бельгійське законодавство допускає це для експортних угод за умови, якщо хабарі необхідні, щоб здолати конкурентів, якщо вони заведені в даній галузі, якщо в міністерство фінансів представлений відповідний документ, якщо назване прізвище одержувача хабара і його адреса. Якщо дані умови не дотримані і не названий одержувач хабара, то з підприємця, який платить корпоративний податок, береться за дачу хабара додатковий податок величиною 200 % хабара. У Данії закон ще ліберальніший: тут сума хабара просто віднімається з оподаткованого податком прибутку, якщо вона безперечно зумовлена виробничою необхідністю і є помірною. У Японії гроші, виплачувані підприємством у вигляді хабарів, розглядаються як виробничі витрати, якщо назване ім'я й адреса одержувача цих грошей.

Аналогічно ставляться до цього питання в Нідерландах. Тут із суми прибутку, оподаткованого податком, можна віднімати усі витрати, так чи інакше пов'язані з підприємницькою діяльністю. Вирішальними тут виступають добрі наміри підприємця, наприклад, прагнення стимулювати розвиток підприємства. Суди і податкова інспекція в цій країні не в праві визначати, які витрати не можна вважати виробничими, і тому їх не можна віднімати із суми прибутку, який підлягає оподаткуванню. Умови назви одержувача хабара тут відсутні. Підприємець повинен лише переконати податкову інспекцію в тому, що такі виплати здійснені в інтересах підприємства.

У Великій Британії також виплати у вигляді хабарів дозволено віднімати із суми прибутку, який підлягає оподаткуванню, за умови, що метою таких виплат були інтереси виробництва. Однак податкова служба вправі зажадати назвати прізвище й адресу одержувача таких виплат.

Найсурвішіше законодавство щодо дачі, одержання хабарів і перетворення їх на «брудні» гроші існує в США. І хоча тут, як у Великій Британії, до виробничих витрат дозволено зараховувати і хабар, але обов'язково вказувати одержувача цих виплат, проте ця процедура обмежена цілим рядом заборон, а саме: кримінально карається дача хабарів усім державним і муніципальним чиновникам, а також працівникам громадських організацій як на території США, так і за їхніми межами. У цілому ж, незважаючи на заборони й обмеження, суми, виплачувані в усіх країнах у вигляді хабарів, утворюють величезну масу

«брудних» грошей, велика частина яких у різних формах проходить процедуру відмивання.

### ***Організація процедури відмивання «брудних» грошей***

Процедура відмивання грошей, одержаних злочинним шляхом, має для учасників злочинів дуже важливе значення. Англійський кримінолог Д. Мак-Клін справедливо відзначає: «З погляду злочинця, збільшення прибутків від кримінальної діяльності позбавлене сенсу доти, поки немає можливості ними скористатися. Це, однак, не так просто, як могло б виявитися. Певна частина доходів, отриманих від злочинної діяльності, зазвичай, направляється на розвиток нелегальної діяльності, однак решту злочинець хотів би використовувати в інших цілях. Якщо він має намір це зробити, не піддаючи себе зайвому ризику викриття джерела походження грошей, він повинен їх перед цим «очистити», тобто сфабрикувати їм фальшивий, зате абсолютно легальний і добропорядний «родовід» [43, с. 261].

### ***Стадії процесу відмивання «брудних» грошей***

Процес відмивання грошей складається з ряду стадій, чи фаз. Кожен процес окремо, зрозуміло, має свої особливості і відмінні риси. Загальними ж рисами виступають ознаки, виділені в кримінальному законодавстві цілого ряду країн. До них належать: заміна майна (включаючи гроші), набутого злочинним шляхом, його переміщення, приховування, прикриття, придбання, володіння, використання, співучасть, співробітництво. Серйозно впливають на складність процесу відмивання грошей численна ієрархічна організаційна структура виконавців злочину, раціональне, сплановане і засноване на «поділі праці» виконання завдань, мінлива «технологія» здійснення злочину і багатий вибір способів його виконання. До цього арсеналу входять використання фінансових установ завдяки зловживанням з боку банківських службовців, різноманіття видів банківських розрахунків і, звичайно, розмаїтість засобів переміщення через кордон готівки з використанням послуг корумпованих митних чиновників.

Діяльність, пов'язана з відмиванням грошей, — це завжди перетворення (видозміна) або рух. Перетворення має місце тоді, коли гроші змінюють свою форму. Так відбувається, коли, наприклад, виконавець за нелегальний «прибуток» одержує грошовий переказ чи автомобіль. Нелегальні доходи скидають свою форму готівки і перетворюються в документ, який легалізує одержання грошей, рухомого

або нерухомого майна. З рухом маємо справу тоді, коли ті самі гроші змінюють не форму, а місце. Це, наприклад, поштовий чи телеграфний переказ їх в інше місце.

Зазвичай відмивання грошей відбувається в три стадії. Разом з тим неодноразово відзначено, що першій стадії передусє підготовка всього процесу, який полягає в перевезенні готівки з місця проведення злочинної діяльності в інше місце, що надає первісні гарантії успіху запланованого підприємства.

Процес нелегального трансферту, який передусє розміщенню «брудних» грошей, називають «підготовкою місця розміщення». Виділення такої вступної фази в окрему процедуру пов'язане з розбіжностями між «країнами кримінальної діяльності» і «країнами відмивання грошей». До першої категорії зараховані країни, в яких діяльність організованих злочинних груп (особливо наркоторговців) особливо інтенсивна. Це США, Італія, Таїланд, Колумбія, Нігерія та інші країни, тоді як до другої категорії зараховують держави, які сусідять зі згаданими, наприклад, Канада, великі фінансові центри, такі як Швейцарія, а також офшорні зони.

Крім підготовчої, процес відмивання грошей містить у собі три стадії (рис. 11.1.): розміщення, маскуваннє й інтеграції. Перша стадія — розміщення — це стадія, в якій доходи, одержані безпосередньо від злочину, вперше розміщуються у фінансових установах або використовуються для скуповування різного виду активів (включаючи цінні папери). Друга стадія — маскуваннє (прихованнє) — це стадія, в якій починається перша спроба приховуваннє або маскуваннє джерела походження й ідентичності власника грошей. Нарешті, третя стадія — стадія інтеграції (легітимації), в ході якої гроші вводяться в легальні господарські структури і фінансові системи з метою їхньої остаточної асиміляції з усіма присутніми там коштами [43, с. 267].

У першій фазі виконавці злочину вводять готівку, яка походить прямо від злочину, в будь-який банк чи іншу фінансову установу. На цій стадії відносно легко визначити, чи є вкладеннє готівки у фінансові установи відмиванням грошей, а також розкрити джерело походження «брудних» доходів.

Таким чином, для цієї стадії процесу відмивання грошей характерні такі риси:

- предметом відмивання є цінності, одержані безпосередньо від злочину;
- найчастіше предмет відмивання виступає у вигляді готівки;
- дії злочинців набувають вигляду фінансових операцій, які захоплюють своєю короткостроковістю, а також однаковістю і простотою.

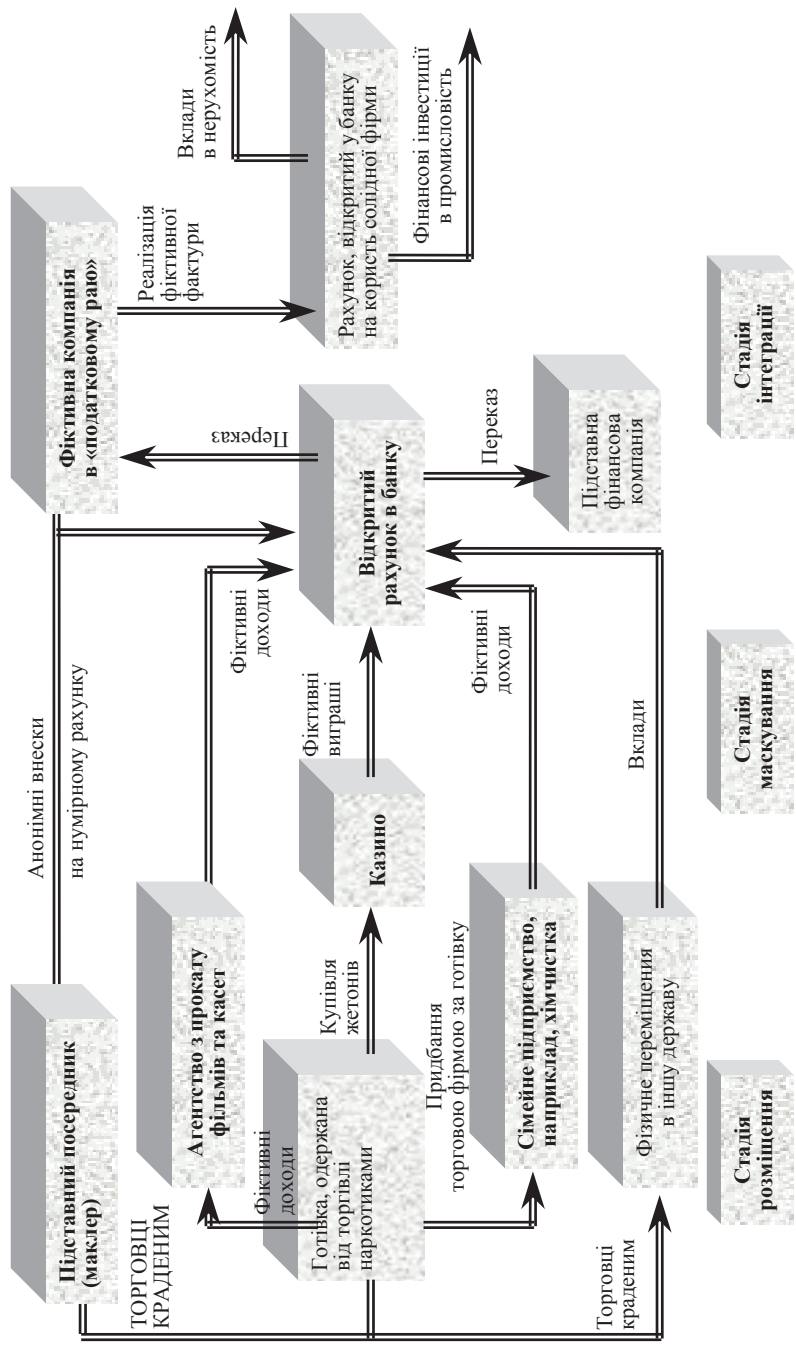


Рис. 11.1. Стадії відмивання грошей

На другій стадії виконавець намагається відокремити гроші від їхнього нелегального джерела, проводячи серію фінансових угод (як видозміни, так і переміщення). Виконавець сподівається тим самим домогтися того, щоб зв'язок грошей, які відмиваються, із джерелом їхнього походження знайти було ще важче або зовсім неможливо. Ця стадія називається накладенням маски чи маскуванням. Її завершення призводить до віддалення — як за відстанню, так і в часі — маскованих грошей від місця злочину, наприклад, від розміщення нелегальної лабораторії, яка виготовляє наркотики, чи бази оптового постачання такого зілля.

Третя стадія — це фабрикація пояснень про нібито законне походження відмитих активів, а також введення їх у легальний обіг шляхом інвестування чи скуповування майна. Тому таку стадію називають інтеграцією, чи легітимацією. Дії злочинних угруповань на цій стадії спрямовані на вкладення «відмитих» грошей у господарські структури таким чином, щоб вони знову надійшли в банківську систему, набувши необхідних ознак легальних доходів. Серед знярядь та інструментів, застосовуваних для досягнення інтеграції, використовують фіктивний продаж нерухомості, фіктивні фірми для надання необґрунтованих кредитів, втягування в незаконну діяльність банківських службовців у різних країнах і т. п.

### **Способи відмивання «брудних» грошей**

Дії, які складають у сумі процедуру відмивання грошей у банківській системі, набувають вигляду легальних фінансових угод (банківських операцій), однак цей вигляд порушує внутрішні статuti банківської системи (підзаконні акти й інструкції) або носить характер нелегальних операцій, заборонених відповідними розпорядженнями, проведення яких загрожує застосуванням економічних чи карних санкцій. У кожній окремій стадії цього процесу з'являються інші види угод. У зв'язку з тим, що найчастіше вони незаконні взагалі або порушують розпорядження внутрішньобанківської системи, їх цілком доречно називати способами здійснення злочину (способами відмивання грошей). Заміною цьому визначенню може бути також вираз «техніка відмивання грошей».

Під цим поняттям варто мати на увазі сукупність стійких і повторюваних ознак, які характеризують певну поведінку, пов'язану з банківськими операціями; вони визначають обсяг і можливості застосування таких операцій у процесі відмивання грошей.

На різноманіття способів відмивання грошей впливають насамперед розбіжності, пов'язані з фінансовим характером угоди, юридична форма проведеної операції, величина капіталу, кількість угод тощо, а

також відмінності, які носять нефінансовий характер: структура злочинної організації (проста, складна, ієрархічна, внутрішні функції, процес ухвалення рішень, ступінь довіри між членами організації і пов'язаними з ними особами) (табл. 11.1.), суспільно-економічна ситуація, а також засновані на змові відносини між злочинною групою, з одного боку, і адміністративними органами і банками — з іншого.

Ефективність способу відмивання грошей у банківській системі вважається високою, якщо забезпечене вирішення трьох завдань:

- приховання справжнього походження і власника відмитих грошей;
- здійснення постійного контролю над відмитими грошима;
- зміна форми готівки, добутої злочинним шляхом таким чином, що при зменшенні її кількості (ваги, обсягу) зберігається чи зростає її вартість.

Таблиця 11.1

#### ОРГАНІЗОВАНІ СТРУКТУРИ, ЯКІ ВІДМИВАЮТЬ «БРУДНІ» ГРОШІ

1. Організована злочинна група, яка займається діяльністю, що приносить великі доходи
2. Посередники, які об'єднують, наприклад, торговців наркотиками з «відмивателями» грошей. «Піжони»: <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ направляють торговців до «відмивателів» або «відмивателів» до торговців;</li> <li>➢ не втручаються в обговорення умов договору про відмивання грошей;</li> <li>➢ визначають ставки за послуги (але не відсоток від «відмитих» грошей).</li> </ul> Брокери: зв'язують торговців наркотиками з «відмивателями» і за окрему плату укладають контракти
3. Організатори (спонсори) відмивання «брудних» грошей: <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ організовують усю процедуру у великих масштабах (великими сумами);</li> <li>➢ забезпечують участь великої кількості «відмивателів»;</li> <li>➢ оплачують послуги кожного виконавця окремо;</li> <li>➢ наводять контакти з групою, яка володіє «брудними» грошима</li> </ul>
4. Кур'єри: <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Організують транспорт і процедуру на першій стадії процесу;</li> <li>➢ не пов'язані з діяльністю організованої злочинної групи;</li> <li>➢ можуть розкривати свої паспортні дані;</li> <li>➢ проте, часто використовують фальшиві паспорти і документи.</li> </ul>
5. Міняльники валют: <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ власники господарюючих об'єктів, найчастіше це пункти обміну валют;</li> <li>➢ бувають і нелегальними, вуличними міняльниками валют</li> </ul>
5. Професіонали-радники: <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ роблять одну чи кілька послуг (наприклад, поради в галузі інвестицій, переказу фондів, реєстрації господарюючих суб'єктів на прізвища третіх осіб — підставних власників);</li> <li>➢ роблять маніпуляції в сфері фінансів і законодавства;</li> <li>➢ банкіри</li> </ul>

### **А. Особливості відмивання грошей на стадії розміщення**

На першій стадії відмивання грошей — розміщення — застосовуються такі способи, як наприклад, вкладення великої кількості депозитів у сумах нижчих лімітів, які зобов'язують працівників банків виконувати процедуру реєстрації й ідентифікації вкладника. Така технологія називається реструктуризацією й охоплює в більшості випадків такі моменти:

- багаторазові внески готівки (включаючи валюту) на банківські рахунки громадян своєї країни й іноземців (це завжди суми, що за величиною не виходять за межі, перевищення яких зобов'язує банки ідентифікувати клієнта); подібні внески роблять і за рахунок готівки у вигляді іноземної валюти, перевезеної контрабандним шляхом з-за кордону;

- переказ в інкасо наявних чеків на пред'явника на суму, нижчу від лімітів, які потребують ідентифікації;

- «смерфінг»<sup>29</sup>, тобто придбання за «брудні» гроші легко переміщуваних майнових цінностей (у сумах, які не перевищують межі ідентифікації). Це стосується головним чином чеків на пред'явника; багаторазова заміна банкнот дрібних номіналів на більші в сумі, яка не перевищує меж ідентифікації, без використання банківських рахунків;

- інші різноманітні операції з готівкою, проведені за посередництвом великої кількості банківських рахунків, відділень, касирів чи із залученням інших осіб, сюди входить проведення операцій у багатьох касирів однією особою, крім того, існує можливість проведення операції в одного касира або вкладення депозитів готівкою на багато різних рахунків на пред'явника, при малій величині окремих депозитів, які в сукупності утворюють дуже велику грошову суму.

Дуже популярна і поширена технологія відмивання грошей у стадії розміщення — об'єднання «брудних» грошей з доходами легального господарського суб'єкта. Ця технологія називається «змішуванням». Готелі, ресторани, хімчистки, бари, пункти побутових послуг для населення належать до численних видів господарської діяльності, що приносить нестабільні доходи, які змінюються залежно від пори року, не піддаються суворому контролю і тому стають придатними об'єктами для відмивання грошей.

В описуваній технології виділяють три варіанти, за яких:

- власник «брудних» грошей — в той же час власник легального господарського суб'єкта чи фірми, яка надає послуги в період відмивання грошей;

<sup>29</sup> *Смерф* — гном (англ. smurf). Смерфи — герої казкових мультфільмів, які користуються великою популярністю на Заході.

- власник «брудних» грошей знаходить легальну фірму для використання її переважно як «пральні» для відмивання грошей;
- власник «брудних» грошей укладає договір з іншою особою (контрагентом), яка організовує розміщення грошей через фірму — «пральню».

Змішування «брудних» і «чистих» грошей дає змогу без особливих зусиль обґрунтувати існування великих сум готівки посиланнями на легальну господарську діяльність. До тієї пори, поки банк не почне підозрювати клієнта в зловживанні своєю діяльністю і використанні її в незаконних цілях (зауважуючи, наприклад, що доходи від господарської діяльності клієнта занадто високі порівняно з тими, котрі він мав до появи в даній галузі чи в даній місцевості), процедура змішування грошей майже не піддається викриттю.

Введення в ряді країн суворих юридичних норм змусило організовану злочинність домагатися проникнення в деякі банківські установи своїх співучасників або докладати зусиль для підкупу банківських службовців і навіть членів правління банків.

У відмиванні грошей може бути задіяний один нечесний касир, керівник відділу чи весь банк (так званий «власний», або «схоплений», банк). Технологія «відмивання» грошей на стадії розміщення, в якій беруть участь банківські службовці, містить у собі:

- ◆ прийом готівки без документування ідентичності особистості вкладника і без реєстрації самої операції;
- ◆ неповну реєстрацію даних, пов'язаних із прийомом готівки;
- ◆ допомогу у відкритті численних фіктивних рахунків з метою прийому на них внесків готівкою;
- ◆ свідому відмову від підсумовування багаторазових операцій, проведених протягом того самого дня;
- ◆ одноразовий фізичний прийом готівки і здійснення депозитів, оформлених як прийняті протягом декількох днів;
- ◆ зловживання реєстром, який містить перелік осіб, які користуються звільненням від обов'язків реєстрації в банківській системі, у якій є розпорядження, що зобов'язує ідентифікувати клієнтів.

До широко розповсюджених технологій відмивання грошей у банківській сфері належить також «колекціонування банківських рахунків». Імігранти з різних азійських і африканських країн, а також держав Східної Європикладають невеликі суми грошей (винагорода за легальну роботу або «чорні» заробітки) на один рахунок. Гроші ці згодом пересилають до країн походження імігрантів.

Ще одна технологія стала породженням відсутності в ряді країн відповідних законодавчих розпоряджень, які регламентують розмі-



щення великих внесків на банківські рахунки. Мова йде про депозит валютних внесків громадянами цих країн чи іноземцями. Наприклад, у Польщі та в інших країнах досить пред'явити банку митну декларацію про ввезення в країну іноземної валюти, і це звільняє вкладника від обов'язку ідентифікації особистості. Такі банківські операції поширюються і на суми, які перевищують ідентифікаційні ліміти, особливо якщо взяти до уваги недоліки в обліку зареєстрованих операцій, проведених тими самими вкладниками.

Простою технікою відмивання грошей залишається купівля і продаж іноземної валюти одночасно із записом на банківський рахунок або купівля і продаж іноземної валюти готівкою за посередництвом обмінних пунктів у банках і поза ними.

Від згаданого способу відрізняються так звані «контракти», які стосуються обміну валют. Сутність цієї технології полягає в тому, що «брудна» готівка вкладається на різні рахунки в різних банках. Надалі вкладник укладає за допомогою банківського менеджера в третьому банку договір про обмін валют, наприклад, значної суми доларів США на швейцарські франки. Подальший етап включає реалізацію договору про обмін валют за визначеним курсом. Суб'єкти, зайняті реалізацією такої угоди, одержують у третьому банку за це комісійні.

Варто також назвати поширену випадках відмивання грошей великими сумами технологію приховування різних предметів і великого скупчення грошей у банківських сейфах. Застосовується цей спосіб як допоміжний у першій фазі відмивання грошей.

Для відмивання грошей можуть бути використані технічні операції в банках, які полягають у заміні зношених або ушкоджених грошових знаків.

Дуже часто для очищення грошей використовують грошові перекази, наприклад, як плату за послуги. Звичайно вони застосовуються у зв'язку з перерахуванням «брудних» грошей до банківської системи іншої країни.

Усі перераховані способи, які використовуються у фазі розміщення злочинного здобутку в банківській системі, підтримуються іншими злочинними діями, спрямованими на досягнення поставленої мети — «очистити» отримані кошти і перейти до наступної, другої, стадії процесу. Усі ці способи тісно пов'язані з обслуговуванням злочинців працівниками банків і конкретним характером банківських операцій. У кожному окремому випадку злочинні дії можуть набувати таких форм:

- підробка документів, які є підставою для прийняття банком депозиту;

- підкуп — це стосується як працівника банку, так і юридичної особи (наприклад, комерційного банку);
- введення в оману, шахрайство щодо фізичних чи юридичних осіб, які стають співучасниками відмивання грошей, навіть не підозрюючи про свою співучасть.

### **Б. Способи відмивання грошей на стадії маскуванню**

Ці способи мають пряме призначення — сховати сліди походження злочинного прибутку і забезпечити анонімність володарю «брудних» грошей.

Один з найдоступніших і широко застосовуваних способів відмивання грошей на другій стадії цього процесу — переміщення грошей за допомогою електронних переказів (electronic fund transfer).

Цей спосіб часто виступає як початковий елемент у маскуванні, негайно ж після переміщення готівки до банку. Він може також бути опосередкованою ланкою в цій стадії після обміну готівки на грошовий документ. Для цілей маскуванню можуть бути використані також перекази в місці продажу (point of sale transfer — POS), угода з використанням банкоматів, прямі електронні депозити (наприклад, виплата винагород чи соціальних допомог), оплата рахунків за телефонні переговори. Це можуть бути поштові перекази — як усередині країни, так і міжнародні. На території однієї держави для їхньої реалізації можуть бути використані внутрішні системи міжбанківських розрахунків, які існують у багатьох країнах світу.

Головною перевагою електронного переказу активів у відмивателів грошей вважається швидкість переміщення грошей (а також інформації і банківських доручень). Активи, переказані електронним шляхом, як правило, стають доступними відразу ж після надходження на рахунок «відмивателя» грошей у банку, який прийняв переказ. Тому негайно ж відкривається можливість починати подальші злочинні дії, пов'язані з відмиванням грошей — або наступне маскуванню капіталу, або його інтеграція в банківську систему чи поза нею.

Друга безперечна перевага електронного переказу активів (як і системи SWIFT в цілому) — частота (інтенсивність) переміщення грошей. Швидкість і легкість, з якими виконуються перекази, сприяють тому, що безліч внутрішньодержавних і міжнародних акцій з маскуванню грошей можуть бути здійснені протягом короткого часу — з метою камуфляжу їхніх справжніх злочинних зв'язків.

Третя перевага — далекість при переміщенні активів. Великі відстані (у милях чи кілометрах) не становлять перешкоди для такого ви-

ду переказів. Нині багато фінансових систем різних держав приєднано до мережі електронного переказу активів SWIFT.

Четверта перевага — мінімальна кількість документації, застосовуваної у відповідних банківських операціях.

Крім електронних форм переміщення активів і коштів, є ще кілька технологій відмивання грошей на стадії маскуванню.

Це насамперед удосконалена техніка телеграфних переказів. Вона полягає в переказі «брудних» грошей з різних місць країни чи регіону на єдиний рахунок, так звану «розподільну» шухляду. Коли сальдо перевищує визначений рівень, переходить установлений «пори́г», активи автоматично висилаються з даної країни. Застосування такого «порога» допомагає злочинним групам уникати великих втрат у випадку вилучення чи блокування рахунка органами правосуддя.

Доповненням до цього способу є така технологія. Вона полягає в одноразовій або багаторазовій зміні форми нелегальних доходів шляхом закупівлі активів, тобто акцій, облігацій, дорожних чеків. Найчастіше це робиться дуже швидко. Виконавець таких операцій може, наприклад, скуповувати чеки на пред'явника з дорученнями банківських виплат або вимінювати такі доручення на дорожні чеки. Такі «перетворення» дуже затрудняють визначення джерел злочинного доходу. Документи, які супроводжують такі «перетворення», мають порівняно малий фізичний обсяг, що полегшує їхнє вивезення за кордон і повернення назад. У ряді випадків казино чи інші підприємства, які займаються азартними іграми, полегшують процедуру відмивання грошей, змінюючи готівку на жетони для гри. Потім «відмиватель» грошей обмінює жетони на готівку або чеки.

Часто застосовуваним способом відмивання грошей на цій стадії виступає утворення вже згаданих «підприємств прикриття» і використання їхніх банківських рахунків для здійснення безготівкових операцій. Такі суб'єкти в принципі існують лише на папері. Насправді вони не займаються господарською діяльністю (на відміну від компаній-ширм). Така компанія використовується для маскуванню переміщення нелегальних грошей. «Підприємства прикриття» (найчастіше це компанії) дають можливість посилатися на комерційну таємницю. Їхні справжні власники ховаються за номінальними партнерами, які їх представляють, і членами правління. Такі компанії створюються швидко, а з метою маскуванню відмивання грошей можуть використовуватися багато разів.

З тією ж метою на стадії маскуванню застосовуються незаконні внутрішньобанківські (між відділами) і міжбанківські трансферти. Така технологія починає діяти, коли організована злочинна група,

яка відмиває гроші, контролює два чи більше відділення банку або два банки в різних країнах (уже згадувані «власні», чи «схоплені», банки). Гроші, які підлягають «відмиванню», потрапляють у відділення банку в одній країні, але виявляються в розпорядженні банку іншої країни в тій самій валюті або в якій-небудь іншій. Враховуючи те, що обидва відділення між собою пов'язані, не потрібно фізично переміщувати активи. Звичайно відпадає також необхідність переказувати гроші телеграфом. Така операція здійснюється телефоном чи факсом.

Характерна риса використання банківських операцій на стадії маскування при відмиванні грошей — реалізація великої кількості рахункових чеків, які впливають на розпізнавання (включаючи й ті, які нижчі від межі ідентифікації), у тому числі іноземних чеків.

Нерідко для маскування «брудних» грошей використовується технологія, яка полягає в прийнятті готівки з одночасним закриттям існуючих банківських рахунків з метою відкриття нових, в інших банках у даній країні чи за кордоном. За вимогою клієнта виконується (так зазвичай робиться під час операцій такого типу) припинення (стирання) продовження (слідів) проведених раніше операцій; при цьому банківський касир переказує гроші на інші зазначені клієнтом рахунки, одночасно симулює виплату цих грошей клієнту готівкою.

### ***В. Способи відмивання грошей у стадії інтеграції***

---

Після успішного маскування «брудних» грошей, найчастіше з використанням різноманітних технологій, виконавець, який займається легалізацією доходів від злочинної діяльності, повинен відшукати законне обґрунтування факту володіння майном. Для цього він застосовує різні інтеграційні технології.

Дуже часто використовують угоди купівлі-продажу предметів тривалого користування, таких як автомобілі, яхти, літаки, предмети старовини, нерухомість. Для придбання нерухомості за «брудні» гроші використовують підставні фірми. Надалі нерухомість перепродується, а доходи тепер уже стають цілком «законними», отриманими від продажу. В інших випадках «відмиватель» купує за «брудні» гроші, наприклад, яхту, декларуючи при цьому ціну, яка значно нижча її дійсної вартості. Різницю виплачує продавцю яхти готівкою (так звана угода «під столом»). Надалі він може перепродати ту саму яхту, взявши при цьому за неї ціну, рівну її справжній вартості. У такий спосіб він фіктивним придатком обґрунтовує «законність» одержання доходів. Від-

значені численні випадки, коли «відмиватель» співробітничав, наприклад, з дилером, який збуває автомобілі, чи з агенством із продажу нерухомості. Власники таких посередницьких фірм нерідко оплачуються злочинними організаціями. Ці фірми використовуються злочинцями для проведення різноманітних угод і махінацій. Предмети, які одержують за допомогою цих фірм, використовують також для проведення злочинної діяльності, наприклад, транспортні засоби, приміщення для виробництва наркотиків, пристановище для членів злочинних груп і т. ін.

Дедалі більшого поширення на стадії інтеграції набуває така технологія, як скуповування підприємств, які банкрутують, з метою створення видимості, начебто доходи, одержані зі злочинних джерел, — це насправді прибуток від придбаного підприємства.

Дуже популярний спосіб відмивання грошей у стадії інтеграції — так звана технологія кредитування самого себе. Полягає вона насамперед у створенні фіктивної фірми, яка одержує гроші, що відмиваються. Заснування її за кордоном успішно приховує той факт, що ця фірма — власність особи, яка займається злочинною діяльністю. Для використання грошей, які відмиваються, злочинці беруть кредит в одному банку, а також другий кредит (як правило, значно більшого розміру) у себе самих як від фіктивної фірми. Законний кредит повертається разом з належними відсотками, з більшого, фальшивого, кредиту. Це дає в руки злочинців гроші, які можна вільно використовувати у всіляких цілях (наприклад, фінансувати подальший розвиток злочинного промислу), а заборгованість перед самим собою (тобто перед фіктивною фірмою) відкриває можливість фінансувати цілком легальні підприємства із самих високоповажних джерел та ще користуватися податковими пільгами на виплату відсотків або на включення тих же відсотків у витрати виробництва (залежно від діючих у певній державі податкових розпоряджень). Крім простоти і доступності, кредити для самого себе мають ще одну важливу (з погляду злочинців) перевагу. Вони важко піддаються викриттю правоохоронними органами, їх важко знайти, якщо врахувати відсутність інформації про справжню фінансову діяльність злочинних груп і їхніх фіктивних підприємств.

У багатьох державах розкрито спосіб відмивання грошей, пов'язаних зі зловживанням з боку кредитних установ. Цей спосіб часто супроводжується контрабандою готівки. Протікає він у двох фазах. У першій переправляють злочинні доходи в іншу державу і розміщують їх у вигляді банківських депозитів. Надалі (на другій фазі) береться кредит у банку, розташованому в країні походження «брудних»

грошей, а забезпеченням його виплати слугують переведені раніше в іноземний банк активи (свідчення про депозити). Цей спосіб застосовується також для ухилення від сплати податків.

Кредитні установи, а також позики використовуються в ще одній технології, яка полягає в переказі фінансових коштів на дуже вигідних умовах (наприклад, низькі ставки відсотка, вигідні умови з погляду термінів повернення кредиту, відмова від гарантії і т. ін.) на реалізацію різного виду інвестиційних проєктів, фінансованих, наприклад, органами територіального самоврядування.

На стадії інтеграції для легалізації джерела грошей, які відмиваються, широко використовують, як і на більш ранніх стадіях, співробітництво з іноземними банками. Це, як правило, банки, які мають резиденцію в офшорних центрах, у яких дотримується сувора банківська таємниця, яка практично робить неможливим доступ до інформації про їхніх клієнтів. Співробітництво кримінальних елементів з іноземними банками в стадії інтеграції найчастіше трапляється в результаті корумпованості банківських службовців, яка відбулася ще в стадії розміщення «брудної» готівки на рахунках цих банків чи в стадії маскування. Важливо, що при використанні злочинцями таких банків їхні службовці приймають від своїх клієнтів неправдоподібні (чи взагалі фантастичні) «обґрунтування» джерел походження грошей і причин їхнього депонування.

До розповсюджених технологій, застосовуваних при відмиванні грошей на стадії інтеграції, належать застосування рахунків-фактур на імпорتنі й експортні товари при проведенні торгових угод, а також використання з цією метою банківського персоналу. Таку технологію використовують у чотирьох варіантах.

По-перше, це контракти з подвійним джерелом оплати (рис. 11.2). Цей спосіб полягає ось у чому. Укладають зовнішньоекономічний договір (контракт) із закупівлі товарів (чи сировини) на надзвичайно вигідних умовах (дуже дешева закупівля), що під час перепродажу може принести прибуток, який доходить до 100 %. Насправді постачальник (продавець) приймає оплату з двох джерел. Перший платіж на основі єдиного рахунку-фактури, виставленого фірмою, становить не більше ніж 50 % фактичної вартості товару й офіційно виконується покупцем. Другий платіж виконується найчастіше готівкою (рідше — переказом) у касу чи вручається особисто продавцеві. Офіційний прибуток покупця, отриманий під час перепродажу таким чином товару, становить «відмиті» гроші. Ця технологія використовується під час купівлі-продажу великої кількості дорогих товарів, наприклад, електронної продукції, нафтопродуктів, алкогольних напоїв, сигарет.

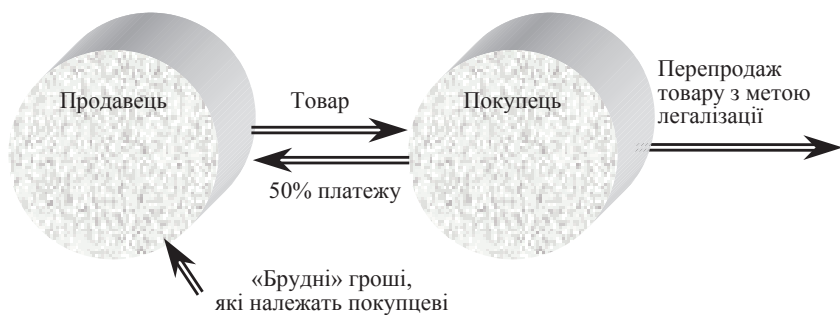


Рис. 11.2. Контракти з подвійним джерелом оплати

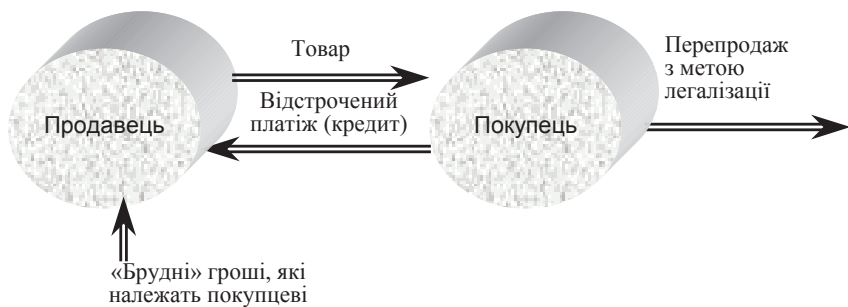


Рис. 11.3. Псевдоконтракти

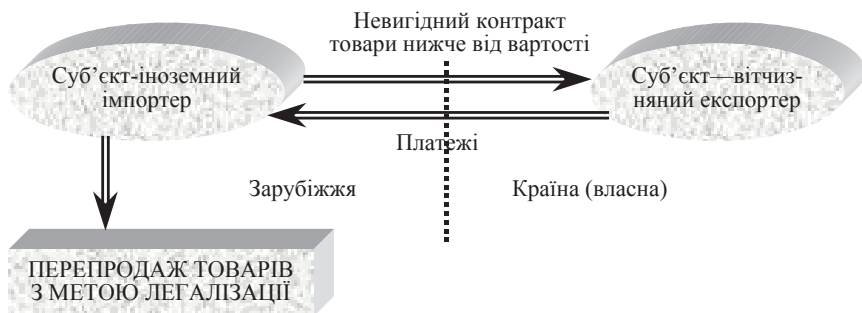


Рис. 11.4. Легалізація «брудних» грошей шляхом переказу за кордон

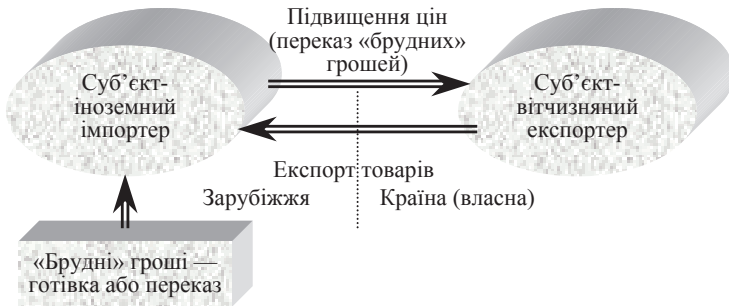


Рис. 11.5. Легалізація «брудних» грошей шляхом переказу до власної країни

Джерело: [43, с. 288]

По-друге, це суто формальні контракти, укладені для годиться, чи псевдоконтракти (рис. 11.3.). Цей варіант аналогічний попередньому, лише з тією різницею, що застосовується майже винятково у великих імпортерних угодах торговельних фірм. Суть його в тому, що певна кількість контрактів (20—50 % у вартісному вираженні) реалізується взагалі без офіційної оплати фірмою-покупцем; часто все це оформляються фіктивним наданням кредиту. Контракти передбачають значну відстрочку виплати платежів за ними, величина їх набагато менша від вартості реалізованих поставок. На ділі ж платежі надходять з іноземних нелегальних джерел. Для фінансових розрахунків за цими угодами часто використовують банки із сумнівною репутацією, розташовані в офшорних центрах. Крім того, учасники угоди широко використовують у такого типу розрахунках акредитиви.

Значну роль у розмаїтості подібних махінацій, пов'язаних з відмиванням грошей, можуть відіграти працівники банків різних рівнів — касири, бухгалтери і т. п. Велику користь при цьому може дати навіть ретельний аналіз рахунків-фактур. Прийшовши з різних частин світу, з різних регіонів і від різних фірм, вони часто мають загальні, ідентичні, ознаки, які видають однакову лексику і навіть ті ж самі орфографічні помилки. При уважному їхньому вивченні неважко здогадатися, що в них той самий виконавець.

По-третє, це легалізація «брудних» грошей шляхом переказу за кордон (рис. 11.4.). Така технологія застосовується в ситуації, якщо на більш ранніх стадіях відмивання гроші виявилися на банківських рахунках якоїсь вітчизняної фірми і виникла гостра потреба вивезти їх із країни з наступною легалізацією й інвестуванням за кордоном. Вона полягає



в тому, що офіційно укладається не вигідний експортний контракт про продаж товарів нижче від їхньої вартості. Це призводить до фінансових втрат для вітчизняної фірми. У той же час іноземна фірма (яка перебуває, як правило, під контролем вітчизняної фірми-експортера) неофіційно одержує значні прибутки від перепродажу товарів, які становлять предмет контракту. Тепер отриманий прибуток набуває вигляду легально отриманого доходу від торговельної діяльності.

По-четверте, це легалізація «брудних» грошей шляхом переказу до власної країни (рис. 11.5.). Цей спосіб полягає в тому, що укладений експортний контракт передбачає завищену порівняно з їхньою дійсною вартістю ціну на товари. Завищена ціна вдало доповнюється неповним постачанням товару (тобто менше, ніж передбачено контрактом). Виставлені ж вітчизняною фірмою рахунки-фактури оплачуються цілком, хоча частина товару не поставлена і вартість його набагато нижча, ніж того вимагають умови контракту.

Дві останні з описаних технологій відмивання грошей носять загальне найменування «трансферт цін» (transferpricing).

## **11.2. Розпізнавання операцій, пов'язаних з відмиванням «брудних» грошей**

Розпізнавання має важливе значення в інформуванні правоохоронних органів про здійснення злочину відмивання грошей. Ефективність процедури розпізнавання під цим кутом зору розглядається як значний внесок в успішну роботу органів правосуддя у справі боротьби з організованою злочинністю.

Розпізнавання спроб відмивання «брудних» грошей у процесі банківської діяльності розцінюється як сукупність заходів, спрямованих на організацію постійного чи періодичного надходження інформації про клієнтів і підозрілі угоди. Ця інформація може послужити підставою для відповідних дій, які спрямовані на припинення небажаних фінансових зв'язків. Такі дії зазвичай включають етапи:

- збирання інформації про угоди, які потенційно можуть бути використані для відмивання грошей, а також створення умов для постійного надходження такої інформації;
- оброблення накопиченої інформації за допомогою різних методів, а також класифікація сумнівних і нетипових (незвичайних) угод на підставі різних критеріїв;
- моніторинг сумнівних і нетипових операцій;

• підготовка висновків на основі обробки інформації, що стала результатом розпізнавання.

### **Збирання і накопичення інформації**

Збирання інформації для розпізнавання становить перший, вступний, етап усього процесу. Він охоплює як активні дії, які полягають у створенні відповідного інструментарію, що полегшує одержання даних, так і дії, пасивно (побічно) пов'язані з визначенням способу доступу до інформації, яка потенційно може бути використана в наступних стадіях розпізнавання. Інформація, яка необхідна для проведення розпізнавання, надходить переважно з таких джерел:

- реєстрів угод (трансакцій) з готівкою, які перевищують установлену квоту, а також аналогічних реєстрів угод з використанням безготівкових розрахунків, якщо відповідні внутрішні правила вказують на обов'язковість ведення таких;

- інших банківських звітів і банківської документації;

- документів про операції, реалізовані різними категоріями банківських працівників у рамках широко застосовуваної політики «знай свого клієнта», особливо це стосується операцій, виконуваних під час відкриття банківських рахунків для фізичних і юридичних осіб, у процесі ведення цих рахунків, під час контактів з уповноваженими представниками клієнтів і т. ін.;

- звітів про операції, виконувани різними банківськими службовцями у зв'язку з контактами з особами — неклієнтами банків, наприклад, які вносять готівку на рахунки банківських клієнтів;

- аналізу основних фінансових показників, які стосуються банківської діяльності;

- баз даних про банківських працівників;

- баз даних про банківських клієнтів, а також інших осіб, які користуються банківськими послугами і використовували або намагалися використовувати банківські операції в злочинних цілях.

Основне джерело інформації для розпізнавання спроб відмивання «брудних» грошей у банках — реєстр наявних угод, які перевищують установлений ліміт.

Важливим внеском у процес розпізнавання стає створення спеціальної бази даних банківських операцій, здійснених підставними особами. Збирання інформації про них має бути максимально повним.

Ще одна категорія інформації, яка може бути корисною для розпізнавання, — всілякі показники, які особливо стосуються роботи із залучення вкладників. Мова тут йде про показники зростання кількості

відкритих рахунків за визначений період, флуктуація (підйом чи зниження чисельності) у сфері внесків готівкою, кількість відкритих так званих «заморожених» (бездіяльних) рахунків за певний час (наприклад, за квартал, півроку), показники, які стосуються надходжень грошей на рахунки.

Завершує частину даних, необхідних для розпізнавання, різного виду «історична» інформація, яка стосується випадків і подій, пов'язаних з відмиванням грошей чи з підозрами в цих злочинах.

### **Оброблення даних**

Інформація, зібрана і накопичена в реєстрах наявних внесків і отримана з інших банківських джерел, підлягає обробленню в рамках програми розпізнавання, прийнятої і реалізованої в ряді країн. Цей етап включає дії, пов'язані з кореляцією, доповненням, аналізом, переробленням у формі тексту, а також з передачею даних, необхідних для виявлення спроб відмивання грошей.

Оброблення інформації має відбуватися систематично. Його мета — визначити серед усіх трансакцій такий тип угод, які проходять через банківську систему, що, ймовірніше за все, може бути використане для відмивання «брудних» грошей. Йдеться насамперед про виявлення угод нетипових (незвичайних), тобто таких, котрі відрізняються від інших, раніше багато раз реалізованих даних клієнтом чи певною категорією клієнтів (наприклад, торговими підприємствами, які займаються збутом електронного устаткування), а також незрозумілих угод, тобто таких, у чиїх фінансових характеристиках відсутня повнота і завершеність або мета їхньої реалізації невизначена і неясна. Часто такого типу угоди виділялися як підозрілі.

Для оброблення інформації застосовують ряд методів. Найчастіше це порівняння, яке полягає в зіставленні елементів, які характеризують певну угоду із заздалегідь підготовленою і прийнятою в ролі «шаблона» базою даних. Остання є «еталоном» для порівняння. Мета такого методу — встановлення подібності і розходжень у певних фінансових угодах, а також динаміки тих самих трансакцій у часі.

Інший метод, застосовуваний при обробленні інформації, — структурний аналіз, який полягає у виділенні й дослідженні окремих фінансових операцій. Цей метод дає можливість знайти незаконність проведення операції з використанням такого фінансового інструмента, випадки шахрайства, а також відмивання грошей.

Для оброблення інформації можна використовувати ще метод систематизації й угруповання даних про фінансові угоди, який полягає в об'єднанні певних виділених елементів, щоб установити між ними

причинно-наслідкові зв'язки. Він дає змогу, наприклад, виділити повторювані операції і вичленувати групи суб'єктів, які можуть потенційно стати учасниками процедури відмивання грошей.

Виявлення нетипових і неясних угод за допомогою названих методів може бути полегшене, якщо заздалегідь у практиці банківської діяльності будуть визначені симптоми використання банків з метою відмивання «брудних» грошей. Наприклад, симптоми, пов'язані з поведінкою працівників банків; з нетиповим характером угод з готівкою, а також зі збереженням банківського рахунка; з нетиповим характером безготівкових угод; зі специфікою діяльності клієнта банку; з місцем походження банківського клієнта, поручителя чи бенефіціара; а також специфічні симптоми, пов'язані або з рівнем показників, які визначають фінансову діяльність банків, або з якісними змінами, які виникають у результаті дотримання ними фінансово-правових зобов'язань і спеціальних інструкцій.

У процесі оброблення банківської інформації застосовують, залежно від виду інформації, а також від методів дослідження, різні способи передачі оброблених даних. Найчастіше використовуються:

- діаграма переказів, за допомогою яких відбувається перелив фінансових засобів;
- діаграма відносин, яка відображає зв'язок між клієнтами банку — як фізичними, так і юридичними особами;
- календар подій, який полегшує аналіз угод, проведених у той самий час;
- діаграма частоти фінансових угод;
- пам'ятки, які стосуються найважливіших спостережень банківських працівників, які обробляють інформацію про нетипові і неясні угоди;
- зіставлення і таблиці ознак, які характеризують неясні і нетипові угоди, а також специфічні симптоми трансакцій такого виду.

Дані потрібно обробляти з використанням сучасних інформаційних технологій.

### **Моніторинг**

Важливий етап розпізнавання процедури відмивання «брудних» грошей — моніторинг трансакцій, відібраних як нетипові і сумнівні. Мета цього процесу — спостереження за банківським рахунком клієнта, а також за проведеними ним іншими банківськими операціями. Але основним результатом такого спостереження повинно стати підтвердження підозр щодо ознак злочинних дій клієнта (чи декількох клієнтів) або зняття цих підозр і завершення розпізнавання. Моніторинг дає можливість ви-

ключити ухвалення яких-небудь необґрунтованих рішень і як результат — направляти в прокуратуру підтверджену інформацію.

Моніторинг повинен призвести до накопичення максимально великої кількості документів та інформації, яка буде необхідна для визначення характеру підозр, що виникли в працівника банку, який відповідає за цю процедуру. Адже на цьому етапі загалом формуються припущення щодо юридичної кваліфікації злочинного діяння або відмови від гіпотези про залучення клієнта до злочинної діяльності.

Моніторинг повинен бути результативним. Ефективність полягає і в тому, що в процесі його проведення розсіюються підозри в злочинному характері угод, проведених клієнтом, і в тому, що підозри знаходять підтвердження.

### ***Завершення розпізнавання***

Розпорядження про закінчення процесу розпізнавання віддає посадова особа, відповідальна за проведення моніторингу спеціально відібраних з цією метою трансакцій. Це робиться на підставі документа, за яким повідомляють прокуратурі про злочин відмивання грошей чи про відмову від підозр у такому злочині. Документ, який завершує діяльність у рамках розпізнавання, може мати форму:

- подання, спрямованого в ревізійне відділення банку;
- пропозиції правлінню банку прийняти рішення про повідомлення правоохоронних органів про підозри у відмиванні грошей;
- інформації, спрямованої начальникові відділу банку;
- інформації, спрямованої начальникові відділу банку про хід моніторингу;
- звіту (за період, наприклад, шість місяців), який включає інформацію про підозри у відмиванні грошей;
- узагальнюючої службової записки з висновками, які стосуються обґрунтованих підозр у відмиванні грошей, яке спостерігалось при здійсненні фінансових операцій, із пропозицією прийняти необхідне рішення.

Ці документи потім направляють на розгляд директорові банку, який самостійно чи після обговорення їх з юридичним радником (групою радників) приймає рішення повідомити прокуратуру про здійснення злочину відмивання грошей чи про поведінку посадових осіб, які ухилялися від такого повідомлення.

Інформація, отримана в ході банківського розпізнавання, може бути використана з метою:

- ◆ надання потрібного напрямку слідчим діям, які проводять органи правосуддя;

- ◆ дослідження величини і мети використання коштів, придбаних у результаті злочину;
- ◆ полегшення дій, спрямованих на відшукування злочинного прибутку;
- ◆ доведення кримінальної справи до судового розгляду;
- ◆ підрахунку незаконно отриманих доходів;
- ◆ полегшення проведення арештів підозрюваних осіб.

### 11.3. Основні шляхи і методи протидії відмиванню «брудних» грошей

---

***Міжнародне співробітництво  
в боротьбі з відмиванням  
«брудних» грошей:  
становлення нормативно-  
правових основ***

---

Методи відмивання грошей стають дедалі більш рафінованими і важко піддаються викриттю. Рівень і масштаби процедури відмивання грошей досягли в усьому світі настільки величезних розмірів, що стали загрозою стабільності окремих країн і зовнішньої безпеки цілих регіонів.

До найбільших небезпек, пов'язаних з процедурою відмивання «брудних» грошей, належать:

- *дестабілізація економік окремих держав.* Діяльність могутніх злочинних угруповань, які крутять мільярдами доларів, може (як це неодноразово траплялося) викликати розлад валютної і митно-податкової системи держави, падіння обмінного курсу національної валюти. Масове відмивання нелегальних доходів часто призводить до порушення принципів господарської конкуренції, а також до деформації і перекосів у функціонуванні всієї макроекономічної системи держави. Усе це неминуче супроводжується підкупом і корупцією державної адміністрації, яка бере участь у регламентації окремих галузей господарської діяльності. У кінцевому підсумку, цілі сектори економіки виявляються в руках злочинних угруповань;

- *відмивання грошей, яке відбувається переважно в кредитно-фінансових установах, головним чином, у банках, неминуче призводить до підризу банківської системи, спричинюючи в деяких випадках банкрутство ряду банків чи нанесення їм фінансових збитків.* Воно викликає явища корупції банківських службовців, які здійснюють пі-

дозрілі операції, а це підштовхує їх до прийняття економічно необґрунтованих рішень, якіносять фінансовий збиток, чи до інших службових зловживань. Як наслідок втрачається довіра вкладників до кредитної системи в цій країні, що в результаті підриває довіру до самої держави та її фінансової системи з боку світового співтовариства;

▪ *відмивання «брудних» грошей додає прискорення зростанню і розвитку організованої злочинності.*

Широкомасштабне відмивання нелегальних доходів давно вже стало загальносвітовою проблемою. Тому особливого значення набуває міжнародне співробітництво у боротьбі з відмиванням «брудних» грошей, яке ґрунтується на певних нормативно-правових актах.

Головним спонукальним мотивом, який підштовхнув уряди багатьох країн до об'єднання зусиль у боротьбі з міжнародною злочинністю майже сторіччя тому, була заклопотаність, спричинена поширенням на всій планеті торгівлі опіумом. Напередодні Першої світової війни (в 1912 р.) було укладено міжнародну Конвенцію в справах, пов'язаних з торгівлею цією наркотичною речовиною, а в 1931 р. вона була замінена новою Конвенцією, яка обмежувала і регулювала виробництво і розподіл у масштабі планети медикаментів, які містять наркотичні речовини.

Після закінчення Другої світової війни ініціативу в боротьбі з поширенням наркотиків, а разом з нею і з відмиванням «брудних» грошей, узяла на себе ООН. Наріжним каменем, закладеним у фундамент міжнародного законодавства з цієї проблеми, прийнято вважати Єдину Конвенцію ООН про одурманюючі засоби 1961 р., згодом доповнену і змінену Протоколом 1972 р.

Другим найважливішим правовим актом, який регулює проблеми, пов'язані з боротьбою проти наркобізнесу, вважають Конвенцію ООН про психотропні засоби 1971 р. Вона значно розширює сферу міжнародного контролю на великий перелік синтетичних наркотиків. Цей документ ратифікували понад 140 держав.

Однак триваюче зростання наркобізнесу, розширення його географічних кордонів, дедалі більше витончені і небезпечні форми цього злочинного бізнесу змусили ООН знову повернутися до вирішення цієї проблеми. У листопаді 1988 р. у Відні було скликано Конференцію ООН з боротьби з нелегальним оборотом одурманюючих і психотропних речовин. Конференція завершилася ухваленням тексту міжнародного договору, який відомий в усьому світі як Віденська конвенція. Нині до цієї Конвенції приєдналася більшість держав планети.

Важливою рисою Конвенції стала її вимога, щоб злочини відмивання грошей, усі інші злочини, пов'язані з обігом наркотиків, розгля-

далися судами всіх держав-учасниць Конвенції з особливою старанністю. Крім, того вона вимагає введення в законодавчі акти країн-учасниць статей про екстрадицію (видачу) винних у здійсненні такого злочину, а також конфіскації майна злочинців.

На думку видатних юристів, Віденська Конвенція відіграла важливу роль у розвитку міжнародного права стала серйозним внеском в організацію інтернаціонального співробітництва в боротьбі з наркобізнесом і відмиванням грошей.

Провідну роль у зміцненні міжнародного співробітництва з проблем кримінального законодавства на європейському континенті відіграє Рада Європи.

Найвищими досягненнями Ради в галузі створення інструментів міжнародного права стали дві багатосторонні конвенції, визнані фундаментом європейського співробітництва в боротьбі зі злочинністю. Це європейська Конвенція про екстрадицію 1957 р., а також Європейська конвенція про взаємодопомогу при розслідуванні кримінально карних злочинів 1959 р. У 1980 р. було прийнято рекомендації, названі «Заходи для запобігання трансферту і приховування коштів, які надходять від кримінальних злочинів». У наступні роки було розпочато роботу щодо підготовки законодавства з питань конфіскації нелегальних доходів, які надходять від торгівлі наркотиками.

Ще одним імпульсом до прискорення діяльності в цьому напрямі стала ініціатива міністрів юстиції Ради Європи, які доручили в 1986 р. Європейському комітету з проблем злочинності розробити «Міжнародні норми і стандарти із забезпечення ефективного співробітництва між органами правосуддя (а також у разі потреби з поліцією) з питань перебування, вилучення і конфіскації нелегальних доходів, майна, знаряддя і предметів, одержаних від нелегальної торгівлі наркотиками» [Цит. за: 43, с. 358].

Інший важливий документ, який є основою міжнародного співробітництва в боротьбі з наднаціональною організованою злочинністю, — «Конвенція в справах про відмивання доходів, отриманих від здійснення злочину, їх виявлення, вилучення і конфіскацію», підписана в Страсбурзі 18 листопада 1990 р. Документ підготовлений Комітетом експертів Ради Європи. Фахівці з права розцінюють цей документ як найбільш повний перелік розпоряджень і правил, який охоплює всі етапи юридичної процедури — від початку розслідування до винесення вироку і конфіскації «брудних» грошей.

Мета Конвенції полягає в позбавленні міжнародних злочинних угруповань їхнього злочинного здобутку й у створенні для досягнення цієї мети діючої системи міжнародного співробітництва. Зміст її багато в чому



доповнює і розвиває положення, викладені у Віденській конвенції, але разом з тим включає важливі, принципово відмінні від неї положення. Конвенція Ради Європи не просто вимагає пеналізації, тобто оголошення відмивання грошей злочином, а й вимагає, щоб це діяння визнавалося злочином незалежно від того, пов'язане воно з торгівлею наркотиками чи такого зв'язку не встановлено. Ця умова устанавлює карне покарання за відмивання доходів, які отримані і накопичені в ході здійснення будь-якого тяжкого злочину. Усі держави, які підписали і ратифікували Конвенцію, зобов'язані виконати цю вимогу.

Конвенція Ради Європи багато уваги приділяє організації розшуку злочинних доходів, їхній ідентифікації, а також заходам, які приводять до конфіскації злочинних доходів у будь-якій формі. У четвертій статті перераховано заходи, які забезпечують доступ до банківських, фінансових і комерційних документів, а також роз'яснюється порядок моніторингу банківських рахунків, організація прослуховування телефонних переговорів, входження в комп'ютерні мережі й інші дії, необхідні для відстеження процедури відмивання «брудних» доходів як у межах однієї країни, так і за її межами. Ця угода, ратифікована більше ніж сотнею держав усього світу, залишається на сьогоднішній день найвичерпнішим документом, який слугує справі боротьби з відмиванням грошей. Як і Віденська конвенція, вона відіграла важливу роль в удосконалюванні кримінального законодавства багатьох країн, орієнтуючи його на активізацію зусиль з боротьби з відмиванням грошей.

***Практичні заходи,  
які здійснюються  
в міжнародному масштабі***

Створення нормативно-правової бази шляхом підготовки і укладення міжнародних договорів — це важливий етап у боротьбі з інтернаціональною організованою злочинністю. Але ще важливіше й складніше завдання — вживання практичних заходів з реалізації цих угод, причому здійснення таких заходів приносить вагомі конкретні результати. З цією метою в 1990 р. прийнято Всесвітню програму дій, яку ухвалила Генеральна Асамблея ООН під час спеціальної сесії, присвяченої міжнародному співробітництву в боротьбі з нелегальним виробництвом, пропозицією, попитом і поширенням одурманюючих засобів і психотропних речовин.

Члени ООН також звернули увагу на необхідність вживання заходів, спрямованих на підрив економічного потенціалу злочинних організацій. Сесія ООН констатувала, що «величезні фінансові прибутки,

які надходять від нелегальної торгівлі одурманюючими засобами і пов'язаною з нею злочинної діяльності, відкривають можливість наднаціональним злочинним групам проникати в урядові органи, розбещувати і корумпувати посадових осіб, а також псувати принципи правопорядку і створювати загрозу суверенності держав» [43, с. 336].

Роль основного координатора в економічній протидії міжнародній злочинності відіграє створена під егідою ООН спеціалізована організація з назвою Програма ООН з контролю над наркотиками (United Nation Drug Control Programme — UNDCP) зі штаб-квартирою у Відні. Вона розробила власний план дій у галузі боротьби з відмиванням грошей, а також конфіскації доходів, які надходять від торгівлі наркотиками. Ціною власних зусиль або, в разі потреби, за сприяння інших організацій, UNDCP надає спеціалізовану допомогу всім, хто до неї звертається. Форми цієї допомоги різноманітні, наприклад, організація навчання, — часто тематично пристосованого до місцевих умов, — для політиків, працівників правоохоронних органів, які займаються розшуком учасників наркобізнесу. Доповненням до цих програм слугують навчальні курси для оперативного складу, учасники яких — особи, які відповідають за розкриття економічних злочинів.

З різноманітної діяльності UNDCP варто особливо виділити надання юридичної допомоги тим державам, які після ратифікації Віденської конвенції повинні провести складну і трудомістку роботу з пристосування своїх законодавчих систем до її вимог. Найбільше труднощів у цій сфері діяльності відчувають країни, що розвиваються. Тому однією з найважливіших ініціатив UNDCP у цьому напрямку стала розробка в 1993 р. «зразкового законодавства», пристосованого до потреб країн, чії законодавчі системи виходять із принципів римського права. Сильний наголос також зроблено на запобіганні використанню фінансових установ для відмивання грошей, які надходять від торгівлі наркотиками (а також використання деяких інших установ, наприклад казино).

У вирішенні проблеми відмивання грошей важливу роль відіграє Відділ запобігання злочинам і карного судочинства Віденського бюро ООН. Він займається різного виду науковими дослідженнями, які привернули увагу урядів ряду країн до величезних масштабів явища відмивання грошей, що надходять від усіх видів злочинів, крім торгівлі наркотиками, а також до масштабів загрози, яка виходить від зростання організованої злочинності. Відділ також займається пропагандою і рекламуванням «зразкових договорів» ООН, наприклад, про взаємодопомогу з правових питань, про співробітництво в кримінальних справах і в екстрадиції осіб, підозрюваних у здійсненні злочинів.

Крім зазначеного «зразкового договору», дуже важливим документом міжнародного права є розроблений експертами ООН у 1993 р. Типовий закон про відмивання грошей, отриманих від наркотиків. Цей закон, ґрунтуючись на новітньому законодавстві різних країн, містить рекомендації із запобігання відмиванню грошей, отриманих від торгівлі і розповсюдження наркотиків, виявлення подібних діянь і встановлення санкцій за їхнє скоєння.

Крім ООН і її дочірніх організацій, у боротьбі з міжнародною організованою злочинністю і відмиванням грошей активну участь беруть спеціальні служби, які доповнюють і підтримують діяльність слідчих органів і правосуддя в усіх країнах світу. Це, насамперед, Міжнародна організація карної поліції (Інтерпол), а також Всесвітня митна організація.

### ***Функції і діяльність ФАТФ***

Провідною міжнародною організацією, яка бореться з відмиванням грошей та іншого майна, набутого кримінальним шляхом, є, безумовно, Група з розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей — ФАТФ (FATF — Financial Action Task Force) — впливовий міжурядовий орган, створений у 1989 р. Мета діяльності ФАТФ — розвиток і впровадження на міжнародному рівні заходів і стандартів боротьби з відмиванням грошей. ФАТФ відстежує процеси імплементації таких заходів, вивчає способи і техніку відмивання грошей, розробляє превентивні і запобіжні заходи, сприяє загальносвітовій імплементації стандартів боротьби з відмиванням грошей. Виконуючи зазначені функції, ФАТФ співробітничав з багатьма міжнародними організаціями, чия діяльність також спрямована на протидію відмиванню «брудних» грошей.

Діяльність ФАТФ має три головних напрями. Перший полягає в поширенні дії прийнятих рекомендацій на всі континенти і регіони земної кулі. Другий напрям — перевірка того, як виконуються в державах-членах і як впроваджуються в інших державах заходи щодо боротьби з відмиванням грошей, засновані на 40 рекомендаціях ФАТФ, які є керівництвом до дії. Третій напрям — відстеження загальносвітових методів і схем відмивання злочинно нажитих капіталів і розроблення контрзаходів.

У 1990 р. ФАТФ було підготовлено 40 Рекомендацій. У процесі їхньої підготовки група керувалася духом і буквою Віденської конвенції, а також Декларацією принципів контролю над банками, розроблених Базельським комітетом банківського нагляду. Їхні автори виділили три види першочергових заходів, названих як основа концепції

пції Рекомендацій, на яку будуть спиратися чисельні прийняті надалі конкретні пропозиції. Рекомендації (за задумом їхніх авторів) були націлені на те, щоб усунути основні перешкоди, які стоять на шляху міжнародного співробітництва, а також підсилити їхню ефективність. Три види таких заходів набули вигляду Рекомендацій, які виокремлені в розділ А:

1. Кожна держава повинна, без довгих зволікань, вжити заходів щодо ратифікації, з метою повного виконання постанов Віденської конвенції, а також почати процес її ратифікації.

2. Закон про конфіденційність даних, який діє у фінансових установах, повинен бути змінений таким чином, щоб він не заважав державі ухвалити дані Рекомендації.

3. Ефективна програма протидії процедурі відмивання грошей повинна передбачати посилення багатостороннього співробітництва, а також підвищення результативності взаємної правової допомоги в пошуковому, слідчому і судовому процесі, в екстрадиції за справами, які стосуються відмивання грошей, у будь-яких випадках, якщо це можливо.

У розділі В Рекомендації закликають держави до розширення дефініції злочину «відмивання грошей» таким чином, щоб воно охоплювало всі інші злочини, пов'язані з наркотиками; альтернативним рішенням є введення кримінального покарання за відмивання грошей, отриманих у результаті всіх тяжких злочинів і (чи) усіх злочинів, внаслідок яких виникає дохід великого розміру, а також у них міститься можливість поширення кримінальної відповідальності за відмивання грошей і на юридичних осіб, також не має аналога в тексті Віденської конвенції.

Третій розділ Рекомендацій (С) визначає стратегію залучення фінансової системи у викорінювання явища відмивання грошей без порушення норм і умов, необхідних для проведення ефективних фінансових операцій.

Ще одна важлива сфера діяльності ФАТФ — моніторинг типології нових методів відмивання грошей, застосовуваних у злочинному світі, а також верифікація засобів протидії цьому явищу. Щорічні огляди, для підготовки яких залучаються всесвітньо відомі експерти, а також матеріали слідства в справах про відмивання грошей, свідчать про все більш рафіновані методи, про зростаючий професіоналізм міжнародних злочинних груп. У полі зору експертів ФАТФ постійно залишаються найважливіші інструменти злочинної діяльності: підставні корпорації, електронні трансферти, небанківські фінансові установи, а також інші підприємства, наприклад магазини й експортно-імпортні фірми [43, с. 352].

***Проблеми боротьби  
з організованою злочинністю і  
відмиванням «брудних» грошей  
в офшорних центрах***

---

Уряди багатьох країн велику увагу приділяють проблемам боротьби з організованою злочинністю і відмиванням «брудних» грошей саме в офшорних центрах. Розміщені там компанії, банки, фонди, трасти вже давно перетворилися на фінансову опору міжнародного тероризму, наркобізнесу і практично всіх форм організованої злочинності.

Особливе занепокоєння викликають два регіони — держави і території басейну Карибського моря і держави «золотого трикутника» — Бірма, Таїланд, Пакистан та Афганістан.

Держави цих регіонів, бідні на природні ресурси, з відсталою економікою і малоосвіченим або зовсім неписьменним населенням, починаючи з 1960-х років приступили до створення на своїх територіях офшорних центрів і податкових гаваней, які стали дуже привабливими для фінансових і банківських установ.

Бурхлива діяльність фінансових установ в умовах слабого державно-правового контролю привернула пильну увагу податкових служб і правоохоронних органів суміжних країн і насамперед США. В умовах, коли ще не були підписані і ратифіковані відповідні міжнародні угоди, які поширюються на ці регіони, служба внутрішнього доходу міністерства фінансів США не зупинялася навіть перед проведенням односторонніх оперативних-слідчих заходів відносно наркоділків і «відмивачів» грошей у цих регіонах. Але вони приносили тимчасові, обмежені результати і супроводжувалися міжнародними скандалами і навіть погіршенням відносин між країнами.

Для запобігання відмиванню «брудних» грошей країни використовують стратегію укладення дво- і багатосторонніх договорів з конкретних проблем, проводять конференції з метою розроблення загальних підходів до застосування ефективних методів протидії відмиванню грошей, вводять у практичну діяльність 40 Рекомендацій ФАТФ, застосовують процедури самооцінювання і взаємоперевірки країн щодо ступеня виконання ними цих Рекомендацій. Крім того, створюються регіональні та міжрегіональні міжнародні організації, які вирішують питання боротьби із незаконно отриманими доходами. Так, Організація американських держав (ОАГ) у 1986 р. розробила програму, яка одержала назву «Міжамериканська програма дій проти нелегального використання і виробництва наркотичних засобів та психотропних речовин (CICAD)». Цією програмою передбачено підготовку проекту

нових законодавчих актів, які розширюють повноваження правоохоронних і фіскальних органів у сфері встановлення фактичних джерел походження фінансових коштів. Разом з тим було ухвалено постанову: прийняти законодавство про криміналізацію відмивання грошей, накопичених у результаті злочинів, пов'язаних з наркотиками, а також про конфіскацію фінансових коштів і матеріальних цінностей, які надходять від нелегальної торгівлі наркотиками або використовуваних для проведення цієї процедури, незалежно від місця виконання таких операцій.

У 1990 р. експерти ОАГ розробили пакет розпоряджень, який одержав назву «Зразкові розпорядження, які стосуються злочинів відмивання грошей, пов'язаних з незаконною торгівлею наркотиками, а також з аналогічними злочинами». У 1992 р. вони були затверджені на Загальних зборах ОАГ. «Зразкові розпорядження» охоплюють усі важливі елементи сучасної стратегії боротьби з відмиванням злочинних доходів. У ньому передбачені також превентивні заходи розпізнавання, поширені на приватний сектор. Автори розпоряджень підключили до протидії цьому злу не тільки банки, а й інші фінансові установи. До них серед інших зараховані маклери, які торгують цінними паперами, власники пунктів обміну валют, а також особи, які займаються іншого виду господарською діяльністю, яка підлягає контролю з боку державних банків або з боку інших фінансових установ. Ці розпорядження можуть бути поширені на інші види господарської діяльності, під час якої здійснюються операції з готівкою в сумі, яка перевищує встановлені межі.

Значний вклад у справу боротьби з відмиванням «брудних» грошей внесла міжрегіональна міжнародна організація Британська співдружність націй. Протягом багатьох років вона докладає великих зусиль для зміцнення міжнародного співробітництва та удосконалення кримінального законодавства, доказом чому слугують угоди, які стосуються екстрадиції, тобто видачі засуджених за кримінальні злочини та інших важливих проблем. Такі угоди укладені між більшістю країн Співдружності. Особливе значення для вирішення проблеми відмивання грошей має документ Співдружності «Порядок дій при наданні взаємної допомоги з кримінальних справ», оскільки він вплинув на формування діючого механізму співробітництва між країнами. Співдружність домоглася внесення в місцеве законодавство статей і поправок, які гарантують реалізацію заходів, спрямованих на виявлення, вилучення і конфіскацію доходів, одержуваних від усіх видів злочинів.

У боротьбі з міжнародною злочинністю в офшорних центрах посилюють свою активність і такі міжнародні організації:

➤ Азіатсько-Тихоокеанська група з протидії відмиванню грошей (APG), яка стала впливовим членом Інтерполу, ФАТФ і ООН;

➤ Карибська група з протидії відмиванню грошей (CFATF), яка не тільки сприяла впровадженню в законодавства країн Карибського регіону 40 рекомендацій ФАТФ, а й розробила свої 19 Рекомендацій із протидії відмиванню грошей;

➤ Експертний комітет, який оцінює заходи, щодо протидії відмиванню грошей (PC-R-EV Committee);

➤ Офшорна група банківських Контролерів (OGBS), яка разом з ФАТФ оцінює і контролює ефективність ухвалених «антивідмивальних» законів у країнах—членах OGBS. Основна складність роботи Групи полягає в тому, що тільки близько половини офшорних банківських центрів є членами OGBS.

Міжнародна громадськість, занепокоєна темпами зростання організованої злочинності, вимагає зробити все можливе, щоб покінчити з фінансовою міццю злочинних синдикатів чи хоча б відчутно підірвати її. Стратегія реалізації цієї мети включає три елементи. Перший — це традиційний, спрямований на підвищення дієвості вітчизняного кримінального законодавства, здатного гарантувати дотримання принципу «невідворотності покарання». Другий елемент — посилення заходів, які позбавляють злочинців плодів їхньої злочинної діяльності. Цей елемент стратегії на додаток до чисто кримінального покарання робить наголос на необхідності криміналізації явища відмивання грошей, а також створює фундамент для розшуку і конфіскації доходів, отриманих злочинним шляхом. Такі заходи, за задумом їхніх авторів, носять превентивно-наступальний характер.

Третій, вирішальний, елемент стратегії виходить з переконання, що зусилля, які починаються в масштабах однієї країни, при всій їхній значущості для подолання місцевої злочинності, виявляються безрезультатними в боротьбі з рафінованою міжнародною діяльністю «відмивателів» «брудних» грошей, що спираються на могутню підтримку «тилових підрозділів», які включають до своїх рядів висококласних фахівців і продавних урядових чиновників різних країн. Для боротьби з цим злом потрібні ефективні інструменти і механізми міжнародного співробітництва.



## ЗАПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. Що розуміють під поняттям «брудні» гроші?
2. Як здійснюється процедура відмивання «брудних» грошей?

3. Які існують стадії та способи відмивання «брудних» грошей і в чому їхня особливість?
4. Що являють собою засоби відмивання «брудних» грошей на стадіях розміщення та маскуванню?
5. Як використовуються інтеграційні технології відмивання «брудних» грошей?
6. Як збирають та оброблюють інформацію щодо розпізнавання «брудних» грошей?
7. Як готуються висновки на підставі оброблення інформації, що стала результатом розпізнавання?
8. Як здійснюється міжнародне співробітництво в боротьбі з відмиваннями «брудних» грошей?
9. У чому полягають функції та практична діяльність ФАТФ?
10. Яка роль Ради Європи в боротьбі з відмиваннями «брудних» грошей?
11. Які існують проблеми в боротьбі з відмиванням «брудних» грошей в офшорних центрах?



## МІЖНАРОДНИЙ ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

### ГЛАВА 12 СУТНІСТЬ МІЖНАРОДНОГО ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

**Ключові поняття** Міжнародний фінансовий менеджмент; транснаціональні корпорації; операції фінансового менеджменту ТНК; моделі бухгалтерського обліку; зовнішнє світогосподарське середовище; зарубіжна інвестиційна діяльність.

#### 12.1. Поняття та його основні функції про міжнародний фінансовий менеджмент

---

З'ясовуючи суть міжнародного фінансового менеджменту потрібно спиратися на знання з теорії фінансового менеджменту, набуті при вивченні попередніх курсів, виділяючи аспекти, які належать насамперед або виключно до міжнародного фінансового менеджменту.

Міжнародний менеджмент — це теорія і практика управління міжнародним бізнесом, тобто діяльністю, пов'язаною з переміщенням ресурсів (сировини, капіталу, технології, людей), товарів та послуг за межі національних кордонів.

Основними видами міжнародного бізнесу є міжнародна торгівля і зарубіжні інвестиції, насамперед прямі іноземні інвестиції (ПІІ). Одним з головних суб'єктів міжнародного бізнесу є міжнародна фірма, що виступає як частина системи глобального підприємництва, яка включає в себе поставщиків, клієнтів, конкурентів. Міжнародна фірма відрізняється від національної тим, що на її діяльність безпосередньо впливають відстані, тарифні бар'єри, валютні курси, відмінності в рівнях відсоткових ставок і темпів інфляції в різних країнах, мова, політичні проблеми і т. ін.

Ареною діяльності міжнародних фірм можуть бути науково-технічна, виробничо-інвестиційна, торговельна, валютно-фінансова та кредитна сфери. Міжнародні корпорації глобальної орієнтації звичайно охоплюють усі види і сфери діяльності.

Основною організаційною і правовою формою великої фірми є акціонерне товариство, що ґрунтується на корпоративній власності, акціонерному капіталі, котрий формується за рахунок емісії акцій. Характерною рисою акціонерної форми організації бізнесу є обмежена відповідальність та професіональне управління. Тримачі акцій особисто не несуть відповідальності за боргами корпорацій, вони можуть втратити лише свій капітал. Така правова і організаційна структура робить акціонерне товариство найбільш адекватною формою транснаціонального бізнесу. Ця форма дає змогу: 1) здійснити в широких масштабах ПІІ, створюючи філії і дочірні підприємства в багатьох країнах і регіонах світу; 2) призводить до створення фондового ринку (вторинного ринку цінних паперів), за допомогою якого відбувається переливання капіталу, перетворення фіктивного капіталу в реальні гроші; 3) створює можливість для інвестора вкласти свої гроші зразу в декілька фірм і тим самим скоротити ризик інвестування. Ця форма стала звичайною формою організації компаній, відомих як транснаціональні корпорації (ТНК), котрі займають панівне становище в міжнародному бізнесі. В практиці управління корпоративними фінансами ТНК специфіка міжнародного фінансового менеджменту та його функцій представлена в найбільш повному вигляді.

Міжнародний фінансовий менеджмент — це система прийняття економічних рішень, які виникають при реалізації завдань фінансового менеджменту в умовах інтернаціоналізації господарчої діяльності фірми, ТНК.

Міжнародний фінансовий менеджмент вирішує такі специфічні завдання:

- аналіз стану платіжного балансу країни;
- планування фінансових операцій з точки зору використання у міжнародних розрахунках різних валют;
- кредитування експортної діяльності;
- міжнародне капітальне бюджетування, мотивація проведення прямих та портфельних інвестицій;
- операції на євровалютному, єврокредитному ринках та євrorинку цінних паперів.
- Реалізація завдань фірми визначається вибором географії міжнародного ринка, для якого характерні:
  - еластичність, тобто на ринку діє достатня кількість кредитних інструментів та фінансових інститутів, що швидко відкликаються на зміни відсоткових ставок та умови кредитування;
  - акумулювання вільних фінансових ресурсів;
  - стабільність фінансових важелів та інструментів, несприйнятливність відсоткових ставок до зовнішньоекономічних процесів;

- низька вартість участі в операціях на ринку, тобто існує невелика різниця між ставкою відсотка за кредитом та відсотком за депозитом;
- легке прогнозування умов розміщення коштів на даному ринку та умов кредитування;
- порівняно легкий доступ до фінансових ресурсів ринку міжнародних облігацій.

Підприємницька стратегія ТНК будується, виходячи з її глобальної мети (місії) і має п'ять напрямів:

- 1) стратегію в галузі дослідження і розвитку;
- 2) операційну стратегію;
- 3) фінансову стратегію;
- 4) маркетингову стратегію;
- 5) стратегію людських відносин.

Згідно з цим виділяються три основні функції менеджменту: виробничий менеджмент, котрий охоплює перший, другий і п'ятий напрями, маркетинговий менеджмент та фінансовий менеджмент.

В управлінні ТНК ці функції утворюють систему, у якій всі функції — головні, рівнозначні і взаємозумовлені підсистеми (підрозділи) єдиної системи управління, котрі діють (повинні діяти) в інтересах організації в цілому. Її загальним завданням є досягнення поставленої мети якомога ефективніше і продуктивніше, ніж конкуренти.

Управління виробництвом покликане забезпечити ефективне функціонування виробничих систем для реалізації загальної мети фірми в заданих межах щодо витрат і прибутку. Виробничий менеджмент пов'язаний з функцією пропозиції.

Маркетинг безпосередньо пов'язаний з функцією попиту, що визначає зміст виробничої діяльності фірми. Його місце визначається тим, що загальна стратегія забезпечення конкурентоспроможності фірми і стратегічні рішення в галузі виробничої і фінансової діяльності приймаються тільки після ретельного аналізу і визначення потреб і самого продукту. Функцією фінансового менеджменту є взаємопов'язання попиту і пропозиції в рамках фінансів фірми. Управління щодо ефективного розподілу коштів в активах підприємства та їх збільшення є головним завданням фінансового менеджменту. В його відданні знаходяться важелі фінансового регулювання, а також фінансовий облік і контроль, який дозволяє кожну операцію в корпорації виміряти в показниках прибутку й збитків і кожному менеджеру пред'явити позов за успіх або невдачу на довіреній йому дільниці. Зв'язок фінансового менеджменту з виробничниками йде по лінії управління матеріально-технічними засобами, насамперед у частині

системи управління запасами «точно в строк», котра залежить від коливань валютного курсу, обмеження експорту, великих відстаней, відмінностей у відносних витратах на робочу силу і валюти оплати праці в різних країнах. З маркетингом фінансовий менеджмент пов'язаний по лінії фінансування міжнародної торгівлі, ціноутворення і коливань обмінних курсів.

Фінансовий менеджмент ТНК виконує як загальні для всіх фірм функції (хоча вони й мають свої особливості в рамках ТНК), так і функції, притаманні лише міжнародному менеджменту, котрі зумовлені функціонуванням у неоднорідному середовищі, в умовах валютного ризику, обмежень на міжнародну торгівлю й інвестиції, політичного ризику, особливих умов оподаткування й обліку.

Якщо фірму розглядати як сукупність капіталів, що надходять з різних джерел (від інвесторів, що вкладають свої кошти в капітал компанії, кредитів, доходів, отриманих внаслідок діяльності фірми) і спрямовуються на різні цілі (придбання основних коштів, створення товарних запасів, придбання цінних паперів, готівкові гроші тощо), то управління таким рухом капіталу і є функцією фінансового менеджменту.

Основні специфічні операції, які виконуються фінансовим менеджментом ТНК:

◆ *зарубіжна інвестиційна діяльність, що включає в себе:*

- фінансове планування, тобто процес оцінювання і вибору інвестицій довгострокового призначення, прямих іноземних інвестицій;
- управління інвестиційним ризиком;
- управління портфельними інвестиціями і визначення диверсифікації портфеля за країнами;
  - складання кошторисів міжнародних капіталовкладень з визначенням їх окупності;
  - вибір джерел та оптимального рівня фінансування;
  - визначення валюти отримання позики й виплати позики;
  - фінансування міжнародної торгівлі;
  - визначення вартості капіталу і прибутку на інвестований капітал;
  - грошові операції між філіями в різних країнах;
  - купівля-продаж іноземної валюти;
  - управління валютно-кредитним і валютно-фінансовим ризиком;
  - визначення шляхів зниження фінансового ризику ТНК;
  - питання оподаткування;
  - постійний зв'язок з ринками іноземних валют, євровалюти, єврооблігацій і т. ін.;
  - визначення дивідендної політики.

## 12.2. Специфіка зовнішнього середовища прийняття фінансових рішень

Ефективність фінансових управлінських рішень міжнародної фірми залежить від того, наскільки вона володіє знанням конкретної ситуації, тобто обставин внутрішнього і зовнішнього середовища своєї діяльності. Без знання конкретного набору чинників зовнішнього і внутрішнього середовища в даний момент і в конкретному місці не можна вибрати найбільш ефективні методи і прийоми управління організацією. Теорія менеджменту стверджує, що немає єдиного «кращого» способу управління фірмою, бо найбільш ефективним методом управління в конкретній ситуації є метод, який найбільше відповідає даній ситуації, даному стану чинників внутрішнього і зовнішнього середовища. «Закон ситуації» проголошує також, що саме ситуація найчастіше визначає, які риси і навички потрібні керівникові сфери міжнародного бізнесу. Особливе значення для міжнародного бізнесу, насамперед для транснаціональних корпорацій, має знання зовнішнього середовища, розуміння дії сил у глобальному оточенні. Це середовище являє собою складну суперечливу єдність національного простору, з його системою економічних і соціальних вимог, і численності національних господарських просторів з особливими вимогами і умовами функціонування бізнесу.

Двоїстість є специфікою зовнішнього середовища міжнародного бізнесу і головним джерелом проблем міжнародного фінансового менеджменту. Оскільки виробничі потужності ТНК розкидані по різних країнах, їхнє зовнішнє середовище характеризується підвищеною складністю, рухомістю і невизначеністю<sup>30</sup>.

З одного боку, діяльність транснаціональної корпорації регулює інтернаціональні витрати виробництва, світові ціни, валютні курси, відсоткові ставки та рух індексів цінних паперів на світовому фінансовому ринку; з іншого боку, міжнародний фінансовий менеджмент повинен ретельно і детально вивчати специфіку кожної країни-партнера і постійно погоджувати свої рішення і дії з такими особливостями іноземного середовища, як:

---

<sup>30</sup> *Складність зовнішнього середовища* — це число чинників, на які організація зобов'язана реагувати, а також варіативність кожного чинника.

*Рухомість середовища* — це швидкість, з якою відбуваються зміни в оточенні організації.

*Невизначеність зовнішнього середовища* є функцією кількості інформації, котрою володіє організація з приводу конкретного чинника, а також функцією впевненості в достовірності цієї інформації. Отримання інформації іноземною мовою посилює невизначеність.

- фрагментарність і різноманітність ринків;
- численність валют, які вирізняються стабільністю і реальною вартістю;
- відмінності в рівнях відсоткових ставок і темпів інфляції;
- відмінності в ціноутворенні і оподаткуванні;
- відмінності в рівнях заробітної плати та в обліку;
- відмінності правил і норм ведення бізнесу;
- підвищена ймовірність негативного впливу урядового втручання на рішення і ведення бізнесу;
- різноманітність фінансових кліматів, ранжированих від дуже консервативних до широкоінфляційних.

Очевидно, що фірми, які працюють у світогосподарському середовищі, повинні аналізувати стан економіки і тенденції розвитку тих країн, у яких вони ведуть або мають намір вести справи: ВВП, платіжний баланс, транспортні витрати, обмінний курс, інфляція, ставки банківського відсотка, особливості конкурентної боротьби та ін. Фірми повинні рахуватись із законами і регулюючими актами щодо таких питань як оподаткування, патенти, трудові відносини, стандарти на готову продукцію, ціноутворення, порядок надання відомостей державним установам тощо. Наприклад, ціноутворення часто регулюється за допомогою антидемпінгового кодексу ГАТТ/СОТ. Цей кодекс дозволяє країнам вводити нижні обмеження на ціни продуктів, що надходять на їхні ринки ззовні за більш низькими цінами, аніж ті, що переважають на внутрішньому ринку.

До початку виходу на ринок тієї чи іншої країни необхідно оцінювати політичні чинники, коригуючи прогнози в міру надходження нової інформації. Центральне місце в міжнародному менеджменті відводиться розумінню і такого чинника, як культура — пануюча в суспільстві система цінностей, вірувань, звичаїв і переважаючих настанов, вплив яких позначається на стилі повсякденного життя. Найчастіше міжнародний менеджмент зіштовхується зі значно більшим ступенем ризику і невизначеності на світовому ринку через те, що погано знайомий з культурою, політичною й економічною ситуацією, інституційною структурою розподільчої мережі, потенційними конкурентами та їх діями, гарантіями і законністю посередників в тій чи іншій країні. Практично встановлено і закріплено в теорії, що найбільшу помилку здійснюють ті керівники, котрі у своїй діяльності виходять з некоректної передумови про схожість фінансової практики «вдома» і за кордоном.

Фінансовий менеджер ТНК повинен адаптуватися до умов зовнішнього середовища, пам'ятати про тісний взаємозв'язок функцій фінансової діяльності та бухгалтерського обліку. Бухгалтерський облік надає фінансовому директору корпорації адекватну і своєчасну інформацію про хара-

ктер і величину активів компанії. При цьому бухгалтерський облік повинен враховувати як специфіку середовища ТНК і місцеві вимоги до звітності, так і загальноприйнятні принципи і правила бухгалтерського обліку в країні походження компанії при складанні зведених звітів.

Стандарти бухгалтерського обліку значно розрізняються за країнами. Основні причини відмінностей:

- 1) розходження в розумінні цілей, наприклад, між державами і приватними організаціями;
- 2) незбігання точок зору щодо завдань фінансових звітів у тому, що стосується відповідності правовим нормам і надання правової інформації;
- 3) відмінності щодо становища і престижу професії бухгалтера;
- 4) вплив податкового законодавства;
- 5) правові норми;
- 6) незбігання основних економічних показників;
- 7) первинність держави або приватного сектора в розробленні стандартів бухгалтерського обліку;
- 8) небажання впроваджувати прийняті у світі стандарти.

Однак інтеграція ринків капіталу вимагає згладжування відмінностей між принципами бухгалтерського обліку. Не останню роль у цьому відіграє повсюдне зростання орієнтації на інвесторів: фірми повинні надавати інформацію, що відповідає потребам інвестора, яка дає їм змогу робити порівняння при розміщенні своїх коштів. ТНК також зацікавлені в уніфікації принципів обліку як для окремих країн, так і на консолідованій основі.

Розрізняють три основні групи країн, які додержуються однотипних підходів до побудови систем обліку [35, с. 360]:

- англоамериканська модель бухгалтерського обліку (Велика Британія, США, Нідерланди, Канада, Австралія та ін.). Ця модель функціонує в умовах розвинутого фінансового ринку. Облік орієнтований на потреби інвесторів та кредиторів. Принципи та правила ведення обліку та складання фінансової звітності регулюються національними стандартами, які розробляються незалежними професійними організаціями бухгалтерів, тобто не устанавлюються національним законодавством. У країнах з таким типом ведення обліку існує багато варіантів обліку в межах професійної загальноприйнятої бухгалтерської методології;

- континентальна модель (Німеччина, Австрія, Франція, Швейцарія, Італія та ін.), яка орієнтована на державні інтереси оподаткування та макроекономічне планування ресурсів. Вона має юридичну основу, тобто бухгалтерські стандарти затверджуються законодавчо та обов'язкові для виконання. Існує єдиний план рахунків та затверджена

методологія фінансової звітності. Таким чином, для цієї моделі характерна державна методологія;

- південно-американська модель (Бразилія, Аргентина, Чілі та ін.). Вона орієнтована на податкові державні інтереси, тому бухгалтерський облік законодавчо уніфікований. Особливістю бухгалтерських стандартів є розкриття методології бухгалтерського обліку в умовах інфляції.

Слід зазначати, що такий поділ країн за моделями ведення обліку досить умовний. На регулювання обліку в тій чи іншій країні можуть впливати країни, які додержуються іншої моделі обліку, що є наслідком взаємопроникнення капіталів цих країн в економіку одна одної.

Щоб усунути перешкоди на шляху просування капіталу, ЄС уніфікував бухгалтерський облік. Міжнародний комітет зі стандартизації бухгалтерського обліку розробив стандарти (не обов'язкові до застосування), котрі багато в чому спираються на аналогічні стандарти США. Рада зі стандартизації фінансового обліку (FASB) США вказує, що фінансова звітність повинна вміщувати інформацію, яка корисна для:

- прийняття інвестиційних та кредитних рішень;
- оцінювання перспектив руху готівки;
- оцінювання ресурсів підприємств, потреб і змін у них.

Користувачами фінансової інформації є інвестори і кредитори, акціонери, представники трудящих.

Однією з труднощів бухгалтерського обліку в міжнародному бізнесі є те, що доводиться виконувати операції з багатьма валютами. Звідси випливає необхідність перераховувати з однієї валюти в іншу.

При перерахунку операцій з деномінацією в іноземній валюті всі статті спочатку записуються, виходячи з обмінного курсу на дату здійснення операції. При кожному наступному складанні балансу всі документи, що відображають потік грошової готівки і суми до отримання або виплати з деномінацією в іноземній валюті, коригуються по відношенню до цієї валюти.

У США фінансові звіти майже всіх зарубіжних американських фірм перераховуються в долари методом поточних курсів. Усі статті балансу, крім акціонерного капіталу, перераховуються в долари за поточним курсом на дату складання балансу. Всі звіти про прибутки і збитки перераховуються за середнім обмінним курсом за період, що розглядається.

Валютні прибутки і збитки від операцій в іноземній валюті вводяться в звіт про прибутки і збитки за той період, протягом якого діяли відповідні угоди. Прибутки і збитки, що випливають з перерахунку фінансових звітів методом поточних курсів, враховуються як особлива складова акці-



онерного капіталу. Прибутки і збитки, що виникають під час перерахунку часовим методом, вводяться безпосередньо у звіт про прибутки і збитки.

Якщо місцева валюта є функціональною, то використовується метод поточних курсів, тобто на дату складання балансу. Часовий метод використовується, коли функціональною є національна валюта головної компанії, в якій вона складає свої фінансові звіти. Метод поточних курсів використовується значно частіше, ніж часовий метод.

Таким чином, менеджер-міжнародник повинен брати до уваги відмінності і постійно погоджувати свої рішення і дії зі специфікою іноземного середовища.

Ми бачимо, наскільки різноманітні і складні основні чинники, що прямо чи опосередковано впливають на міжнародний бізнес. Якщо випадає з поля зору міжнародного фінансового менеджменту хоча б один з чинників, не кажучи вже про взаємодію чинників зовнішнього і внутрішнього середовища, це може більш-менш істотно вплинути на ефективність фінансової діяльності фірми. Відтак системно-ситуаційний підхід потребує від керівника необхідної адаптивної організації управління фінансами.

Процес адаптації ґрунтується на контролі, котрий дозволяє зафіксувати зміни, що сталися, виявити проблеми і скоригувати діяльність фірми до того, як ці проблеми переростуть в кризу. Завдання контролю — отримати інформацію про зміни в кон'юктурі, що відбуваються в усіх фінансових ринках, і довести її до тих осіб, які мають право здійснити необхідні коригувальні дії.

У книзі «Американський менеджмент на порозі XXI століття» Дж. Грейсон і К. О'Делл, порівнюючи американський і японський менеджмент, відзначають, що одним із джерел більш високої конкурентоспроможності японських фірм є швидке пристосування до зміни умов. Вони вважають, що однією з причин такої здібності швидко пристосовуватися до змінних умов є прагматичний підхід до життя, відсутність непорушної ідеології і непорушних принципів. Тут немає «ізмів». Мораль японців не сприймає примітивної однозначності... Буддистська філософія говорить, що немає нічого постійного, що життя складається зі змін... Здатність безперервно пристосовуватися до змін умов світового ринку, змін у технології, до різних потрясінь є величезною перевагою японців, перевагою, що поступається за своїм значенням лише освіті [15, с. 289—294].

Протягом останніх десятиліть світова фінансова сфера стрімко змінюється. Швидко розвивається ринок євровалюти, міжнародні кредитний ринок, ринок цінних паперів. Посилилася роль ТНК, диверсифікація їхньої діяльності і зростання спільних підприємств. Важливим

чинником зовнішнього середовища стала глобалізація бізнесу й фінансів, в основі якої лежить комп'ютеризація і телекомунікація, завдяки чому пришвидшилося виконання міжнародних операцій та їхній обсяг. Внаслідок цього потоки інформації і капіталу стали здійснюватися швидше, заощадження залучаються з депозитних пулів усього світу і спрямовуються позичальникам на умовах найвищого доходу і найнижчих витрат. Інвестиційні банки отримали можливість укладати угоди в облігаціях та в іноземній валюті через СВІФТ. Почав розвиватися фінансовий інжиніринг — творче застосування фінансових інновацій (технологій, інструментів) для вирішення фінансових проблем і використання фінансових можливостей.

Міжнародна фінансова інтеграція принесла позичальникам і кредиторам вигоду і збільшила валютний, відсотковий і політичний ризики. Новим явищем стали міжнародна криза заборгованості і фінансові кризи, що періодично повторюються.

Перехід промислово розвинутих країн від трудомісткого до наукомісткого виробництва, успіхи нових індустріальних країн (НІК), просування до ринкової економіки країн СНД і Східної Європи привели до зростання і зміни потоків міжнародного капіталу; перед суб'єктами міжнародного бізнесу відкрилися нові можливості і з'явилися нові проблеми.

Перед урядами, корпораціями і міжнародними фінансовими інститутами виникли нові завдання. Зростаючі потоки світового капіталу посилили фінансову конкуренцію між країнами і примусили уряди йти шляхом забезпечення сприятливого правового, економічного і соціального середовища, в яких і міжнародний, і вітчизняний бізнес могли б повноцінно функціонувати і розвиватись.

Нині перед розвинутими країнами з ринковою економікою стоять такі проблеми:

1. США. Скоротити «подвійний дефіцит» — федерального бюджету і міжнародних платежів за поточними рахунками, щоб підтримати економічне зростання без інфляції.

2. Японія. Знайти шляхи і виправити активне сальдо за поточними рахунками на позики та інвестиції в інші країни.

3. Європейське співтовариство. В країнах ЄС, за помірних темпів економічного зростання і знижуваних темпах інфляції, знизити рівень безробіття.

Країни, що розвиваються, в останні десятиліття робили великі позики. Внаслідок цього інвестування коштів у ці країни скоротилось і темпи економічного зростання різко впали. Перед країнами, що розвиваються, стоїть проблема знайти способи розрахуватися за міжнарод-

ними боргами, підтримуючи при цьому соціальну і політичну стабільність, поліпшити економічну ситуацію шляхом приватизації державних підприємств і регіональної інтеграції.

Нові індустріальні країни показали високі темпи зростання і стали відігравати роль регіональних центрів мобілізації капіталу. Перед ними стоять такі проблеми: відрегулювати активне сальдо торговельного балансу, адекватно врахувати зростаючий протекціонізм і конкуренцію з боку країн, що вступили в ранню стадію індустріалізації (Індонезія, Таїланд, Бразилія, Мексика, Аргентина).

Виробити стратегію переходу до випуску високотехнологічної продукції, що потребує висококваліфікованої праці.

Країни з перехідною економікою мають потребу в надходженні іноземного капіталу. Для цього необхідна децентралізація в регульованні економічної сфери, приватизація, податкові пільги для залучення іноземних інвестицій і використання нових технологій.

Перед транснаціональними корпораціями стоять завдання:

- максимізувати розподіл ресурсів (наприклад, японський капітал і технології й американський менеджмент і маркетинг);
- збільшити на ринках Західної Європи частку спільних підприємств;
- виробити методи використання світового ринку капіталів для зниження витрат на фінансування різних проектів і усунути можливих несприятливих коливань валютного курсу і ставки відсотка.

Центральні проблеми Міжнародного валютного фонду (МВФ):

- підтримувати життєздатність міжнародної системи платежів і стабільність на ринку іноземної валюти;
- надавати кредити країнам—членам цього фонду, розроблювати особливі заходів щодо кредитування країн з перехідною економікою.

## ЗАПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. У чому полягає суть міжнародного фінансового менеджменту?
2. Які операції виконує фінансовий менеджмент ТНК?
3. У чому полягає специфіка зовнішнього середовища міжнародного бізнесу?
4. Які особливості бухгалтерського обліку в ТНК?
5. Які існують моделі бухгалтерського обліку?

# ГЛАВА 13

## ЗАГАЛЬНІ НАПРЯМИ МІЖНАРОДНОГО ФІНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТУ

**Ключові поняття** Капітальне бюджетування; чиста поточна вартість; диверсифікація портфеля зарубіжних цінних паперів; міжнародні взаємні фонди; пасивне та активне портфельне управління; чинна капітальна політика; транснаціональне фінансування; фінансування експорту та імпорту; дивідендна політика; управління валютним ризиком; ризики, що впливають з міжнародних проблем інвестування; політичний ризик

### 13.1. Капітальне бюджетування

---

Одним з важливих напрямів діяльності міжнародного фінансового менеджменту є капітальне бюджетування (бюджетування капіталу) — процес аналізу ефективності капіталовкладень, котрий має на меті оцінювати і відбір найкращих варіантів довгострокового вкладання коштів. Фінансові ресурси, матеріальну основу яких становлять гроші, мають цінність у часі. Цінність у часі фінансових ресурсів може розглядатися в двох аспектах.

Перший аспект пов'язаний з купівельною спроможністю грошей, котра з часом може змінюватись у зв'язку з їх знеціненням внаслідок інфляції. При аналізі і прогнозі руху фінансових ресурсів фінансовий менеджер повинен враховувати цей аспект.

Другий аспект пов'язаний з обігом грошових коштів як капіталу і отриманням доходів від цього обігу. При розгляді варіантів інвестицій перевага віддається тому, за якого гроші швидше роблять нові гроші, тобто більш ефективному варіанту.

Існує ряд критеріїв оцінки ефективності інвестиційних проектів фірми. Найбільш загальноприйнятим критерієм вважається чиста поточна вартість (ЧПВ). ЧПВ — це поточна вартість грошових потоків мінус поточна вартість грошових відтоків. Іншими словами, ЧПВ — це різниця між ринковою вартістю проекту та витратами на його реалізацію. Метод ЧПВ є методом дисконтування грошових потоків з метою визначення ефективності довгострокових інвестицій (дисконтування — метод зведення майбутньої вартості грошей до їхньої вартості в поточному періоді). У випадку, якщо враховані потоки готівкових коштів перевищують вартість інвестицій, то критерій ЧПВ вказує, що проект прийнятний.

Формула для розрахунку ЧПВ така:

$$\text{ЧПВ} = -I_0 + \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+K)^i} + \frac{T_n}{(1+K)^n}, \quad (13.1)$$

де  $I_0$  — вартість первісних інвестицій;

$C_i$  — потоки готівкових коштів, пов'язані з проектом, після сплати податків у році  $i$ ;

$T_n$  — залишкова або ліквідна вартість інвестицій в році  $n$ ;

$n$  — передбачуваний строк дії проекту, або плановий період;

$K$  — вартість використовуваного для здійснення проекту капіталу.

Крім ЧПВ, під час аналізу готівкових міжнародних капіталовкладень використовується внутрішня норма прибутку ( $V_{нНП}$ ) і період окупності капіталовкладень (ПОК).

Внутрішня норма прибутку для інвестиційного проекту — це таке значення ставки дисконтування ( $r$ ), за якого поточна вартість очікуваних грошових відтоків дорівнює поточній вартості очікуваних грошових притоків, тобто таке значення  $r$ , за якого ЧПВ = 0.

Для практичного застосування розрахунок  $V_{нНП}$  виконується за формулою

$$I_0 = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+r)^i} + \frac{T_n}{(1+r)^n} \quad (13.2)$$

Значення  $r$  визначається на основі інших відомих даних формули 13.2. ПОК розраховують за формулою

$$\text{ПОК} = \frac{1}{C_i}, \quad (13.3)$$

у якій для простоти розрахунків передбачається, що щорічні потоки готівкових коштів ( $C_i$ ), пов'язані з проектом, мають рівні величини.

Наприклад, якщо початкові інвестиції становлять 1 млн дол., а щорічні потоки готівкових коштів — 300 000 дол., то період окупності капіталовкладень дорівнюватиме 3,3 року.

З цих трьох способів прийняття рішень щодо капіталовкладень найбільш прийнятними є два методи — ЧПВ і  $V_{нНП}$ .

Частиною економічного аналізу ефективності намічуваних капіталовкладень є визначення прирістного руху тієї частини грошової готівки, котра прямо пов'язана з проектом. Мають бути, наприклад, оцінені такі рухи грошової готівки:

- початкові вкладення (купівля землі, підприємства та устаткування); вкладення в діючий капітал (готівка, оборотні фонди тощо), витрати на ліцензування; організаційні витрати;
- операційний рух грошової готівки: доходи від реалізації товарів і послуг, отримані після реалізації проекту витрати на сировину, оплату праці і менеджменту;

- побічний рух грошової готівки: захисні мита на товари; адміністративні витрати; місцеві і федеральні податки на доход;
- кінцевий рух грошової готівки: вартість активів, що є на кінець часу дії (життя) проекту.

Оцінювання руху грошової готівки для довгострокових інвестиційних проектів — завдання складне. Воно потребує великого досвіду й таланту.

Капітальне бюджетування для транснаціональних корпорацій включає аналіз можливостей фірми здійснювати прямі іноземні інвестиції, оцінювання їхньої ефективності і ризикованості. Саме пряме зарубіжне інвестування визначає транснаціональну природу корпорації, є джерелом коштів для зарубіжних підрозділів ТНК.

Інвестиційна діяльність компаній за кордоном вважається прямим зарубіжним інвестуванням, якщо:

1) здійснюється контроль через володіння значною частиною акціонерного капіталу реципієнта інвестицій;

2) частина капіталу — виробництво переміщується в іншу країну (країну — реципієнт інвестицій). Відмітною рисою ПІІ порівняно з іншими формами міжнародного інвестування є наявність контролю за керівництвом об'єктом інвестування та управлінськими рішеннями.

Сучасна фінансова теорія вважає, що ТНК діють таким чином, щоб максимізувати ринкову вартість акціонерного капіталу підприємства, розподілену між його власниками. Для досягнення цієї мети пряме інвестування повинно сприяти досягненню великих обсягів продаж, збільшенню частки ринку і прибутку. Для вирішення цих завдань недостатньо підрахунку ЧПВ, ВнНП, ПОК. Фінансовий менеджер повинен володіти здатністю управління ризиком, пов'язаним з ПІІ: передбачити ризик і зіставити кінцеві результати намічуваних інвестицій з ризиком, пов'язаним з їхнім здійсненням.

## 13.2. Управління портфелем зарубіжних цінних паперів

Останнім часом зріс інтерес до міжнародних портфельних інвестицій<sup>31</sup>. ТНК збільшили випуск цінних паперів, а також цінних паперів зарубіжних філій на значній кількості національних ринків. Таке зростання зумовлене:

<sup>31</sup> За грань між прямими і портфельними інвестиціями беруть рівень володіння 10 % акцій підприємства. Володіння менше ніж 10 % акцій — портфельні інвестиції.

- прагненням поліпшити доходність іноземних інвестицій і диверсифікувати ризики;
- зростанням міжнародного ринку євровалют;
- зростанням національних грошових ринків, альтернативою яких стали акції й облигації.

Основною економічною мотивацією міжнародного інвестування є диверсифікація портфеля цінних паперів (розподіл інвестицій за різними напрямками), яка знижує ризик інвестування. Здійснення міжнародних інвестицій в акції і облигації відкриває можливості проведення ефективної диверсифікації.

Вважається, що акції належать до ризикованих, якщо норма прибутку на інвестиції сильно коливається. Обмежити розмах коливань доходності можна шляхом інвестування в акції не однієї компанії, а в акції різних компаній. При цьому втрати за одними акціями компенсуються прибутками за іншими акціями. Портфель з різними акціями забезпечує середню норму доходності за акцією, котра коливається менше. Таке скорочення ризику шляхом вибору обсягу інвестицій у різні активи називається ефектом портфеля цінних паперів.

Величину зниження ризику, котру можна очікувати в результаті дії ефекту портфеля, визначає кореляція<sup>32</sup> між доходністю акцій. Акції з високим ступенем кореляції мають схожі зміни в нормах прибутку. Відтак в цьому випадку втрати за одними акціями майже не будуть компенсовані незапланованими прибутками. Якщо акції в портфелі матимуть максимально низький ступінь кореляції одна з одною за їхньою доходністю, то зменшення ризику, пов'язане з дією портфельного ефекту, проявлятиметься щонайбільше.

Усі внутрішні ринки і ринки єврооблігацій в одній валюті показують високий ступінь кореляції. Так, для ринків урядових і євродоларових облигацій кореляція становить 0,84, а кореляція між різними валютами — здебільшого 0,5.

Оскільки кореляція між різними ринками цінних паперів досить низька, а інколи й негативна, а довгострокові відсоткові ставки практично не погоджуються в часі, іноземні зарубіжні інвестиції відкривають значні можливості для скорочення ризику.

Іноземні акції і облигації допомагають знизити ризик портфелів цінних паперів настільки, наскільки доходність іноземних акцій не ко-

---

<sup>32</sup> *Кореляція* — статистичний вимірник ступеня залежності між двома змінними. Повна позитивна кореляція означає, що збільшення на певний відсоток однієї змінної супроводжується таким самим збільшенням другої. Повна негативна кореляція існує в тому випадку, якщо збільшення однієї змінної призводить до пропорційного зниження іншої.

релюється з доходністю національних акцій і облігацій або доходністю таких у різних країнах.

Слабша корельованість доходності на ринках цінних паперів у різних країнах порівняно з кореляцією на внутрішньому ринку пояснюється такими чинниками, як відмінності в рівнях дивідендів і доходів від приросту капіталу в різних країнах, котрі, в свою чергу, залежать від технологічних, конкурентних, економічних та політичних чинників. У різних країнах неоднакові темпи інфляції, корпоративні прибуткові податки, контроль над цінами, фази ділового циклу тощо. Придбавши акції компанії різних країн, інвестори можуть схеджувати свої ризики від впливу цих чинників.

Інвестиційна політика, за допомогою якої знижується нестабільність портфеля цінних паперів внаслідок відсутності повної кореляції в їхній доходності, називається диверсифікацією. Найпростішою стратегією диверсифікації є випадковий набір якомога більшої кількості цінних паперів.

Іншою стратегією є зміна кореляції окремих акцій і вибір складу портфеля з тих із них, котрі максимально не корелюють один з одним. Цей спосіб дозволяє досягати високого рівня диверсифікації, однак здійснити його на практиці складно.

Щоб зменшити вплив на доходність несподіваних коливань валютного курсу, можна вдатися до хеджування цінних паперів на валютних форвардних і ф'ючерсних ринках. Таке хеджування дає найнижчий рівень ризику при заданому рівні хеджування.

У практиці міжнародної диверсифікації портфеля існує ряд чинників, що перешкоджають диверсифікації як засобу отримання переваг. Це зокрема:

- сегментованість ринків іноземних акцій та облігацій, що спричинюється правовими бар'єрами, які обмежують інвестиції за кордоном;
- заборона для іноземців володіти національними компаніями;
- введення податку, який урівноважує ставки відсотка;
- різниця в організації ринку, методах торгівлі цінними паперами і операціях (готівкові операції або форвардні операції);
- порядок установавання цін на акції (котирування або аукціони);
- операційні та інформаційні витрати.

Часто основною перешкодою для міжнародної диверсифікації є проблеми оподаткування.

Великі компанії можуть нести витрати, пов'язані з подоланням перешкод міжнародній диверсифікації портфеля, але в дрібніших корпораціях часто витрати за диверсифікацією перевищують вигоди. Останніми роками з'явилися нові види цінних паперів, фінансових



механізмів, завдяки яким інвестори зі скромними коштами можуть скористатись перевагами міжнародної диверсифікації. Основні з них — депозитарні розписки, зокрема американські депозитарні розписки (АДР) й міжнародні взаємні фонди (див. гл. 8).

Міжнародні взаємні фонди продають частку власності в наявних у них портфелях цінних паперів. Співвласник взаємного фонду отримує доходи з усіх цінних паперів, що містяться в портфелі фонду, пропорційно своєму вкладу в загальний портфель. Інвестори періодично вносять платежі, необхідні для функціонування фонду.

Міжнародні взаємні фонди мають такі характерні риси:

- особи, які віддають свої грошові кошти інвестиційному посереднику, самі несуть ризики, пов'язані з інвестуванням;
- управляючий фондом об'єднує кошти багатьох людей у єдиний грошовий пул і тим самим усереднює ризики для учасників колективної інвестиційної схеми;
- схеми інвестиційних фондів не передбачають заздалегідь обумовлених фіксованих виплат;
- інвестор має можливість вибрати будь-яку форму інвестування.

Головні економічні переваги міжнародних взаємних фондів:

◆ *ефективність та інформаційна прозорість*. Інвестиційний фонд пропонує такий дохід, якого не може запропонувати жоден з існуючих фінансових інститутів. Додатковий дохід одержується шляхом зниження витрат за рахунок ефекту масштаба, оскільки чим більші пакети цінних паперів, що купуються чи продаються, тим нижче вартість укладених угод. Розкриття інформації фондами сприяє підвищенню інформованості вкладників та накопиченню досвіду, необхідного для інвестування. Інвестори одержують можливість самостійно контролювати інвестиційні рішення управляючих фонду. Ціни на фондовому ринку складаються внаслідок торгів інформованих інвесторів, і тому самі ціни починають відображати всю інформацію про цінні папери. Ринок стає менш ризикованими та більш надійними, тобто ефективним;

◆ *диверсифікація*. Завдяки інвестиційним фондам вкладники отримують можливість створити диверсифікаційний портфель цінних паперів. Це знижує ризик, оскільки інвестор володіє різними акціями в різних країнах та галузях економіки. Крім того, інвестори мають можливість виходити на нові інвестиційні ринки та отримувати доходи з нових для них джерел;

◆ *професійне керування*. Професійні управляючі взаємних фондів постійно аналізують, які цінні папери купувати-продавати, ведуть активну торгівлю ними з метою збільшення доходу і тим самим вплива-

ють на ринкову активність, сприяють стабілізації ринку. Це вигідно відрізняє їх від дрібних інвесторів, небезпечних для ринку, оскільки, як правило, вони керуються чутками, непровіреною інформацією;

◆ *ліквідність*. Акції, які випускають інвестиційні фонди, вільно продаються та купуються на ринку без будь-яких обмежень. У разі виходу з фонду інвестор отримує свої гроші і дохід протягом декількох днів;

◆ *зручність*. Учасник фонду має постійне право на частку в доході фонду не залежно від строку, протягом якого він є власником акцій;

◆ *пільгове оподаткування*. У деяких країнах інвестиційні фонди звільнюються від оподаткування, застосовуються схеми податкових кредитів, податкова відстрочка (коли робітник вкладає частку своїх доходів у фонд), яка до виходу на пенсію звільняється від оподаткування, тощо;

◆ *жорсткий контроль та регулювання діяльності фондів*. Це здійснюється за допомогою державних регулювальних органів, організацій, що саморегулюються, які ставлять великі вимоги щодо стандартів роботи фондів та здійснюють функції нагляду. Взаємні фонди повинні мати ліцензії та нести відповідальність за всі свої дії [35, с. 474—477].

Міжнародне портфельне управління може здійснюватися на основі пасивного або активного підходів.

Теоретичною основою пасивного управління є гіпотеза про ринкову ефективність. Вважається, що коли вартість цінних паперів була встановлена на ринку з урахуванням усієї доступної інформації, і ринок раціонально прореагував на цю інформацію, то управління повинно орієнтуватися на ринок, тобто будуватись на основі індексного методу інвестицій. Це означає, що менеджер портфеля може інвестувати весь портфель або значну частину в ринковий індекс або в набір цінних паперів, прогнозована динаміка яких багато в чому відповідає ринковому індексу (Standard and Poor 500, Nikkei 225, Financial Times All Shore Index, індекс Доу-Джонса та ін.).

Пасивне управління розуміється як розміщення портфельних коштів на провідних 20—25 національних фондових ринках пропорційно до вагомості цих ринків у світовому ринковому індексі. Необхідна лише інформація про частки світової ринкової капіталізації в кожному компоненті індексу.

Активне управління потребує складання значної кількості прогнозів і аналізу. Необхідним є відбір фондових ринків і диверсифікація їх. Ринкам з найкращими характеристиками присвоюється найбільша вагомість у портфелі. Потім відбираються акції в конкретних секторах промисловості. Для цього потрібен значний обсяг інформаційних прогнозів.

### 13.3. Чинна капітальна політика

Чинна капітальна політика — це управління активами і пасивами міжнародної фірми на короткостроковий період, тобто управління оборотним капіталом.

Управління оборотним капіталом включає в себе управління:

- 1) грошовою готівкою;
- 2) рахунками до отримання і рахунками до сплати;
- 3) матеріально-технічними запасами;
- 4) короткостроковими запозиченнями.

Цикл руху **грошової готівки** охоплює отримання готівки від продажу продукції і оплату готівкою чинників виробництва. Управління цим рухом є одним з найважливіших аспектів чинної капітальної політики. Фінансовий менеджер ТНК повинен: 1) визначити корпоративні і місцеві потреби в готівці; 2) переконатися, що готівка спроможна гарантувати зобов'язання в твердій валюті; 3) мінімізувати «надлишок» готівки і якомога швидше й прибутковіше вкласти готівку, якщо темпи оборотності готівки і ринкова безпека порівняно низькі; 4) спрямувати зусилля на прискорення отримання готівки і на уповільнення її витрачання. Приймати рішення з цих питань міжнародному фінансовому менеджменту доводиться як у межах систем грошових платежів окремих країн, так і між цими країнами.

При цьому контроль і регулювання міжнародних грошових операцій повинні проводитися у взаємозв'язку з іншими питаннями прийняття фінансових рішень. Насамперед — з інвестиційною політикою.

Процес контролю і регулювання грошових операцій буває суперечливим. Наприклад, для того щоб бути впевненим, що в касі завжди є необхідна валюта, вимагається зводити баланс відповідних розмірів. При цьому прийняття рішення менеджером перебуває під сильним впливом його вміння або невміння пристосуватися до ризику. Так, неналаштованість до стратегічного ризику тягне за собою утримання великого залишку готівки або цінних паперів у різних валютах на випадок необхідності здійснення платежів. Це — консервативна стратегія. Вона дає впевненість, що в разі необхідності кошти справді будуть в наявності. Але ця впевненість буде досягнута за рахунок того, що менеджер зв'яже кошти, котрі можуть бути вкладені прибутково. Такий підхід виражений у тезі «низький ризик — мала оборотність».

Інша ситуація: енергійний менеджер, що здійснює контроль і регулювання грошових операцій, може мати дуже маленький залишок готівки в цінних паперах і більше коштів вкладати в справу. Це енергійний підхід, спрямований на прибуткове вкладання коштів. Але цей підхід підстерігає

декілька ризиків. Якщо зростає потреба в готівці, то менеджеру доведеться брати кредит з невідомою ставкою відсотка. Менеджер бере на себе також ризик, пов'язаний з валютним ризиком. Такий підхід може бути названий «високий ризик — велика оборотність».

Прагнення фінансового менеджера прискорити приплив готівки і уповільнити її відплив особливо небезпечно для міжнародної фірми через ризик коливань валютного курсу і високого рівня інфляції, внаслідок якої знецінюються валюти. Якщо відбувається затримка коштів, виручених від операцій, у країнах зі швидким знеціненням валют вартість цих коштів у національній валюті різко падає.

За інших умов практика енергійного менеджера з контролю і регулювання грошових операцій приводить до хороших результатів. Так, французьке туристське агентство «Хавас» стало вимагати зі споживачів передоплату задовго до початку туру і затримувати оплату своїх власних зобов'язань на місяць. Оскільки у 80-х роках відсоткові ставки були високими, то така стратегія була надзвичайно прибутковою. Так, у 1987 р. агентство близько половини загальних прибутків отримало від фінансових, а не туристських операцій.

Ефективність чинної капітальної політики міжнародних і транснаціональних фірм залежить ще від двох обставин: швидкості переведення коштів з банку в одній країні до банку в іншій країні і ступеня централізації грошових операцій. За звичайним телеграфним переказом операція займає від одного до двох робочих днів. Міжнародна міжбанківська організація з валютних та фінансових розрахунків за телексом (СВІФТ) дає змогу здійснити операцію переказу протягом хвилин.

Чинна капітальна політика ТНК, як правило, керується централізовано. Відсутність централізації призводить до надлишкових витрат і ризику. Типовим методом централізації управління, контролю й регулювання грошових операцій є використання накопичуваних рахунків.

Припустимо, що фірма здійснює свою діяльність у Чикаго, Лондоні і Мюнхені. Фінансові менеджери в кожному регіоні аналізують стан їхньої готівки на певне число. Аналіз дає такий прогноз обігу готівки, наведений у табл. 13.1 (млн дол.).

Таблиця 13.1

#### ПРОГНОЗ ОБІГУ ГОТІВКИ

Показники	Чикаго	Лондон	Мюнхен
Очікуване надходження	2,0	3,6	1,7
Очікувані витрати	2,3	3,4	1,8
Надлишок або дефіцит	-0,3	+0,2	-0,1

За централізованої системи чинної капітальної політики чіказькі і мюнхенські операції потребують позики загальним обсягом 400 000 дол. для покриття очікуваного дефіциту, а лондонські операції дадуть надлишок в 200 000 дол.

При використанні системи накопичуваного рахунка на даний день потрібна позика в розмірі 200 000 дол. Внаслідок цього, по-перше, буде зменшено витрати на відсотки за позикою, оскільки ставки, за котрими фірма може позичити гроші, вищі, аніж ставки за власними вкладками; по-друге, оскільки материнська фірма звичайно більш відома на кредитних ринках, то позики можуть бути надані за преференційними (пільговими) ставками.

За централізованої системи контролю і регулювання грошовими операціями рух готівки підпорядкований інтересам корпорації в цілому. ТНК функціонує як система джерел грошових коштів користувачів цих коштів і фінансових координаторів. Джерелами грошових коштів виступають філії, в яких обмежені інвестиційні вимоги, але великий обсяг продажів і надходжень готівкових коштів. Користувачами грошових коштів виступають філії, котрі пред'являють значні інвестиційні вимоги, але мають обмежені обсяги продаж і потоків готівкових коштів. Це, звичайно, більш «молоді» і такі, що швидко розвиваються, підрозділи. Фінансові координатори покликані оптимізувати вкладення готівкових коштів, сприяти уникненню валютних збитків, забезпечити взаємозв'язок з банками тощо.

Багато великих ТНК проводять операції з міжнародними потоками готівки через єдиний централізований депозитарій. Усі філії і відділення таких корпорацій проводять транснаціональні операції з готівкою лише через такий депозитарій. Розміщуються вони у великих міжнародних фінансових центрах (Лондоні, Нью-Йорку), а також у таких, де дозволяється проводити валютні обміни, є добрі засоби зв'язку і банківські послуги, оподаткування здійснюється за мінімальними ставками і т. ін.

Основною перевагою користування централізованим депозитарієм є можливість здійснення багатостороннього нетингу на міжнародному рівні. Нетинг — це взаємна компенсація зобов'язань і активів між підприємствами ТНК.

ТНК засновують у центральному бюро клірингові рахунки. Філія з мінусовою нетто-позицією переміщує кошти на центральний кліринговий рахунок, а керуючий кліринговим рахунком переводить потім ці кошти філіям з плюсовою нетто-позицією. Нетто-позиція відображає різницю між рахунками дебіторів і розрахунками з поставщиками і кредиторами. Керуючий кліринговим рахунком щомісячно отримує

інформацію по всіх операціях і розраховує нетто-позицію кожної філії. Потім він організує процес остаточного розрахунку.

Розглянемо на прикладі процес багатостороннього нетурування (табл. 13.2; рис. 13.1).

Таблиця 13.2

**НЕТТО-ПОЗИЦІЯ ФІЛІЙ (в дол. США)**

Країни	Рахунки дебіторів	Рахунки з постачальниками і кредиторами	Нетто-позиція
Франція	250 000	350 000	(100 000)
Німеччина	250 000	100 000	150 000
Італія	150 000	300 000	(150 000)
Велика Британія	300 000	200 000	100 000



Рис. 13.1 Централізований «нетинг» (в дол. США)

Багатосторонній нетинг дає фірмам можливість знижувати інтенсивність потоків грошової готівки, швидше й ефективніше переміщувати її, скорочувати витрати на валютну конвертацію, комісійні та збори, сплачувані за переміщення готівки, що зумовлено переміщенням більших сум і зниженням кількості операцій.

Деякі великі промислові країни, наприклад Франція та Італія, забороняють або обмежують міжнародний нетинг, щоб додатково субсидувати свої національні банківські системи за рахунок збільшення міжнародних потоків готівки, які проходять через них.

Управління оборотним капіталом включає в себе управління рахунками до отримання і рахунками до сплати<sup>33</sup>, котре зводиться до знаходження оптимального співвідношення між вартістю рахунків до сплати як фінансовою операцією для покупця і збільшенням продаж

<sup>33</sup> Рахунки до отримання — запис у балансовому звіті про активи, котрий відображає кількість грошових коштів, яку клієнти компанії винні їй. Рахунки до сплати — запис у балансовому звіті, що відображає кількість грошових коштів, котру компанія винна постачальникам товарів і послуг.

постачальником при використанні рахунків до отримання. При веденні міжнародного бізнесу управління цими рахунками утруднене через постійні зміни валютних курсів і можливості введення обмежень на грошові перекази.

У випадку невеликих або нерегулярних фінансових угод при управлінні ними використовується акредитивна система. Однак ця система досить складна й дорога. Відтак під час здійснення великих або періодично повторюваних угод, щоб уникнути ризику рахунки до отримання використовують як заставу для отримання банківських позик або продають їх, тобто здійснюють операцію факторингу. Факторинг може здійснюватися з правом регресу (відшкодування збитків фінансової організації, яка купила рахунки, компанією, яка продала їх) і без нього. Факторинг зарубіжних рахунків до отримання звичайно здійснюється без права регресу. Факторинг зарубіжних рахунків більш ризикований, ніж операція з національними рахунками, а тому фінансові інститути, що займаються факторингом, призначають на ці операції більш високий дисконт (обліковий відсоток).

Для уникнення кредитного ризику при здійсненні міжнародних торговельних угод використовується зустрічна торгівля в таких формах:

1) *бартер* — угода купівлі-продажу у формі безпосереднього обміну одного товару на інший;

2) *компенсаційні угоди*, за якими експортер засобів виробництва погоджується на компенсацію за поставлені засоби виробництва товарами, котрі будуть вироблені з їх допомогою;

3) *угода про зустрічні купівлі*, які передбачають компенсаційне погашення продукцією, не пов'язаною з поставленими засобами виробництва;

4) *заміщення* — угода, за якою передбачається, що продукція повинна складатися з використанням компонентів, виготовлених у країні придбання.

При управлінні **матеріально-технічними запасами** міжнародний фінансовий менеджмент також стикається із завданням подолання ускладнень, спричинених непередбаченими коливаннями обмінних курсів і цін, обмеженнями грошових переказів, квотами, тарифами тощо. Для контролю над цінами на сировину та її транспортування можуть бути використані ф'ючерсні контракти й опціони. Міжнародні компанії часто здійснюють попередні закупівлі і накопичення запасів. В період низького попиту фірма може збільшити запаси імпортованих готових товарів і сировини і витратити їх при підвищенні попиту на них.

Вплив обмежень на міжнародні грошові перекази, а також різниця у величині ставок податків на прибуток корпорацій у різних країнах можуть

бути усунені або пом'якшені шляхом використання трансфертних платежів, тобто оплат всередині самої корпорації між підприємствами, що входять до неї, за продукцію, котру вони постачають одне одному.

Зміни цін під час взаєморозрахунків між філіями і дочірніми компаніями тієї самої корпорації, а також підвищення ставок відрахувань цих підрозділів на утримання апарату центрального керівництва робляться для того, щоб сумарні прибутки корпорації збільшувалися.

І нарешті, корпорації багатьох промислово розвинутих країн використовують зони вільної торгівлі для накопичення запасів з тим, щоб відстрочити сплату імпортних зборів і податків і здійснити експорт їх тоді, коли ринкові умови будуть більш сприятливими.

### 13.4. Транснаціональне фінансування

Одним із завдань фінансового менеджменту ТНК є вилучення коштів для фінансування зарубіжних філій.

Фінансування ТНК залежно від мети може бути короткостроковим або довгостроковим [12, с. 749—751; 38, с. 225—335; 47, с. 384—397].

Метою короткострокового фінансування є поповнення оборотного капіталу, виконання поточних зобов'язань.

Джерела короткострокового фінансування поділяються на внутрішні та зовнішні.

Внутрішніми джерелами є нерозподілений прибуток та амортизація. Їхній перерозподіл усередині фірми здійснюється за допомогою внутрішньофірмових міжнародних позик. Таким чином, внутрішньофірмове короткострокове фінансування — це взаємонадання валютних позик різними підрозділами компанії, надання інвалютних кредитів материнською компанією дочірнім фірмам, та навпаки.

Внутрішньофірмові міжнародні позики надаються у формі:

- *прямого міжнародного фірмового кредиту*. Материнська компанія надає тимчасово вільні грошові кошти дочірній компанії і оформлює це простим векселем;

- *компенсаційного внутрішньофірмового кредиту*. Материнська компанія покладає цільові фонди на строковий депозит у міжнародний банк своєї країни, який використовує свою філію за кордоном для перекредитування отриманих коштів дочірній компанії в іншій країні;

- *паралельного внутрішньофірмового кредиту*, тобто учасники угоди надають один одному позики у валюті своєї країни на обумовлений період.



Зовнішніми джерелами короткострокового фінансування є банківське фінансування та одержання коштів за допомогою ринку цінних паперів. Банківське фінансування здійснюється в таких видах:

- *кредитна лінія*. Це кредитна умова між банком та його клієнтом, яка містить обіцянку банку щодо надання клієнту певної суми коштів до деякого ліміту протягом визначеного строку;
- *револьверний кредит*. Це кредитні лінії, які відновлюються протягом тривалого періоду, юридично формалізовані контракти;
- *строкова позика*. Це прямий, незабезпечений кредит на строк, який не перевищує 90 днів. Він оформлюється у вигляді простого векселя;
- *овердрафт*. У випадку надання овердрафту банк списує кошти з рахунка клієнта в розмірах, більших ніж залишки на його рахунку, відкриваючи таким чином кредит.

Банківське фінансування може здійснюватися в національній та іноземній валютах. Відповідно розрізняють національне, іноземне та євровалютне фінансування (єврокредити). Фінансовий менеджер вирішує, застосування якої валюти в даний момент і на даному ринку найефективніше з точки зору ризику втрат, до якого рівня валютний ризик повинен покриватися форвардними контрактами, угодами «своп» та який повинен бути оптимальний портфель інвалютних активів, тобто яку кількість коштів і в яких валютах необхідно мати компанії на даний момент.

Фінансування з використання інструментів ринку цінних паперів включає випуск комерційних паперів, які являють собою прості векселі компанії. Прості векселі, які емітуються компанією, є незабезпеченими, перебувають в обігу 30—90 днів, їхній номінал становить величину від 100 тис. дол. до 1 млн дол. США. Розрізняють іноземні, євровалютні комерційні цінні папери та євроноти (короткострокові цінні папери, випущені та гарантовані банком).

Перевагою комерційних паперів є те, що відсоткова ставка за ними, як правило, нижча ставки за першокласними кредитами.

Метою довгострокового кредитування є одержання грошових коштів для фінансування довгострокових інвестиційних та інших проєктів фірми, формування доходного довгострокового портфеля цінних паперів, що призводить до зростання ринкової вартості компанії, збільшення акціонерного капіталу.

За джерелами довгострокове фінансування поділяється на внутрішнє та зовнішнє.

Внутрішні джерела фінансування компанії — це накопичені чисті грошові потоки, які виникають при здійсненні міжнародних операцій. Їхнього основою є нерозподілений прибуток та накопичена амортизація:

Чисті грошові потоки компанії (NCF) розраховують за формулою:

$$NCF = NP - DIV + A_m, \quad (13.4)$$

де  $NP$  — чистий прибуток компанії;

$DIV$  — виплачені дивіденди;

$A_m$  — амортизація;

$$NP = TR - OC - IP - T, \quad (13.5)$$

де  $TR$  — загальна грошова виручка від операцій;

$OC$  — операційні витрати;

$IP$  — відсоткові платежі;

$T$  — податки.

Основні джерела зовнішнього довгострокового фінансування:

- банківське фінансування у вигляді банківського кредиту та у формі покупки банками довгострокових цінних паперів компанії, які не надходять у відкритий продаж, а розміщуються в приватному порядку серед великих інвесторів. Банківське кредитування виступає, як правило, у вигляді синдікованих єврокредитів, але роль цього джерела фінансування знижується через більшу привабливість фінансування за допомогою цінних паперів;

- залучення коштів за рахунок емісії акцій та облігацій. Небанківське фінансування передбачає використання іноземних облігацій, єврооблігацій та євроакцій.

Вирішуючи завдання довгострокового фінансування ТНК, фінансовий менеджер повинен з'ясувати:

- який вид фінансування найкращий для компанії: фінансування інвестицій у сильній валюті за низькими відсотковими ставками чи в слабкій валюті, але з високою відсотковою ставкою;

- як можна акумулювати кредити, які одержуються в різних валютах, таким чином, щоб зменшити або виключити валютний ризик;

- до якого рівня багатовалютний кредит ефективно піддається ризик-менеджменту.

Таким чином, завдання міжнародного фінансового менеджера щодо питань довгострокового фінансування зводиться до мінімізації відсоткових ставок з урахуванням конкретного рівня ризику.

На вибір джерела фінансування ТНК впливають такі чинники:

- потреба в збереженні або посиленні контролю за дочірньою компанію;

- потреба в отриманні від філій регулярних припливів фінансових коштів;

- вибір об'єктів фінансування (основний або оборотний капітал);

- прагнення мінімізувати суми всіх податків, сплачуваних у світовому масштабі;
- розвиток ділового співробітництва з національними й міжнародними фінансовими установами;
- зміна відсоткових ставок валютних курсів та інших витрат фінансування, котрі ТНК може розглядати як джерела фінансування;
- прагнення мінімізувати валютні, фінансові та політичні ризики.

### 13.5. Фінансування міжнародної торгівлі

Міжнародні фінансові відносини з торговельних операцій складніші, аніж внутрішньонаціональні, і відрізняються в частині використання коштів і документів.

Коли експортер продає товари іноземному партнеру, якому надано комерційний кредит, тобто відстрочку платежів, то він може зазнавати нестачу готівки. Це пов'язано з тим, що експортер витратив власні кошти на виготовлення та доставку товару, але ще нічого не отримав узамін.

Фінансування експорту — це різні способи отримання експортером фінансових коштів від різних фінансових установ до одержання платежу від імпортера.

У разі фінансування експорту використовуються всі форми кредитів, як і при внутрішній торгівлі, а також інші форми фінансування, які пов'язані з наданими імпортеру умовами платежу [20, с. 537—574; 46, с. 527]. Таким чином, до форм фінансування експорту належать:

- кредитне фінансування, яке включає грошовий кредит (коротко- та довгостроковий) та відкриття кредитної лінії (гарантії, акцептний кредит);

- передавання вимог (форфейтинг та факторинг).

Фінансування експорту може бути:

- ◆ короткостроковим (фінансування оборотного капіталу);
- ◆ середньостроковим;
- ◆ довгостроковим.

Фінансування може бути одержано звичайними (традиційними) методами банківського фінансування або нетрадиційними.

При короткостроковому фінансуванні експорту, традиційними методами є:

- *незабезпечений овердрафт у національній або в іноземній валюті*. Імовірність кредитування в національній валюті збільшується, як-

що експортер має поліс по страхуванню експортного кредиту для зменшення ризику втрат у випадку відмови імпортера від платежу;

- *аванси під інкасо*. Банк надає їх експортереві, коли останній просить банк провести інкасо від його імені. Розмір авансу визначається в кожному конкретному випадку залежно від величини кредитного ризику. Як правило, він становить 80—85 % суми тратти;

- *облік або купівля векселів (чеків) банком*. Таке фінансування оборотного капіталу здійснюється у випадку, якщо експортер продає свої товари на умовах відкритого рахунку, інкасо або документарного акредитиву з акцептом тратт. Клієнт негайно одержує кредит за свої експортні борги, однак повинен надати в банк заставний лист, у якому він заставляє банку всі векселі в якості забезпечення;

- *акцептні кредитні лінії*. Це угода, згідно з якою банк згоден акцептувати векселі, які виписані експортером, під забезпечення у вигляді торгового векселя. Строк оплати торгового векселя повинен бути ранішим або збігатися зі строком погашення позичкового векселя, який акцептований банком. Перевагами акцептних кредитів є те, що облік векселів здійснюється за більш низькою обліковою ставкою, ніж ставка для обліку торгових векселів. Тому акцептні кредитні лінії є дешевими джерелами короткострокового фінансування. Недоліком цього методу фінансування є значна сума акцептного кредиту — не менше 1 млн дол., а також право регресу до експортера з боку банку;

- *аванси покупця*. Імпортер погоджується сплатити частку вартості товару (іноді 100 %) до його фактичної доставки. Авансові платежі, як правило, становлять 10—30 % суми контракту.

Аванс сплачується протягом відповідного строку з дати підписання контракту (наприклад, 30—90 днів). У контракті також обумовлюється, через який проміжок часу після сплати авансу буде здійснено поставку товару. Як правило, аванс реалізується через банківський переказ (можуть використовуватися інші інструменти, наприклад чеки).

Аванс погашається шляхом заліку при поставці товару, що фіксується в контракті. Для імпортера вигідний такий спосіб погашення авансу, який зводить до мінімуму реальний строк авансування ним експортера, а для експортера — при якому аванс погашається при розрахунках за останнє відвантаження товару, бо цей засіб забезпечує більш тривале користування авансом і повністю страхує від можливих втрат у разі відмови імпортера від наступних партій товару.

За отримання авансу можуть нараховуватися відсотки на користь імпортера для переказування авансу до дати фактичної поставки товару.

Якщо застосовується авансовий платіж, то імпортер, як правило, вимагає виставлення на себе гарантії банку експортера: гарантії пове-

рнення авансу або гарантії необхідного виконання контракту. Замість гарантії до контракту може вноситься застереження, що у випадку невиконання експортером умов договору аванс повертається імпортереві в повній сумі.

Переваги авансової форми фінансування:

- експортер захищений від ризику того, що іноземний покупець відмовиться або буде неспроможний заплатити за товар, який йому вже відвантажили;

- експортер отримує у своє розпорядження вільні кошти, які він може використати на закупівлю сировини, виплату заробітної плати, технічне оснащення підприємства тощо;

- експортер звільняється від необхідності звертатися до банку за кредитом зі сплатою відсотків та інших витрат за користування ними;

- у разі відмови прийняти замовлений товар експортер має право отриманий аванс використати на відшкодування збитків.

Недоліки цієї форми фінансування стосуються більше імпортерів:

- ◆ ризик того, що експортер не доставить товару чи доставить його несвоєчасно й зовсім іншої якості чи специфікації;

- ◆ недотримання асортименту товару, що поставляється, а також умов пакування, що може призвести до визначення товару некондиційним;

- ◆ ризик втратити аванс;

- ◆ імпортер кредитує поставку на відповідний період, до того як він фізично отримує товар у своє розпорядження.

Нетрадиційними методами короткострокового фінансування є експортний факторинг, кредити експортних посередників, фінансування через комісійні фірми.

У разі середньострокового фінансування експорту застосовуються банківські позики в національній та іноземній валюті, кредити, які гарантуються спеціальною державною установою. До нетрадиційних методів фінансування відносять форфейтинг, лізинг, зустрічну торгівлю, операції міжнародних кредитних союзів (див. гл. 7).

Основними видами зустрічної торгівлі є бартер, прості та складні компенсаційні угоди.

Бартерна (товарообмінна) угода — це один з видів експортно-імпортних операцій, оформлених бартерним договором або договором зі змішаною формою оплати, яким оплата експортних (імпортних) поставок частково передбачена в натуральній формі, між контрагентами, що передбачає збалансований за вартістю обмін товарами, роботами, послугами в будь-якому поєднанні, не опосередкований рухом коштів у готівковій чи безготівковій формі.

Головна особливість бартерної операції полягає в тому, що безвалютний товарообмін здійснюється на основі рівності вартостей обмінюваних товарів за світовими цінами. Якщо укладаються прості компенсаційні угоди, то експортер поставляє виробниче устаткування на умовах комерційного кредиту, а імпортер після його встановлення і пуску в експлуатацію погашає, компенсує його вартість і вартість кредиту постачанням продукції, виготовленої на цьому устаткуванні, поступово, як з розстрочкою платежу.

Постачання компенсувальної продукції здійснюється щораз за поточними цінами відповідно до кон'юнктури. Недолік цього способу — багаторазове узгодження цін і труднощі з визначенням терміну закінчення компенсації.

Прості компенсаційні угоди, як правило, укладають на суми, що не перевищують 20 млн дол. і на термін не більше ніж 3 роки. При цьому ціни на компенсувальну продукцію встановлюються тверді і фіксуються щорічно.

Складні компенсаційні угоди являють собою довгострокові (на 5—10 років) компенсаційні великомасштабні операції (100 млн дол. і більше). Особливістю таких угод є те, що експортер не зацікавлений сам використовувати компенсувальну продукцію у таких великих обсягах. Найчастіше він відмовляється від неї на користь третьої сторони, яка в міру реалізації продукції компенсує експортерові вартість устаткування і кредит.

Таким чином, складна компенсаційна угода тристороння.

Для виконання таких угод укладають контракти на постачання конкретного устаткування і на постачання компенсувальної продукції третій стороні, яка володіє ринком збуту, а між експортером устаткування і третьою стороною укладається договір про умови погашення суми устаткування і вартості кредиту в міру реалізації компенсувальної продукції.

Міжнародний кредитний союз — це асоціація фінансових компаній або банків у різних країнах, які укладають взаємні угоди щодо надання фінансування з частковими платежами. Якщо іноземний покупець бажає оплатити товари, що імпортуються, частковими платежами, то експортерами може звернутися до члена кредитного союзу в своїй країні, і той дасть розпорядження про надання фінансування через члена кредитного союзу в країні імпортера. Експортер одержить негайну оплату без регресу до нього. Імпортер одержить фінансування частковими платежами.

Довгострокове фінансування експорту передбачає випуск єврооблігацій, кредит покупцеві, проектне фінансування.

Кредити покупцю здійснюються банком, який обслуговує експортера. Він надається банком країни-продавця безпосередньо покупцеві або його банку на суму укладеного контракту. Формами такого кредиту є кредити за окремими контрактами на постачання машин, обладнання; кредитні лінії; кредити на споруду цілих об'єктів з постачанням обладнання та наданням будівельних, монтажних послуг. Договірні відносини між учасниками угоди, яка ґрунтується на кредиті покупцю, оформлюється такими угодами: контрактом між експортером та імпортером; кредитною угодою між банком, який надає кредит, та позичальником (банком імпортера); гарантією, яка надається страховою установою банку, що кредитує. Такий кредит становить 80—85 % контрактної ціни.

Під проектним фінансуванням розуміють усі види великих довгострокових кредитів на реалізацію великого проекту в галузі будівництва, добування сировини, розвитку інфраструктури або комунікації.

Нетрадиційним методом довгострокового фінансування є випуск акцій.

Більша частина продаж здійснюється з використанням платежів на відкритий рахунок.

Платіж на відкритий рахунок передбачає ведення партнерами один для одного відкритих рахунків, на яких обліковуються суми поточної заборгованості.

У разі використання цієї форми здійснюються такі кроки:

- відвантаження експортером товару на відправлення документів на адресу імпортера;
- занесення експортером суми вартості вантажу на дебет відкритого на покупця рахунка;
- імпортер здійснює аналогічний запис у кредит рахунка імпортера;
- після оплати товару експортер та імпортер роблять компенсуючі проведення.

Особливості цієї форми розрахунків:

- ◆ форма розрахунків передбачає ведення контрагентами великого обсягу роботи з обліку продажу;
- ◆ товаророзпорядчі документи надходять до імпортера прямо, минаючи банк;
- ◆ весь контроль за своєчасністю платежів покладається на плечі учасників угоди, передусім експортера;
- ◆ рух товарів випереджає рух валютних коштів;
- ◆ така форма розрахунків найдешевша і порівняно проста у виконанні.

Для експортера платіж на відкритий рахунок є найризикованішою операцією, тому бо в нього немає ніяких гарантій, що імпортер урегулює свою заборгованість в обумовлений строк. Після того як усі права

на товар перейшли до імпортера, експортеру залишається тільки покладатися на платоспроможність та порядність покупця. Для досягнення більшої надійності платежу експортери наполягають на виставленні на свою користь платіжні гарантії.

Ця форма розрахунків найвигідніша для імпортера, оскільки він здійснює оплату лише при отриманні товару. Таким чином, немає ризику непоставки товару.

Розрахунки за допомогою відкритого рахунка використовуються, якщо між покупцем і продавцем існують надійні, стійкі та довгострокові ділові стосунки, а також якщо торгівля між країнами порівняно вільна від державних обмежень і міжнародного регламентування.

Платіж на відкритий рахунок посідає значне місце в торгівлі багатьох країн світу. Так, у країнах Західної Європи до 60 % усіх платежів здійснюється за цією формою. Це пов'язано з тим, що на світовому ринку з'явився надлишок товарів, і продавець повинен впроваджувати все більше пільгових умов продажу. Крім того, в торговельній практиці низки країн (наприклад у Великій Британії) розрахунки в такій формі асоціюються з розстрочкою платежу (продажем у кредит).

Фінансування імпорту — це різні способи одержання позики імпортером від фінансових установ для виконання платежу експортерів у випадку, коли у нього (покупця) виникає проблема з нестачею готівкових коштів.

Джерела фінансування для імпортерів в основному аналогічні джерелам фінансування для експортерів, а способи фінансування включають:

- банківський овердрафт у національній чи іноземній валюті;
- позику в національній чи іноземній валюті;
- торгівлю за відкритим рахунком;
- фінансування за посередництвом комісійної фірми;
- розрахунки за допомогою акцептного акредитива та акредитива з розстрочкою платежу;
- лізинг;
- форфейтинг;
- фінансування кредиту покупцеві, гарантоване державною установою;
- зустрічна торгівля;
- банківський акцепт (аналог позичковому фінансуванню для експортерів);
- банківська позика під продукцію, яка погашається з грошових надходжень від продажу імпортером експортних товарів.

Вибираючи конкретну форму фінансування торговельних операцій, фінансовий менеджер-міжнародник має всебічно проаналізувати



ряд ризиків: географічний, валютний, інфляційний і відсотковий, ринковий, платіжний, політичний.

Для зниження ризиків, пов'язаних із здійсненням експортно-імпортерних операцій, як правило, використовується:

◆ акредитив, який є зобов'язанням банку заплатити за товари, поставлені імпортеру. Комерційний акредитив виписується банком від імені імпортера.

Фірма-покупець звертається до свого банку за акредитивом, що є умовним грошовим зобов'язанням банку, яке він видає за дорученням покупця на користь продавця, за котрим банк, що відкрив рахунок (банк-емітент), може виконати платіж продавцеві або надати повноваження іншому банку виконати такі платежі за наявності документів, передбачених в акредитиві (звичайно це докази, що товари відповідають відвантаженим і відповідно застраховані). Банк видає акредитив лише в тому випадку, якщо він після аналізу переконається в платоспроможності покупця. Кредитний ризик передається банку, що видає акредитив. По суті, банк заміщує своїм кредитом кредит імпортера. Якщо фірма-продавець продовжує сумніватися, оскільки їй невідома кредитоспроможність банку-покупця, то вона повинна поставити вимогу, щоб акредитив був підтверджений її «власним» банком. Якщо акредитив буде підтверджено, то послідовність виконання вимог щодо оплати товару буде така: фірма-продавець звернеться до «свого» банку, котрий звернеться до банку «покупця», а останній — до фірми-покупця. Акредитив майже повністю усуває ризик експортера під час продажу товарів незнайомому імпортеру іншої країни;

- банківська гарантія — обіцянка банку сплатити за першою вимогою експортера, якщо він заявить, що строк погашення заборгованості настав, а імпортер не здійснив оплати;
- гарантії та поручительства уряду;
- страховки спеціальних страхових установ;
- валютні форвардні контракти, опціони, кредити в іноземній валюті для страхування валютного ризику тощо.

### 13.6. Дивідендна політика корпорації

Дивідендна політика корпорації прямо пов'язана, з одного боку, з політикою фінансування її діяльності, а з другого — з оцінкою акціонерами діяльності фірми з тим, щоб визначити, як дивідендні виплати впливають на добробут акціонерів і на вартість фірми.

Одним із джерел фінансування корпорації є рефінансований прибуток. Оскільки відсоток прибутку, виплачуваний акціонерам готівкою у вигляді дивіденду (показник дивідендного виходу), зменшує обсяг рефінансованого прибутку, вирішення про виплату дивідендів є в той же час рішенням про фінансування. Рефінансування прибутку визначає можливість розподілу прибутку (за величиною і за строками) між акціонерами у формі дивідендів.

Як же можуть бути погоджені інвестиційні рішення з рішеннями про виплату дивідендів в інтересах акціонерів і зміцнення становища фірми на фінансових ринках?

Існує дві точки зору з приводу дивідендної політики корпорації: 1) пасивна роль дивідендної політики в забезпеченні добробуту акціонерів і впливу на вартість фірми; 2) активна роль дивідендної політики.

При пасивній ролі дивідендів, показник дивідендного виходу не впливає на добробут акціонерів і вартість фірми. Якщо дивідендна політика розглядається тільки як рішення про фінансування, то виплати дивідендів відводиться місце пасивного залишку. Величина дивідендного виходу змінюватиметься від періоду до періоду відповідно з коливанням кількості прийнятних, з точки зору фірми, інвестиційних проектів. Якщо у фірми буде багато можливостей для інвестування, то дивідендний вихід, можливо, дорівнюватиме 0. І навпаки, якщо фірма не має можливостей для вигідного вкладення коштів, то дивідендний вихід може дорівнювати 100 %. Таким чином, значення дивідендного виходу залежить від сприятливих можливостей для інвестування коштів і може коливатись в межах 0—100 %.

Згідно з першою точкою зору, інвестори самі своїми діями самостійно приймають рішення про свої дивіденди. Ці рішення є досконалими заміниками корпоративних дивідендів, тобто дивідендні виплати можуть компенсуватися іншими засобами фінансування. Якщо виплачені дивіденди будуть нижчі від очікуваних, то акціонери можуть продати частину своїх акцій, щоб отримати бажану кількість коштів. Якщо дивіденди перебільшили очікування, то інвестори можуть витратити їх на купівлю нових акцій компанії. Таким чином, інвестори можуть регулювати свій дохід незалежно від дивідендної політики корпорації.

Згідно з іншою точкою зору, дивіденди відіграють активну роль. Інвесторам може бути неоднаково, одержать вони свій дохід у формі дивідендів, чи в формі продажу акцій. Для них дивіденди є основним критерієм оцінювання акцій. Оскільки дивіденди належать до різновидності поточного доходу, а перспектива одержання інших доходів з капіталу відсутня на майбутнє, тому виплата дивідендів компанією дає інвесто-

рам відчуття визначеності. За інших однакових обставин вони готові заплатити вищу ціну за акції, що дають право на отримання поточного дивіденду. Практика дає достатню кількість прикладів того, що інвестори вважають за краще не приймати рішення про дивіденди самостійно, а отримати реальний дохід безпосередньо від компанії.

Активна роль дивідендів проявляється і в тому, що в умовах недовисконалості ринку фінансової інформації фірми використовують підвищення дивідендів з тим, щоб повідомити як про очікувані зміни в тенденціях зростання рентабельності, так і про те, що вартість акцій не відображає належною мірою стану справ і перспектив розвитку фірми. Відповідно і вартість акцій може реагувати на цю зміну дивідендів і зрости.

Для того щоб виплата більш високих дивідендів, ніж це продиктовано обсягом коштів, які залишаються після фінансування прибуткових інвестиційних проєктів, була виправдана, необхідно, щоб інвестори віддавали перевагу дивідендам.

Розробляючи дивідендну політику, корпорація бере до уваги багато різних критеріїв і аналізує ряд чинників, від яких залежить успіх дивідендної політики. Насамперед фінансовий менеджер повинен оцінити фінансові потреби фірми і джерела коштів, проаналізувати чинники, які впливають на стан грошових залишків компанії: можливість довгострокових інвестицій, збільшення запасів і обсягу дебіторської заборгованості тощо. Він повинен включити в аналіз прогнозування можливого ризику і перспектив розвитку фірми на розумну кількість років і, виходячи з цього, визначити здатність фірми підтримувати стабільний рівень дивідендів і можливість регулярної їх виплати.

Рішення про виплату дивідендів залежить від стану ліквідності компанії і передбачуваного її використання. Чим більша ліквідність фірми, тим вища її здатність виплачувати дивіденди. Якщо запас ліквідності недостатній для виплати дивідендів на очікуваному рівні, то фірма повинна знайти можливість отримати позикові кошти: одержати кредит або вийти на ринок капіталу з пакетом своїх облігацій. Чим більше у фірмі можливостей залучити позикові кошти, тим ширші її можливості щодо виплати дивідендів і менше занепокоєння про вплив, котрий справляє виплата готівкою дивідендів на ліквідність фірми.

Проводячи дивідендну політику, компанія використовує інформаційний ефект дивідендних виплат, вирішуючи питання про те, яку саме інформацію про існуючі дивіденди і про їхні зміни вона хотіла б розповсюдити.

Рішення щодо дивідендів не завжди можуть бути достатньо обгрунтовані, але багато керівників корпорацій вважають, що дивідендні

виплати впливають на вартість акцій, і будують свою діяльність, надаючи великого значення питанням, пов'язаним з виплатою дивідендів. Фірма, погоджуючи інтереси нагромадження з виплатою дивідендів в умовах обмеженості коштів, може виплатити дивіденди, а на цілі накопичення випустити нові акції. Такий варіант дивідендної політики застосовується досить часто. Однак при цьому фінансовий менеджер повинен стежити за тим, щоб випуск нових акцій як джерело дивідендних виплат не призвів до розмивання контрольного пакету акцій. Це з одного боку. З іншого боку, він повинен мати на увазі можливість перетягування акціонерів конкуруючими фірмами, якщо дивідендний вихід буде зменшено.

Крім відсоткового показника дивідендного виходу, інвесторів цікавить стабільність дивідендів не лише тому, що вони одержують стабільний доход, а й тому, що, за однакових інших умов, ціна акцій буде вищою, якщо вона забезпечує одержання стабільного поточного дивіденду протягом деякого періоду. Підтримуючи стабільність виплати дивідендів, фірма може впливати на позитивне відношення фондового ринку до її акцій.

Одним з варіантів дивідендної політики може бути виплата дивідендів новими акціями, тобто шляхом передачі акціонерам акцій додаткової емісії. Компанія може вдатися до використання такого варіанта у випадку, якщо вона хоче заощадити гроші, що є в її розпорядженні.

Фірма може збільшити реальний рівень дивідендних виплат акціонерам і залучити нових інвесторів шляхом роздрібнення акцій. Наприклад, компанія може провести роздрібнення акцій у відношенні 2 : 1 і встановити відсоткову ставку на рівні 1,20 дол. на одну акцію. До роздрібнення акціонер, що володіє 100 акціями компанії, за дивідендної ставки 2 дол. на акцію отримав 200 дол. за рік. Після роздрібнення цей же акціонер став власником 200 акцій, і його дивіденди становили 240 дол. за рік.

Оголошення про виплату дивідендів акціями або роздрібнення акцій має інформаційний ефект, котрий полягає в тому, що формується думка про сприятливі прогнози керівництва фірми стосовно стану справ у майбутньому і тягне за собою найчастіше підвищення вартості акцій компаній, які оголосили про виплату дивідендів акціями або роздрібнення акцій. Але тривалість такого ефекту врешті-решт залежить від реального збільшення прибутку фірми.

Ще одним з елементів дивідендної політики фірми є викуп акцій на вторинному ринку з метою вилучити їх з обігу. Звичайно викуп акцій є сигналом для ринку про низьку оцінку акцій фірми, що спонукає ринок до переоцінювання їхньої вартості. Викуп акцій як один з елемен-

тів дивідендної політики особливо зручний у ситуації, коли фірма має значний обсяг коштів, який необхідно розмістити.

### 13.7. Управління ризиком

---

#### Управління валютним ризиком

Валютний ризик — це можливість фінансових втрат під час здійснення тих чи інших міжнародних економічних операцій у зв'язку зі зміною ринкових умов і, відповідно, з коливанням ринкових валютних курсів.

Об'єктивною основою валютного ризику є те, що в довгостроковому плані валютні курси залежать від економічного становища різних країн, а в короткостроковому — від рішень державних органів з економічних питань, спекулятивних операцій, чуток і очікувань, політичних подій і, нарешті, від неправильних рішень дилерів.

Операції міжнародного фінансового менеджменту з фінансування міжнародної торгівлі, довгострокового інвестування, поточної капітальної політики, формування пакета цінних паперів, купівлі-продажу іноземної валюти пов'язані з валютним ризиком, що викликається необхідністю конвертації валют і коливанням валютного курсу. Так, експортери потерпають від збитків при зниженні курсу ціни по відношенню до валюти платежу, оскільки вони отримують меншу реальну вартість у порівнянні з контрактною. Для імпортера ризику виникають, якщо підвищується курс валюти по відношенню до валюти платежу.

Для банку, котрий купує одну валюту і продає іншу, можливість ризику залежить від його валютної позиції, тобто від співвідношення вимог і зобов'язань банку в іноземній валюті. Якщо вимоги і зобов'язання щодо конкретної валюти рівні, то валютна позиція вважається закритою, а при неспівпаданні — відкритою. Відкрита валютна позиція може бути короткою, якщо пасиви і зобов'язання по проданій валюті перевищують активи і вимоги до неї, і довгою, якщо активи і вимоги по купленій валюті перевищують пасиви і зобов'язання. Відкрита позиція, як довга, так і коротка, завжди пов'язана з ризиком втрат, якщо до моменту купівлі раніше проданої валюти і продажу раніше купленої курс цих валют зміниться в несприятливому для банку напрямі.

Міжнародний фінансовий менеджмент відрізняється від внутрішньонаціонального тим, що порівняльні вартісні показники ефективно-

сті виробництва залежать від курсу валют, найважливіші рішення про стратегію міжнародної корпорації, насамперед про напрями й розміри інвестицій, приймаються за ретельного вивчення прогнозів валютних курсів. Постійне коригування планів відбувається з урахуванням змінних кон'юнктурних умов, у тому числі валютних. Відтак у центрі уваги міжнародного фінансового менеджменту знаходиться аналіз і контроль валютного ризику.

Коливання валютних курсів для фірм, що здійснюють міжнародну діяльність, є одним з найбільш істотних видів ризику. Хоча валютні курси — це чинник зовнішнього середовища, над яким фінансовий менеджер не владний, проте ефективний фінансовий менеджмент вимагає, щоб менеджер аналізував ризики, пов'язані з коливаннями валютних курсів і, якщо можливо, контролював їх.

Основними елементами оцінювання валютного ризику є визначення виду іноземної валюти, за якою проводяться розрахунки; суми валют; тривалість періоду дії валютного ризику; види валютних розрахунків.

Управління валютним ризиком передбачає проведення його детального аналізу, оцінювання можливих наслідків та вибір методів страхування. Фінансовий менеджер повинен використовувати усі можливі засоби уникнення ризику та контролювання його; вживати заходів щодо мінімізації сум імовірних збитків, якщо немає можливості уникнути його повністю; страхувати валютний ризик у разі неможливості його уникнення.

Для вираження можливості впливу змін валютного курсу на діяльність фірми застосовується термін «іноземна валютна незахищеність». За характером впливу та місцем виникнення розрізняють три первинних типи іноземної валютної незахищеності (або три типи валютних ризиків):

- перерахована незахищеність (перерахункові, або бухгалтерські, ризики);
- операційна (пов'язана з веденням справи) незахищеність (операційні ризики);
- економічна незахищеність (економічні ризики).

**Перерахований валютний ризик** належить до операції переведення фінансових звітів компанії з однієї валюти в іншу. Зміна вартості валют впливає на фінансові звіти фірми, котрі відображають її фінансовий стан. Перенесена незахищеність виникає у зв'язку з тим, що міжнародні і транснаціональні фірми повинні періодично (не менше одного разу на рік) об'єднувати фінансові звіти своїх філій, розташованих у різних країнах, в єдину групу звітів в національній валюті. Те-

рмін «перерахування» використовується для конвертації замовлених вартостей в одній валюті в іншу.

Наприклад, американська фірма, яка володіє філією в Англії, повинна переводити звіт про доходи філії і балансний звіт, складені в фунтах стерлінгів, — у долари, а потім об'єднати їх із фінансовими звітами про діяльність у США. Для ілюстрації перенесеної незахищеності припустимо, що фірма, яка має мережу готелів американського походження в різних країнах, вирішила розширити свої зарубіжні операції шляхом купівлі лондонського готелю. Купівля відбулася на початку року за ціною в 3,0 млн ф. ст. За чинним валютним курсом 1,5 дол. за 1 фунт, інвестиції фірми становили 4,5 млн дол. На кінець року фірма повинна об'єднати всі фінансові звіти в національній валюті (дол.). Однак за цей час долар піднявся до 1,3 за 1 фунт. Внаслідок цього узагальнений (вільний) балансний звіт покаже ціну готелю в 3,9 млн дол. (3 ф. ст.  $\times$  1,3). Падіння вартості фунта стерлінгів щодо долара виразиться в перенесеній втраті 600 000 дол.

Однак ця втрата є лише на папері, реального відпливу готівки не станеться. Готель може навіть зрости в ціні за ринковою вартістю. Проте фінансові звіти покажуть збиток як результат підвищення курсу долара. А дані фінансового звіту цікавлять акціонерів, кредиторів та інвестиційних банкірів. Вони відіграють важливу роль у взаємовідносинах фірми з цими суб'єктами фінансових відносин. Крім того, управлінська оцінка і винагорода працівників часто ґрунтується на даних фінансового звіту. Відтак фінансові менеджери приділяють велику увагу дестабілізуючому впливу змін вартості валют на фінансові звіти і вживають заходів для контролю над перенесеною незахищеністю. Одним з таких заходів є страхування балансного звіту, тобто використання методу зустрічних валютних потоків, сутність якого полягає в тому, щоб валютні зобов'язання або вимоги компанії були покриті. Для будь-якого грошового потоку повинен існувати зустрічний потік у тій самій валюті, який буде закривати відкриту позицію компанії. Наприклад, фірма, купивши лондонський готель, одночасно позичає у британського банку 3 млн ф. ст. Ця операція створює фунтовий пасив, який дорівнює за вартістю фунтовому активу. В результаті страхування балансного звіту на кінець звітного періоду чисті перенесені втрати дорівнюватимуть нулю.

При переведенні фінансових звітів у національну валюту фірма повинна слідувати яким-небудь загальноновизнаним діючим принципам. У США за правилами обліку, встановленими комітетом зі стандартів фінансового обліку (FASB), американська компанія повинна визначити для кожної своєї дочірньої компанії функціональну валюту, тобто ва-

люту, в якій здійснюється більшість операцій певної фірми. Це може бути місцева грошова одиниця або долар. Якщо інфляція перевищує 100 % на рік, то функціональною валютою може бути лише долар.

Якщо використовується місцева валюта, то всі активи і зобов'язання переводяться за поточним курсом обміну валют. При цьому прибуток або втрата від переведення відображають не в звіті про прибутки і збитки, а в статті власного капіталу компанії як поправку переведення. Той факт, що ця поправка не впливає на величину балансового прибутку, є привабливим для багатьох країн.

Якщо за функціональну валюту беруть долар, то прибутки або збитки відображаються у звіті про прибутки і збитки головної компанії за часовим методом. При цьому спостерігаються великі коливання балансового прибутку і менші коливання величини статей балансу, аніж за обліку в місцевій валюті.

У разі переведення фінансових звітів у національну валюту статті балансового звіту (активи і пасиви) повинні бути переведені за валютним курсом, пануючим на кінець звітного періоду. Доходні статті звіту (річний дохід і витрати) повинні бути переведені або за валютним курсом, діючим на дату отримання доходу, або здійснення витрати, або за середньозваженим валютним курсом за звітний період.

**Операційний валютний ризик** — це такий ризик, якому піддаються фірми і приватні особи при здійсненні міжнародних економічних операцій, коли майбутні платежі або отримані кошти повинні бути виконані в валюті, майбутні вартість якої не визначена. Валютні ризики, спричинені змінами валютних курсів, можуть бути пов'язані з рухом готівки та з активами. Вони можуть відбуватися в короткостроковій перспективі і в довгостроковому періоді. Зміни обмінного курсу можуть привести до змін чинників виробництва, необхідних фірмі для виробництва, а також до зміни доходів, отримуваних від випуску продукції. Ризик у довгостроковому періоді (поточний) зачіпає весь обсяг інвестицій. Таким чином, операційна незахищеність відбувається внаслідок того, що валютний курс може змінитися за час від укладання угоди до здійснення платежу. На протилежність перенесеній незахищеності операційна незахищеність призводить до реального припливу або відпливу готівки.

Для ілюстрації розглянемо такий приклад. Американська фірма замовила товар у Франції. Сторони домовилися, що платіж буде здійснено в розмірі 12 000 євро, якщо товар буде відвантажено протягом 90 днів. За поточним валютним курсом 0,8 євро за 1 долар це становитиме платіж в 1500 дол. Однак якщо протягом наступних 90 днів євро зросте, то платіж буде більшим у доларовому вираженні, а якщо впаде,



то платіж буде меншим. Отже, операційна незахищеність відображає невизначеність, пов'язану з остаточним обсягом зобов'язання в національній валюті.

Для фірми існує декілька шляхів контролю операційної незахищеності. Найпростіший спосіб змінити операційний валютний ризик — це передача його іншій компанії. Експортер якого-небудь товару може встановити продажні ціни у валюті своєї країни. У цьому випадку вже імпортер зіткнеться з операційним валютним ризиком, пов'язаним з конвертацією іноземної валюти в національну. Можливий і інший спосіб: вимагати негайну оплату. Тоді вартість експорту визначатиметься поточним курсом спот. Однак такі способи найчастіше закінчуються зірваними угодами або прихованими витратами.

Фірма може застрахуватися на майбутньому ринку, форвардному або опціонному.

Наприклад, французька фірма планує здійснити хеджування.

За допомогою форвардної операції вона розраховує на платежі в сумі 2000 дол. і вирішує укласти тримісячні форвардні контракти на купівлю-продаж 2 тис. дол. На момент укладення контракту курс спот становив 0,8 євро за 1 дол., а тримісячний форвардний курс за контрактом — 0,9 євро за 1 дол. Отже, витрати на купівлю 2 тис. дол. за курсом спот становлять 1600 євро ( $2000 \times 0,8$ ), а за контрактом — 1800 євро ( $2000 \times 0,9$ ). Якщо через 3 місяці на день виконання контракту курс спот підвищиться до 1 євро за 1 дол., то витрати фірми на купівлю валюти становитимуть 2000 євро. Якби фірма не уклала строкового контракту, то витрати на купівлю валюти становили б 2000 євро ( $2000 \times 1$ ). Економія грошових ресурсів, або потенційний прибуток, становитиме 200 євро. Якщо через три місяці курс спот знизиться до 0,7 євро за 1 дол., то при витратах 1800 євро за строковим контрактом втрачена вигода (потенційні втрати) становитиме 400 євро [ $1800 - (2000 \times 0,7)$ ].

Другий приклад — хеджування на ф'ючерсному ринку. Американська компанія продає устаткування французькій фірмі на 1 млн євро через свою філію в Парижі з поставкою через 90 днів. Після оплати компанія має намір конвертувати євро в долари. На момент угоди курси євро в доларах були:

- курс спот — 1,20;
- 90-денний ф'ючерсний курс — 1,15.

Оскільки форвардна ціна євро нижча від спотової, то це означає, що євро продається з форвардною скидкою.

Якщо американська фірма хоче уникнути ризику міжнародного обміну, то їй слід продати 1 млн євро через 90 днів. Якщо вона поста-

вить євро після 90 днів, то отримає 1 150 000 дол. (1 млн євро за ціною 90-денного ф'ючерсу — 1,15). Якщо курс спот збережеться на рівні 1,2 дол., то фірма скоріше за все не продаватиме євро за форвардною угодою. Компанія продала б 1 млн євро на ринку спот за 1 200 000 дол. У зв'язку з цим вона сплачує 0,05 дол. за євро (1,20 – 1,15), або в сумі 50 000 дол., щоб забезпечити собі можливість конвертувати євро в долари. У перерахунку за рік вартість цього захисту становитиме

$$(0,05/1,2) \times (360/90) = 16,7 \%$$

Для стійких пар валют збиток або прибуток від різниці між форвардним курсом і курсом спот коливається в межах 0—3 % у річному обчисленні. Для менш стійких валют він вищий. Для нестійких валют збиток може доходити до 20 %. При значному перевищенні цього рівня нестабільності форвардний ринок для такої валюти перестає існувати.

Перевага форвардної операції виявляється у відсутності попередніх витрат і захисті від несприятливої зміни курсу валюти. Недоліком є потенційні втрати, пов'язані з ризиком втраченої вигоди.

Валютний ризик можна мінімізувати або уникнути його також шляхом використання валютних опціонів. Наприклад, фірма передбачає за три місяці здійснити платежі в розмірі 2 тис. дол. і зафіксувати мінімальний обмінний курс долара. Вона купує опціон на купівлю доларів за такими параметрами:

Сума	2 тис дол.
Строк	3 місяці
Курс опціону	0,7 євро за 1 дол.
Премія	0,025 євро за 1 дол.
Стиль	європейський

Цей опціон дає фірмі право купити 2 тис. дол. за три місяці за курсом 0,7 євро за 1 дол. Фірма сплачує продавцеві валюти опціонну премію в розмірі 50 євро ( $2000 \times 0,025$ ), тобто ціна цього опціону становить 50 євро. Якщо за три місяці на день виконання опціону курс долара спот впаде до 0,5 євро за 1 дол., то фірма відмовиться від опціону і купить валюту на готівковому ринку, заплативши за купівлю валюти 1050 євро ( $1000 + 50$ ).

Якщо за три місяці курс долара спот підвищиться до 0,8 євро за 1 дол., то майбутні витрати на купівлю валюти вже застраховані. Фірма реалізує опціон і витратить на купівлю валюти 1400 євро. Якби вона купувала валюту на готівковому ринку за курсом спот 0,8 євро за 1

дол., то витрати становили б 1600 євро ( $2000 \times 0,8$ ). Економія грошових ресурсів, або потенційна вигода, при використанні опціону становить 150 євро [ $1600 - (1400 + 50)$ ].

Перевагою валютного опціону є захист від несприятливої зміни курсу валюти. Недоліком є витрати на сплату опціонної премії.

Управління довгостроковими операційними ризиками — більш складний процес. Довгострокові форвардні контракти зі строком дії до 7 років великі міжнаціональні банки укладають лише з найбільш відомими і кредитоспроможними корпораціями. Відтак ТНК для взаємного зниження довгострокових операційних ризиків часто вкладають між собою угоду — паралельну або компенсаційну позику. Суть цього способу така. Якщо, наприклад, американській компанії, котра хоче інвестувати певну суму у Франції, вдається знайти французьку компанію, котра готова інвестувати таку саму суму в США, то це дозволяє домовитися про взаємно компенсувальні позики. Французька компанія надає американській компанії кредит у євро, а американська французькій — у доларах. Після закінчення строку інвестування американська компанія розплатиться за отриманий кредит заробленими у Франції євро, а французька — отриманими в США доларами. Отже, компаніям не доводиться обмінювати валюти на валютному ринку. Однак обидві компанії піддаються ризику невиконання позики. Щоб позбавитися ризику невиконання позики (кредитного ризику), пов'язаного з компенсаційною позикою, компанії можуть використати валютний «своп» (угода між двома компаніями про обмін застереженою кількістю валюти на даний момент і про зворотний обмін її в певний час у майбутньому). Обмінні курси можуть змінитися, але значний кредитний ризик усувається. Невикористання валютного «свопа» означає, що в майбутньому не відбудеться передбаченого валютного обміну, в той час як невиконання компенсаційної позики означає неповернення отриманого кредиту. Єдиним наслідком невикористання валютного «свопу» стає те, що компанії повинні обміняти свою валюту на валютних ринках за новим обмінним курсом. Невикористання ж компенсаційної позики однією компанією призводить до втрати іншою компанією і номіналу інвестиції, і доходу від неї.

Крім використання форвардних контрактів, валютних ф'ючерсів, опціонів, свопів для хеджування та мінімізації операційного валютного ринку використовують також метод «випереджень та запізнювань», метод розподілу ризику, реінвойсінгові центри.

Метод «випереджень та запізнювання» передбачає вільний вибір дати платежу. Дві фірми, які тісно пов'язані одна з одною, знаходять найкращий варіант взаєморозрахунків. Цей метод дає можливість про-

рахувати обсяги фінансових потоків між фірмами на визначену дату і таким чином опосередковано вплинути на платоспроможність кожної з фірм. Найефективніше метод «випереджень та запізнювань» застосовується, якщо материнська компанія має повний контроль над своїми філіями та дочірніми компаніями.

Метод розподілу ризиків передбачає укладання угоди між компаніями у формі договору, в якому експортер та імпортер погоджуються взяти на себе певну частку втрат, що пов'язані з коливанням валютних курсів, незалежно від того, які втрати в дійсності зазнала компанія. Така стратегія розподілу ризиків сприяє збільшенню торговельного обороту між компаніями, завбаченості фінансових потоків за умовами, що між компаніями склалися довгострокові взаємовигідні відносини і що коливання валютних курсів не зможуть суттєво вплинути на їхнє фінансове становище. Укладання таких угод дуже економічні та ефективні.

ТНК іноді створюють філії — реінвойсінгові центри, які централізовано займаються усіма валютними ризиками, що виникають у ході міжнародної торгівлі. Наприклад, філія *X* у країні *X* продає товари, які виробляє, філія *Y* у країні *Y*, яка займається дистрибуцією. Однак продаж відбувається через посередника — реінвойсінговий центр у країні *Z*. Товари як би продаються спочатку центру, а потім уже центр перепродує товар філії *Y*. Між тим, рух товарів здійснюється прямо між філіями *X* та *Y*, а реінвоісінговий центр фактично залучений тільки в документооборот. Філія *X* спрямовує рахунок у валюті *X* до реінвоісінгового центру і одержує за своїми рахунками національну валюту *X*. Філіял *Y* купує товари через центр у валюті *Y*, тобто у валюті своєї країни. Таким чином, усі питання, пов'язані з перерахуванням валют, вирішуються в центрі.

Переваги використання реінвоісінгових центрів:

- у разі внутрішньокорпоративної торгівлі управління валютними ризиками згупчується в одному місці. Менеджери центру обирають найкращу стратегію хеджування валютних ризиків, а великий обсяг угод у різних валютах дає можливість обрати найліпший курс обліку валют внаслідок покриття одних угод іншими;
- менеджери центру на базі форвардних курсів визначають вартість товару на певну дату, завдяки чому філії можуть розрахувати свої майбутні витрати. Завдяки цьому філії-дистриб'ютори мають можливість установлювати тверді ціни на товар і не турбуватися про проблеми, пов'язані зі зміною валютних курсів;
- філії ТНК ведуть розрахунки тільки в національній валюті, оскільки центр займається управлінням грошових коштів між ними.

Головним недоліком використання реінвойсінгових центрів є великі витрати щодо їхнього утримання [38, с. 382].

Операційна незахищеність — це складна проблема для маленької фірми, залученої у випадковий експорт та імпорт. Великі ТНК, що здійснюють одночасно багато операцій у різних валютах, менше страждають від операційної незахищеності. Оскільки ступінь коливань валют перетинається, втрати і вигоди щораз мають тенденцію врівноважувати одна одну. Крім того, ТНК здатні мати активи й пасиви, виражені в різних валютах, що також зменшує операційну незахищеність.

І у великих, і в дрібних фірмах витрати на страхування повинні бути збалансовані з вигодою.

**Економічна валютна незахищеність**, на відміну від перерахованої й операційної незахищеності, котрі належать до разових операцій, явище довгострокове. Цьому виду ризику підлягають ТНК і фірми, які займаються експортно-імпортними операціями. Економічна незахищеність впливає з можливості істотного впливу змін вартості валют на доходи або конкурентоспроможність фірми в тривалій перспективі. Економічний валютний ризик пов'язаний із змінами вартості компанії, які залежать від змін обмінних курсів. Нагадаємо, що вартістю компанії вважається ринкова ціна акції, помножена на кількість акцій, випущених в обіг. Ринкова ціна акції — це ціна, за якої попит і пропозиція дорівнюють одне одному.

Зміни обмінного курсу валют впливають на ринкову вартість компанії в тому випадку, якщо їхня дія поширюється на очікувані надходження грошових коштів.

Прикладом економічної незахищеності може бути японський експорт промислової продукції середини 90-х років. Протягом цього періоду відбувалося велике і тривале зростання курсу єни по відношенню до долара, що робило японський експорт неконкурентоспроможним. Японські фірми, які експортують товари до США, мають вибір між двома небажаними альтернативами. Якщо вони збережуть доларові ціни на тому самому рівні для підтримки конкурентоспроможності з американськими фірмами, то обсяг їхніх доходів у єнах знизиться. Якщо вони піднімуть ціни в доларах для компенсації зростання єни, тоді знизиться конкурентоспроможність. В іншому випадку падіння доходів важко уникнути. Крім того, для фірм, котрі виготовляють продукцію в Японії, експлуатаційні витрати в єнах не знижувалися пропорційно зниженню доходів.

Які можливості контролю над економічною незахищеністю? Шведська реакція і пристосування до змін у навколишньому економічному

середовищі. Тут можуть бути такі можливості: зміна експортного ринку на ринок, де єна не котирується надто високо, віддача пріоритету національному ринку, збільшення прямих інвестицій, об'єднання з іншими фірмами тощо.

Для прикладу розглянемо реакцію двох великих японських фірм на підвищення курсу єни.

«Мацісіта Електрик», фірма по виробництву споживчих електронних товарів, обрала дві стратегії в боротьбі з економічною незахищеністю. По-перше, вона запланувала збільшення виробництва для країн АСЕАН. По-друге, вона розпочала зосереджуватися на виробництві високоточних товарів (наприклад, 43-дюймовий кольоровий телевизор), які найменше піддаються впливу змін валютних курсів.

Фірма «Кобе Стіл» вважала диверсифікацію найважливішим напрямом. Фірма запланувала переміщення праці й капіталу з виробництва сталі на виробництво продукції для національних потреб: металообробку, охорону середовища і консалтинг (розроблення рекомендацій фірмам, які найбільше постраждали від підвищення курсу єни).

Економічний валютний ризик включає в себе й операційний та перерахунковий валютний ризик настільки, наскільки зміни в бухгалтерській вартості фірми впливають на її ринкову вартість.

Бухгалтерська і ринкова вартість часто відрізняються одна від одної. Ринкова вартість активів може швидко знижуватись через їх усунення, а бухгалтерська вартість при цьому залишатись незмінною. Ринкові умови можуть підвищити ринкову вартість деяких активів, наприклад, нерухомості. Перерахування вартості компанії з однієї валюти в іншу може або збільшити розбіжності між ринковою і бухгалтерською вартостями, або зменшити її. Це залежить від економічних чинників, пов'язаних зі змінами валютних курсів.

Економічний валютний ризик чисельно можна визначити за допомогою регресивного аналізу попередніх цін акції компанії і відповідних обмінних курсів валют, що впливають на ці ціни. Коефіцієнти в разі одиничної зміни вартості якоїсь окремої валюти дають лінійні оцінки економічного валютного ризику компанії по кожній з валют.

Підхід до виміру економічного валютного ризику такий. За припущення, що ринкова вартість компанії ( $V$ ) лінійно пов'язана з вартістю валюти  $\$/X$ :

$$V = b_0 + b_1(\$/X), \quad (13.6)$$

де  $b_0$  — частина вартості компанії, котра не залежить від зміни вартості валюти;

$b_1$  — зміна вартості компанії на одиницю зміни вартості валюти  $X$ .

Якщо вартість компанії лінійно пов'язана з вартостями декількох валют ( $\$/X_1$ ,  $\$/X_2$ ,  $\$/X_3$  і т. ін.), то попередній вираз може мати такий вигляд:

$$V = b_0 = b_1(\$/X_1) + b_2(\$/X_2) + b_3(\$/X_3) + \dots + b_n(\$/X_n), \quad (13.7)$$

де  $b_n$  — зміна вартості компанії на одиницю зміни вартості валюти  $X_n$ . Економічний валютний ризик для того чи іншого виду бізнесу представлений відповідним коефіцієнтом ( $b_1$ ,  $b_2$ ,  $b_3$  і т. ін.).

Якщо компанія не пов'язана лінійно з вартістю валют, то вдаються до інших, більш складних, методів нелінійної регресії й аналізу часових рядів.

Для зниження економічного валютного ризику застосовують методи: вирівнювання валют платежів компанії з валютними надходженнями грошових коштів; диверсифікацію фінансування діяльності за кордоном.

Основою управління валютним ризиком є чітке визначення кола завдань, які стоять перед фінансовим менеджером на початковому етапі страхування та мінімізації валютних ризиків. До них належать:

- оцінювання необхідності управління валютним ризиком. Це залежить від позиції керівництва компанії. Враховуються всі «за» та «проти» щодо страхування валютних ризиків;
- визначення кола проблем, які пов'язані з прогнозуванням динаміки валютних курсів. Фінансовий менеджер повинен володіти методами прогнозування валютних курсів;
- визначення мети хеджування, що залежить від загальної стратегії та завдань компанії. Так, управління обмінним курсом може здійснюватися компанією з метою довгострокового планування своїх фінансових коштів або з метою одержання максимального прибутку від гаданої зміни ціни валюти;
- вибір засобів страхування (порівняння альтернатив);
- розроблення оптимальної стратегії страхування.

### ***Ризики в разі прийняття рішень про ПІІ***

Міжнародні інвестиційні проекти приховують у собі ряд особливих ризиків, головними з яких є:

- ◆ ризики, що впливають з міжнародних проблем інвестування;
- ◆ ризики, пов'язані з альтернативним вибором співвідношення різних видів фінансування інвестицій.

Ризики, що впливають з міжнародних проблем інвестування, пов'язані в основному з двома обставинами. Перша — структура ТНК —

материнська компанія в країні базування і дочірні (філії) — в інших (приймаючих) країнах. При оцінюванні інвестиційних проектів висновки можуть бути різні залежно від того, з яких позицій вона буде проведена: з позиції ефективності ПІІ як таких чи з позиції можливості надходження приросту готівки (доходу) в материнську компанію. Ці відмінності можуть бути викликані декількома чинниками. По-перше, приймаюча країна може ввести обмеження на репатріацію коштів материнської компанії. Тому ПІІ можуть бути високорентабельними, але кошти не надходять до материнської компанії. По-друге, країна базування може встановити збір на іноземні операції з конкретними товарами чи послугами, що призводить до подорожчання іноземних операцій. По-третє, зміни валютного курсу можуть негативно впливати на величину прибутків, що переказуються. Наприклад, з країни з високою інфляцією розмір прибутків, які переказуються материнській компанії, зменшуватиметься в міру падіння курсу валюти приймаючої країни. Відтак завжди виникає питання: що покласти в основу при визначенні величини ЧПВ: рух грошової готівки, викликаний іноземним інвестуванням, чи рух грошової готівки, отриманий материнською компанією. Як правило, приймаючи рішення про інвестиції, міжнародні фірми орієнтуються на результати аналізу, проведеного з позицій материнської компанії, оскільки рух грошової готівки в материнську компанію може бути джерелом виплати дивідендів тримачам акцій, можливих інвестицій в іншому місці, сплати відсотка за боргом корпорації і т. ін.

При цьому важливим моментом, по-перше, є можливість материнській компанії негайно отримати грошову готівку, оскільки будь-яка відстрочка призведе до її знецінення, і по-друге — урахувати додаткові ризики, які випливають з міжнародного характеру всієї сукупності відносин, що опосередковують інвестиційну діяльність міжнародних фірм.

До таких ризиків належать:

- несприятливі рухи валютного курсу;
- непередбачувані зміни темпів інфляції;
- заморожування (блокування) коштів або валютний контроль;
- експропріація;
- заходи щодо контролю за іноземною валютою;
- зміни в податковому законодавстві.

Здійснення ПІІ без урахування в тій чи іншій мірі цих ризиків, неможливе. Ефективне управління ризиками, пов'язаними з ПІІ, — це не ухилення від ризиків, а їхній аналіз, зіставлення вигідності вкладення і ризиків, знаходження шляхів встановлення або зменшення ризику.

Розглянемо це на прикладі прийняття рішень компанією «Дженерал Моторс» відносно інвестицій у Єгипті.



У 90-х роках у Європі спостерігалася тенденція підвищення вартості валют. Це стало перешкодою планам «Дженерал Моторс» розширити виробництво автомашин у Європі. «Дженерал Моторс» розробила план складання автомобілів у Єгипті з деталей, отриманих у Європі, що допомогло «Дженерал Моторс» перемогти «Пежо», «Фіат» і «Нісан» у конкурентній боротьбі за те, щоб стати основним складальником автомобілів у Єгипті спільно з єгипетською державною компанією «ЕЛ Наср». Однак побоювання тривалого зростання вартості європейських валют, особливо німецької марки, призупинило реалізацію цього інвестиційного плану. Представник «Дженерал Моторс» пояснив, що перешкодою в реалізації проекту «виявилися валютні курси, котрі викликали певні ризики і проблеми, які є нерозв'язними в даний момент». Фінансовий менеджмент «Дженерал Моторс» не забажав наявності в проекті валютного ризику. Таким було рішення. Але можливе й інше, альтернативне, рішення — пристосуватися до ризику. Найбільш поширеним способом пристосування до валютного ризику вважається збільшення вимог до норми оборотності інвестицій. Наприклад, компанія підвищує вимоги до норми обігу, визначивши очікувану норму оборотності інвестицій для міжнародного процесу в 20 проти 10 % для відносно безпечних внутрішніх інвестицій. У цьому випадку менеджер отримає більшу межу на помилку.

Другий вид ризиків — це ризики, пов'язані з альтернативним вибором співвідношення різних видів фінансування інвестицій.

Фінансування зарубіжних інвестицій має ряд альтернатив.

Насамперед, фінансовий менеджер повинен вибрати належне поєднання фінансування шляхом отримання позик і фінансування за рахунок випуску нових акцій. Таке поєднання відоме як структура капіталу. Аналіз і вибір структур капіталу, подібно іншим рішенням у фінансовому менеджменті, ґрунтується на співвідношенні оборотів і ризиків.

Використання переважно фінансування за рахунок позик по відношенню до фінансування за рахунок випуску нових акцій визначається стратегією «високий ризик — швидкий оборот». Фірма, яка використовує переважно фінансування за рахунок позик, піддається більшому ризику, ніж фірма, що використовує переважно фінансування за рахунок випуску нових акцій. На відміну від власників акцій, позикодавці можуть призвести фірму до банкрутства, якщо фірма не виконає зобов'язання щодо позики (виплати відсотків і суми боргу). Однак менеджмент йде на цей ризик, якщо він розраховує, що прискорення обороту буде більшим, аніж компенсація підвищеного ризику. При цьому він враховує дві обставини. По-перше, те, що використання фінансування за рахунок позик зменшує інвестиції акціонерів і тим

самим підвищує норму обороту цих інвестицій. По-друге, податкові системи багатьох країн віддають перевагу фінансуванню за рахунок позик, а не внаслідок випуску нових акцій. Наприклад, у США всі відсоткові витрати, пов'язані з бізнесом, не підлягають оподаткуванню, в той час як дивіденди виплачуються з доходу після вирахування податків. Податкові законодавства, подібні до цього, значно знижують витрати фінансування за рахунок позик.

Після того як проведено дослідження і зроблено вибір структури капіталу, фінансовий менеджер повинен вибрати тип інвестування за рахунок позик та випуску нових акцій. Останнім часом на фінансовому ринку з'явилося багато нових форм фінансування міжнародних інвестицій. Основні з них такі:

- довгострокове інвестування за рахунок випуску нових акцій країни базування і приймаючої країни;
- випуск облігацій країни базування, тобто материнської компанії;
- випуск єврооблігацій;
- випуск іноземних облігацій.

Випуск облігацій країни базування переважатиме тоді, коли фірма бажає, щоб її облігації були обмінюваними на її національну валюту. Крім того, в багатьох країнах (наприклад, у США) законодавство дозволяє фірмам випускати облігації швидше і легше, ніж вони могли б це зробити на іноземних ринках.

Великі й кредитоспроможні міжнародні фірми мають доступ до коштів на ринку єврооблігацій. Випуск єврооблігацій має ряд переваг. По-перше, фірма може випустити облігації в будь-якій основній валюті і одночасно в ряді країн. По-друге, витрати на випуск облігацій на ринку єврооблігацій звичайно нижчі, ніж витрати в тій самій валюті на національному ринку. Це пояснюється гострою конкуренцією між передплатниками єврооблігацій, а також економією, пов'язаною з великим масштабом випусків облігацій і низьким кредитним ризиком позичальників єврооблігацій.

Для фінансування міжнародної кооперації фірми часто використовують випуск іноземних облігацій. Іноземні облігації випускаються іноземним позичальником на національних ринках у валюті тієї країни, де вони будуть продані. Звичайно, це країна (і валюта країни), в котрій фірма планує розгорнути своє виробництво. Наприклад, шведська фірма по виробництву автомобілів «Вольво» з ряду причин вирішила переглянути виробництво по створенню автомашин для американського ринку в США і опублікувала оцінки можливих прямих інвестицій в США. Для фінансування цих інвестицій вона могла випустити облігації на американському ринку в доларовому номіналі. Випуск іноземних облігацій дає кошти в тій

валюти, котра необхідна для обслуговування боргу по цих облигаціях і зводить валютний ризик до мінімуму.

Чинником, що визначає використання для фінансування інвестицій облигацій приймаючої країни, є також підтримка з боку уряду цієї країни, який зацікавлений у залученні прямих інвестицій.

III частково фінансуються за рахунок випуску нових акцій. Акції можуть бути випущені в країні базування материнською компанією, якщо фірма хоче отримати кошти у валюті країни базування, або на ринок приймаючої країни, якщо хоче здійснити фінансування інвестицій у валюті країни, де вона проводить свої операції.

Інвестування міжнародних проектів значно більше піддається ризику, ніж аналогічне інвестування внутрішніх проектів. Воно має додатковий ризик — регіональний, тобто несприятливу дію чинників, які перебувають за межами контролю зарубіжної дочірньої компанії та її галузі. Звичайно цей ризик пов'язаний зі змінами в політиці і впливом цієї політики на операційне середовище філії або дочірнього підприємства ТНК на мікроекономічному рівні (інфляція, контроль за імпортом, зміни в зарубіжній політиці, податковому законодавстві тощо).

Теоретично найбільш прийнятним способом врахування елементів ризику в кошторисах капіталовкладень та їхньої окупності є включення всіх відомих показників величини і впливу ризику за допомогою коригування в потоки готівкових коштів ( $C_i$ ), тобто отримання детермінованого еквівалента потоків готівкових коштів.

Метод включення показників ризику в розрахунки ілюструє така формула:

$$\text{ЧПВ}_{\text{де}} = -I_0 + \sum_{i=1}^n \frac{P_i \times C_i}{(1+K)^i} + \frac{q_n \times T_n}{(1+K)^n}, \quad 0 \leq P_i \leq 1 \text{ і } 0 \leq q_n \leq 1, \quad (13.8)$$

де  $\text{ЧПВ}_{\text{де}}$  — детермінований еквівалент чистої поточної вартості;

$P_i$  — чинники детермінованого еквівалента в році  $t$ , що застосовуються до потоків готівкових коштів у відповідні роки;

$q_n$  — чинник детермінованого еквівалента, який застосовується як залишкова або ліквідна вартість інвестицій у році  $n$ ;

$K$  — вартість використовуваного для здійснення зростання капіталу;

$T_n$  — залишкова або ліквідна вартість інвестицій у році  $n$ .

Найчастіше коефіцієнт невизначеності ( $P_i$ ) збільшується в міру включення в рівняння дедалі більшої кількості майбутніх періодів, отже,  $P_i > P_{i-1}$ .

Метод детермінованого еквівалента чистої поточної вартості найбільш успішно використовується в ситуаціях, пов'язаних з комерційними

або кредитними ризиками, коли результат впливу окремих прогнозованих подій на діяльність фірми можна передбачити з достатньою визначеністю.

Зміни у валютних курсах та рівні інфляції, котрі називаються «грошовими змінами», належать до економічного ризику потенційних збитків. Оцінювання економічних наслідків грошових змін може проводитися, через складнощі технічної й економічної експертизи, лише менеджерами головної компанії ТНК. На рівні дочірніх компаній деякі фінансові менеджери при управлінні ризиками використовують аналіз ПОК як підсумковий показник перед винесенням остаточного рішення щодо інвестиційного проекту.

Для зменшення ризику непередбачуваних коливань вартості валют, у яких випущено іноземні облигації, використовують валютні коктейлі — деномінацію в будь-якій комбінації будь-якої кількості валют. Це може бути деномінація облигації в одиницях середнього значення кошика валют, в одиницях спеціальних прав запозичення (СПЗ), у європейській валютній одиниці (євро). Основна кількість валютних коктейлів деномінувалась в євро. Можуть бути використані й індексовані облигації — облигації, котрі передбачають виплату відсотків і номіналу по них відповідно до вартості товарів або якого-небудь устанавленого індексу. Більшість індексованих облигацій прив'язується до вартості золота. Випускаються також євробонди — облигації іноземних або національних компаній, деномінованих в іноземній валюті, котрі передбачають платежі з якого-небудь показника діяльності компанії, наприклад, з показника доходів або прибутків.

### **Управління політичним ризиком**

Компанії, які ведуть свій бізнес в іноземних державах, піддаються політичному ризику значно більше, ніж компанії вітчизняні. Політичний ризик належить до наслідків, які виникають в результаті майбутніх змін політики тієї чи іншої країни, невизначеності і нестабільності урядового курсу по відношенню до бізнесу або інвесторів. Зміни законів і правил ведення бізнесу можуть вплинути на ведення справ, відтак у функцію міжнародного фінансового менеджменту входить оцінювання міри впливу політичного ризику на фінансовий стан компанії і розроблення методів його зниження.

Можливими змінами в політиці по відношенню до міжнародного бізнесу та інвесторів можуть бути:

- запровадження контролю за обліком валют, що обмежує чи блокує спроможність філії переказати прибуток своїй базовій компанії;
- запровадження контролю за цінами;

- зміни у валютному законодавстві, що перешкоджає виконанню міжнародних контрактів або репатріації валютної виручки;
- зміни юридичної бази, що заважає здійснювати підприємницьку діяльність;
- внесення змін у арбітражне право;
- експропріація або націоналізація;
- урядове втручання у ведення бізнесу або управління активами у відкритій формі (офіційне регулювання, ліцензування, контроль над цінами) і прихованій (бюрократичні тяганини, вимагання хабарів, різниця в платежах за послуги інфраструктури, конвертація валюти за дискримінаційним валютним курсом тощо);
- зміни в оподаткуванні як корпоративних прибутків або доходів, так і доходів фізичних осіб. Зміни податкових законів можуть більше впливати на вартість фірми, ніж націоналізація та експропріація. І оскільки ймовірність податкових змін набагато вища, саме вони становлять основне джерело політичного ризику.

Оскільки політичний ризик належить до подій, котрі можуть відбутися в майбутньому, точних методів його виміру не існує. Використовуються суб'єктивні і кількісні методи. Суб'єктивні: 1) відвідування керівництвом компанії країни, що розглядається (метод «великого ту-рне») і 2) звернення до консультативних фірм (метод «Дельфі» термін, що походить від Дельфійського оракула); кількісні методи: 1) статистичний, який ґрунтується на історичних кореляціях між деякими вимірюваними змінними і наступними збитками через політичний ризик і 2) висновки на основі соціально-політико-поведінківської теорії, яка враховує чинники, котрі призводять до дій, що мають своїми результатами втрати через політичний ризик.

Усунути або повністю контролювати політичний ризик неможливо, але компанії можуть вжити певних заходів, котрі зменшать вплив несприятливих політичних дій на фірму. Насамперед компанія повинна добитися розуміння приймаючою стороною (урядом, громадянами) взаємної вигоди від інвестицій. Формальною процедурою такого розуміння є консесійна угода, в якій застерігаються права і зобов'язання іноземної компанії. Однак треба мати на увазі, що виконання умов такої угоди для країни перебування необов'язкове. Стратегією управління політичним ризиком може бути отримання страхового полісу в якому-небудь урядовому агентстві щодо страхування політичних ризиків. Наприклад, американська урядова Корпорація зарубіжних приватних інвестицій (КЗПІ) по страхуванню політичних ризиків американських компаній, яка займається прямими зарубіжними інвестиціями, пропонує чотири види страхування:

- 1) проти введення обмежень на переведення грошових коштів у доларах від прибутків іноземних відділень та філій;
- 2) від експропріації і націоналізації;
- 3) проти збитків у прибутках, спричинених політичними конфліктами і безпорядками;
- 4) проти втрати майна, завданої внаслідок воєнних дій, соціальних заворушень тощо.

Батьківська компанія може зменшити вплив політичного ризику, якщо вона буде орієнтуватися в зарубіжній інвестиційній діяльності на ринки місцевих кредиторів або через розміщення своїх акцій серед місцевих інвесторів. Угода про спільну діяльність також знижує політичний ризик. Можлива передача вирішення суперечливих моментів на розгляд Міжнародного центру вирішення інвестиційних суперечок, що забезпечує посередництво у проведенні арбітражу, рішення якого стають обов'язковими для учасників суперечок.

У будь-якому випадку, коли компанії ведуть справи із суверенними урядами, їхніми керівними принципами повинно бути досягнення взаємного інтересу.



## ЗАПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. У чому сутність капітального бюджетування?
2. Як здійснюється управління портфелем зарубіжних цінних паперів?
3. Що таке міжнародні взаємні фонди та в чому їхня привабливість?
4. Що являє собою чинна капітальна політика?
5. Як здійснюється транснаціональне фінансування?
6. Які особливості фінансування експорту та імпорту?
7. Якою є дивідендна політика корпорації?
8. Що розуміють під валютним ризиком?
9. Які особливості перерахованого валютного ризику?
10. Які основні риси операційного валютного ризику?
11. Чим відрізняється економічний ризик від перерахованого та операційного?
12. Які існують методи страхування та мінімізації валютного ризику?
13. Які існують головні ризики під час прийняття рішення про ПІІ?
14. Як здійснюється управління політичним ризиком?

# РОЗДІЛ 6

---

## РЕГУЛЮВАННЯ МІЖНАРОДНОЇ МАКРОЕКОНОМІКИ

### ГЛАВА 14 РЕГУЛЮВАННЯ ВАЛЮТНО- КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ КРАЇН

**Ключові поняття** Міжнародний валютний фонд (МВФ); Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР); Банк міжнародних розрахунків (БМР); функції; ресурси; кредитно-фінансова діяльність; спеціальні права запозичення; технічна допомога; організаційно-функціональна структура.

#### 14.1. Міжнародний валютний фонд

---

Міжнародний валютний фонд — МВФ (International Monetary Fund — IMF) засновано в 1945 р. згідно з рішенням Бреттон-Вудської конференції. Членами Фонду є 186 держав, у тому числі й Україна. Штаб-квартира МВФ міститься у Вашингтоні.

##### **Основні цілі МВФ:**

- зміцнювати міжнародне співробітництво в галузі валютної політики;
- забезпечувати життєздатність міжнародної системи платежів і стабілізувати ринок іноземної валюти;
- надавати кредитів країнам-членам.

Із самого свого заснування МВФ мав на меті сприяти подоланню проблем неконвертованості валют, торговельних і платіжних обмежень, нестабільності валютного ринку, які панували в 30-ті й 40-ві роки. Найскладнішою є проблема стабілізації валютного ринку. Суттєва зміна позицій ключових валют (долар США, євро, фунт стерлінгів) може дестабілізувати світові фінансові ринки. Для зниження валютного ризику центральні банки країни можуть скоротити операції з іноземною валютою, і це також зменшує ефективність функціонування міжнародного валютного ринку. Щоб запобігти такій ситуації, МВФ вдається до комплексу заходів.

Процедура голосування є суттєвим інструментом діяльності МВФ. Залежно від важливості питання, що обговорюється, рішення приймається простою або кваліфікованою більшістю. Звичайно рішення приймається простою більшістю, але з найважливіших питань необхідна «спеціальна більшість» — 70 або 85 % голосів. Країни-члени мають неоднакову кількість голосів; вона залежить від частки кожної країни (квоти) в капіталі Фонду. Кожна держава має 250 базових (вихідних) голосів плюс ще по одному голосу за кожні 100 тисяч одиниць СДР, які вона має у Фонді. Тому розподіл голосів дуже нерівномірний.

Найбільшу кількість голосів у МВФ мають: США — 17,8 %; Японія — 6,13; Німеччина — 5,99; Велика Британія — 4,95; Франція — 4,95; Італія — 4,18; Саудівська Аравія — 3,22; Росія — 2,74 %. Частка України — 0,6 %. Країни ОЕСР мають 63 % голосів, решта країн — 37 %.

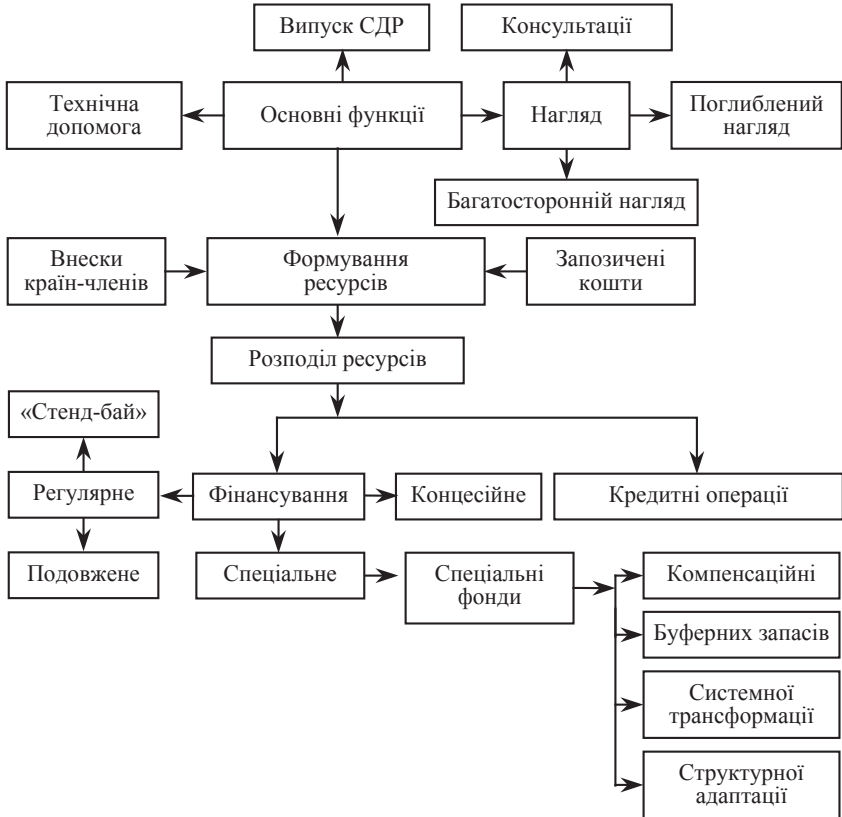


Рис.14.1. Функціональна структура МВФ



МВФ виконує такі групи функцій: нагляд за валютною політикою країн-членів; кредитно-фінансова діяльність, технічна допомога; емісія СДР (рис. 14.1).

**1. Нагляд за валютною політикою країн-членів** являє собою спостереження за політикою країн-членів у галузі встановлення валютних курсів. Кожна країна зобов'язана надати МВФ за його запитом інформацію, необхідну для здійснення нагляду. Це — інформація про реальний грошовий, бюджетний і зовнішній сектори економіки, про структурну політику уряду (приватизація, ринок праці, навколишнє середовище). У процесі нагляду виявляються потенційні дисбаланси, які можуть дестабілізувати валютні курси. За підсумками нагляду МВФ надає урядам відповідні рекомендації.

Нагляд здійснюється в трьох основних формах: консультації, багатосторонній нагляд, поглиблений нагляд.

**Консультації** являють собою підсумкову діяльність місій МВФ, котрі щороку навідують країну-члена й ведуть переговори з керівниками основних економічних інститутів, з міністрами фінансів, економіки, директорами центральних банків. За результатами переговорів місія складає свою думку про стан економіки країни й розробляє відповідні рекомендації. Ці документи доповідаються на засіданні Виконавчої ради, яка приймає остаточне рішення.

**Багатосторонній нагляд** здійснюється у формі аналізу Виконавчою радою міжнародної економіки в цілому. Аналіз міститься в спеціальній доповіді «Світовий економічний огляд» («World Economic Outlook»), на основі якої складається прогноз розвитку світової економіки на найближчі 2—3 роки. Прогноз включає визначення темпів зростання реального ВВП, інфляції, стану платіжних балансів, розмірів зовнішнього боргу, умов торгівлі, обсягів міжнародних резервів. У процесі аналізу виявляється місце кожної країни-члена в міжнародній економіці й специфіка її проблем.

**Поглиблений нагляд** здійснюється на прохання уряду країни з метою виправлення мікроекономічних дисбалансів. Звичайно він проводиться тоді, коли країна опиняється у важкому фінансовому становищі, має велику зовнішню заборгованість і просить перенести строки платежів за зовнішнім боргом. У такому разі МВФ здійснює поквартальний аналіз економіки країни. За наслідками аналізу розробляються рекомендації щодо коригування економічної політики; цим рекомендаціям уряд повинен неухильно слідувати.

**2. Кредитно-фінансова діяльність** є однією з найважливіших функцій МВФ. Вона полягає у використанні фінансових ресурсів МВФ країнами-членами й кредитуванні за допомогою залучених ресурсів.

**Формування ресурсів МВФ.** Структура ресурсів фонду складається з двох блоків:

- внесок кожної країни в статутний капітал МВФ відповідно з її квотою;
- запозичені кошти: кредитні лінії від урядів і центральних банків його членів.

**Квоти.** Внесок кожної країни в капітал Фонду здійснюється на 25 % в іноземній твердій валюті (раніше — золотом), а решта — в національній валюті. Розміри квот устанавлюються на основі частки країни в світовій економіці. При цьому враховуються: розмір ВВП країни; пересічномісячні резерви; пересічнорічні поточні платежі й надходження.

Квоти періодично переглядаються, звичайно через кожні п'ять років, у зв'язку з тим, що змінюється місце країни в світовій економіці.

Фонд також використовує **запозичені кошти**. За узгодженням з Групою десяти (Г-10) МВФ користується кредитом країн Г-10 у межах ліміту до 17 млрд СДР. Крім того, Фонд одержує позики в центральних банках і казначействах Саудівської Аравії і деяких інших держав. Загальна величина запозичених коштів не повинна перевищувати 60 % загального обсягу квот.

Кредитно-фінансова діяльність МВФ здійснюється в двох модифікаціях:

- угода або трансакція (transaction), яка полягає в наданні країнам коштів із власних ресурсів Фонду;
- операція (operation), яка полягає в наданні посередницьких фінансових і технічних послуг за рахунок запозичених коштів.

Кредитні операції здійснюються тільки з центральними банками і стабілізаційними фондами.

**Угода або трансакція** не є кредитуванням у повному розумінні цього слова. Це фінансова допомога. Вона являє собою обмін національної валюти на відповідну суму іноземної валюти. Коли країна бере кредит МВФ, вона здійснює купівлю іноземної валюти за власну; коли сплачує борг — здійснює зворотну операцію: викупає власну валюту за іноземну.

Країни-члени можуть використати ресурси МВФ відповідно до їхніх квот. Квота поділяється на 4 частини, які називаються **траншами**. Перший кредитний транш — до 25 % квоти. Ця частина квоти називається **першою часткою квоти**; вона може бути використана автоматично за першою вимогою. Перша частка квоти називається також **резервною часткою**. Сума позик, що надається Фондом понад резервну частку країни, називається її **кредитною позицією**. Резервна частка і кредитна позиція разом утворюють **резервну позицію** країни.

Якщо ж країна бажає одержати кошти, що перевищують її резервну позицію, то МВФ виставляє більш жорсткі вимоги для її отримання. Особливо вони зростають при наданні третього і четвертого траншів. Умови, які при цьому висуває МВФ, стосуються проведення урядом країни певної економічної політики. Вона повинна бути спрямована на зниження дефіциту національного бюджету до визначеного відсотка від ВВП, поліпшення торговельного балансу, обмеження номінальної заробітної плати до певного рівня. Стабілізаційні програми Фонду включають також скорочення державних витрат на освіту, здоров'я, пенсійне забезпечення. Вони часто містять вимоги щодо збільшення податків, особливо непрямих, скасування субсидій на продовольчі товари. Іноді однією з вимог є девальвація національної валюти. У зв'язку з цим виконання жорстких програм МВФ у країнах з дефіцитом платіжного балансу часто призводить (принаймні, на деякий час) до обмеження життєвого рівня населення.

**Механізм фінансування.** Фінансові ресурси МВФ надаються у формі трьох модифікацій, які називаються фінансовими можливостями: регулярні, концесійні і спеціальні.

1. **Регулярне фінансування** поділяється на короткострокове й подовжене.

**Короткострокове, або «стенд-бай»** (stand-by), здійснюється в межах резервних угод строком на 12—18 місяців. Це фінансування для виправлення короткострокових макроекономічних дисбалансів. Надається траншами в розмірі 25 % квоти. Купівля валюти здійснюється на умовах 2—7 % щорічних. Крім того, надаючи кредит, МВФ стягує одноразовий комісійний збір в розмірі 0,5 % суми угоди. Викуп валюти має відбутися через 5 років.

**Подовжені угоди** укладаються строком на три роки. Вони спрямовані на підтримку економічних реформ у країнах-членах. Викуп валюти має відбутися не пізніше, ніж через 10 років.

2. **Концесійне фінансування** призначене для найменш розвинутих країн, чий доход на душу населення не перевищує 825 доларів. Цей вид фінансування надається на пільгових умовах під 0,5 % щорічних з виплатою боргу через 10 років.

3. **Спеціальне фінансування** надається у зв'язку з надзвичайними обставинами. До них належать стихійне лихо, соціальні заворушення, різке падіння цін на експортні товари або підвищення їх — на імпортні. Спеціальне фінансування здійснюється також з урахуванням труднощів перехідного періоду, що стосується, зокрема, країн Центральної та Східної Європи.

Для такого виду фінансування створено **спеціальні фонди**:

- **Фонд компенсаційного й непередбаченого фінансування** надає можливість давати допомогу державам-членам у разі збитків від стихійного лиха й інших зовнішніх причин;
- **Фонд фінансування буферних запасів** призначено для відновлення запасів сировини або накопичення його резервів;
- **Фонд системної трансформації** надає фінансову допомогу країнам, що відчувають труднощі в торговельній та платіжній системах у зв'язку з переходом до ринкової економіки;
- **Фонд структурної адаптації** призначено для надання допомоги в проведенні структурних економічних реформ у країнах, що розвиваються й мають низький дохід, а також для реалізації середньострокових макроекономічних програм. Цей фонд обслуговує також країни з перехідною економікою.

Кошти, одержані зі спеціальних фондів, є доповненням до кредитних часток країн-членів; вони дають змогу збільшити в МВФ запас їхньої національної валюти понад установлені межі.

**Розміри фінансування.** У рамках регулярного фінансування країна може одержати коштів до 300 % своєї квоти; за концесійною угодою — до 50 %; спеціальне фінансування здійснюється в розмірі до 30 % квоти.

**Кредитні операції МВФ.** Крім фінансових операцій, Фонд здійснює й чисто кредитні. До середини 70-х років кредити надавалися переважно розвинутим країнам; потім ситуація різко змінилася, і практично всі кредити йдуть у країни, що розвиваються, і в країни з перехідною економікою. У 2007 р. загальна сума наданих коштів МВФ становила 2,3 млрд СДР.

МВФ часто укладає угоду з країною-членом із зобов'язанням надати певну суму кредиту в момент її звернення до Фонду. В такому разі країна одержує не готівку, а домовляється про позику на означену суму. Країна може використати цю суму на передбачених угодою умовах. Такі кредити можуть бути подовжені на строк, що перевищує започаткований.

МВФ надає так звані обумовлені кредити: головним елементом кредитної угоди з МВФ є визначення економічних та політичних умов. Відмова країни виконати умови МВФ закриває її доступ до світового ринку капіталів, і, навпаки, навіть невелика позика МВФ дає країні можливість отримати більший кредит у банках.

Найменш розвинутим країнам кредити надаються на пільгових умовах.

Кредити МВФ, крім прямого призначення, відіграють роль гаранта для одержання країною коштів від інших кредиторів. Якщо МВФ дав

кредит, то це — вираження довіри до країни щодо її платоспроможності.

**3. Технічна допомога МВФ** полягає в сприянні країнам-членам у здійсненні ними грошової, валютної політики, банківського нагляду, бюджетної й податкової політики, упорядкуванні статистики, в розробленні фінансового й економічного законодавств.

Технічна допомога здійснюється шляхом направлення місій МВФ у центральні банки й міністерства фінансів країни. Така допомога надається на прохання країни. Експерти місії працюють у країні звичайно 2—3 роки.

Для підготовки кадрів у рамках технічної допомоги у Вашингтоні утворено інститут МВФ. Він організує курси і семінари з підвищення кваліфікації державних службовців із країн—членів МВФ.

**4. Випуск СДР** є специфічною функцією МВФ для поповнення міжнародних валютних резервів.

СДР (СПЗ) — спеціальні права запозичення (Special Drawing Rights — SDR), це міжнародний валютний актив. Вони призначені для поповнення офіційних валютних резервів, погашення дефіциту платіжного балансу країни й розрахунків її з Фондом.

СДР поділяються між країнами-членами пропорційно їхнім квотам. Країни, що мають свій рахунок в СДР, можуть придбати в інших країнах-членах їхню валюту на відповідну суму. За зберігання СДР понад розподілені ліміти МВФ сплачує їхнім власникам відсоткові ставки, які коливаються в межах 1—14 %.

Частка СДР у світових валютних резервах становить 2 %. Курс СДР щодо долара розраховується на підставі «кошика» курсів провідних валют — долара США, фунта стерлінгів, євро, єни.

Міжнародний валютний фонд, незважаючи на певні суперечливості й труднощі функціонування, є головним органом регулювання міжнародних валютно-кредитних відносин.

## 14.2. Міжнародний банк реконструкції та розвитку

Міжнародний банк реконструкції й розвитку — МБРР (International Bank for Reconstruction and Development — IBRD) заснований у 1945 р. Місцеперебування — Вашингтон. До учасників банку входить 186 країн, зокрема й Україна (з 1992 р.).

### Основні цілі:

- сприяння країнам-членам у розвитку економіки шляхом надання їм довгострокових позик і кредитів;

- заохочення іноземного інвестування через надання гарантій або участі в позиках та інших інвестиціях приватних кредиторів;

- стимулювання тривалого збалансованого зростання міжнародної торгівлі, підтримка збалансованості платіжних балансів країн-членів.

**Формування ресурсів.** Джерелами їхнього формування є статутний капітал, що складається підпискою країн-членів; позикові кошти; платежі в рахунок погашення боргу.

Статутний капітал банку формується нетрадиційно. Уряди країн-членів купують акції, але сплачують лише невелику частину їх вартості (6 %). Решта капіталу недоторкана і може бути затребувана банком лише в разі відсутності в нього ресурсів для термінового погашення своїх зобов'язань. Поки що таких випадків не траплялося. Цей гарантійний капітал не можна використовувати для надання кредитів.

Підписка країн-членів на акції банку здійснюється відповідно з їхньою економічною потужністю. Кожна країна має свою квоту в статутному капіталі. Квота України становить 0,8 % капіталу банку, США — 17, Японії — 6,24, Росії, Канади, Саудівської Аравії, Індії та Італії — по 2,99 % [44, с. 217].

**Зовнішні джерела фінансування.** МБРР є значним позичальником на світовому фінансовому ринку. Він випускає облігації під 7 % річних, що дуже вигідно приватним інвесторам. Їхній інтерес підігривається ще й тим, що банк дає гарантії під ці облігації. Крім того, приватні банки й інші кредитні інститути вкладають свої капітали в облігації МБРР. За рахунок емісії облігацій МБРР формує 94 % своїх ресурсів.

**Кредитна політика МБРР.** Основне призначення кредитів - стимулювати розвиток приватного сектора в країнах-членах. До прийняття рішення про надання кредиту в країну прибуває місія МБРР, яка вивчає економічну ситуацію, оцінює доцільність здійснення проєктів, під які плануються кредити. Місія складає свій висновок і рекомендації, які країна мусить прийняти, інакше може й не одержати кредиту.

Кредити надаються тільки урядам, відповідно — їхнім центральним банкам для фінансування великих проєктів під гарантії урядів.

Кредити надаються на строк 15—20 років. Ставка кредиту в середньому перевищує на 0,5 % ставку за позиковими коштами банку. Оскільки МБРР залучає позики з розрахунку 7 % річних, то кредитна ставка становить у середньому 7,5 %.

Для країн, що розвиваються, ставка дещо нижча. Найбіднішим країнам МБРР може надати безвідсотковий кредит.

Однією з особливостей діяльності МБРР є відмова від реструктуризації заборгованості клієнтів: випадків неповернення кредитів ще не було. Хоч прибуток не є головною метою МБРР, він працює прибутково. В середині 90-х років пересічно за рік прибуток становив понад 1 млрд дол.; він використовується для поповнення ресурсів МБРР. Дивідендів своїм членам банк не сплачує.

МБРР спочатку кредитував конкретні об'єкти, переважно інфраструктури, ретельно їх відбираючи. Це обмежувало позичальникам можливість маневру, що викликало їхнє невдоволення. З 80-х років кредити стали менше прив'язуватись до конкретних об'єктів. Крім підприємств приватного сектора, банк став кредитувати й державні підприємства, але під гарантії уряду. Банк кредитує й галузі, куди приватний капітал йде неохоче через їхню високу капіталоемність або низьку рентабельність (енергетика, транспорт, сільське господарство).

Банк покриває своїми кредитами лише 30 % вартості об'єкта. У промисловість спрямовується близько 15 % кредитів банку, у сільське господарство — 20 %.

Останніми роками МБРР займається проблемою врегулювання зовнішнього боргу країн, що розвиваються: видає структурні кредити для регулювання структури економіки, оздоровлення платіжного балансу.

За цільовим призначенням кредити МБРР поділяються на дві групи — інвестиційні й системні. Перші надаються під конкретні проекти та програми підприємствам, установам, на навчання та новачі. Другі призначені на подолання труднощів макроекономічного характеру. Якщо раніше перевага надавалася інвестиційним проектам, то згодом МБРР змінив стратегію на користь системних проектів (їхня частка становить понад 60 %). Нова стратегія полягає в переході від фінансування окремих проектів до співпраці з державними і громадськими організаціями, а також приватним сектором.

Системні кредити поділяються на такі види:

- *структурного регулювання* — на фінансову підтримку трансформації економічної політики і здійснення інституційних реформ у країнах, що отримують кредити;

- *структурної перебудови сектора* — на підтримку змін у політиці й інституційних реформ у найважливіших секторах;

- *на відбудову* — на підтримку урядової політики реформ, спрямованих на розвиток приватного сектора;

- *на скорочення заборгованості* — на допомогу країнам з високим рівнем заборгованості [87, с. 113—115].

### 14.3. Банк міжнародних розрахунків

Банк міжнародних розрахунків (БМР — Bank for International Settlements — BIS) — один з найстаріших міжнародних банків. Його було засновано в 1930 р. на основі міждержавної угоди шістьма державами — Великою Британією, Бельгією, Німеччиною, Італією, Францією та Японією. Членом банку стала також Швейцарія, на території якої функціонує (м. Базель). Первісним призначенням банку було врегулювання виплат німецьких репарацій за результатами Першої світової війни. В 30-ті роки склад БМР поповнився ще низкою європейських країн, а в повоєнний період — і неєвропейськими країнами, в тому числі США, Австралією, ПАР та ін. Зараз кількість членів — 54 країни.

Суттєва особливість БМР полягає в тому, що його головними передплатниками є **центральні банки** країн-членів. З цієї причини БМР часто називають банком центральних банків. Крім того, учасниками БМР є і деякі приватні комерційні банки, зокрема великі американські банки групи Моргана.

Банк міжнародних розрахунків — акціонерне товариство. Грошовою одиницею, яку він використовує, є золотий швейцарський франк із вмістом 0,29 г чистого золота.

**Формування ресурсів.** Основне джерело — позичкові кошти (вклади) центральних банків країн-членів в іноземній валюті або золоті. Вклади короткострокові, до трьох місяців. Ці кошти БМР розміщує на ринкових умовах в інших центральних банках, міжнародних організаціях і банках-кореспондентах для одержання прибутку і виплати відсотка закладами.

#### **Основні цілі і функції БМР:**

- сприяти центральним банкам в управлінні їхніми валютними резервами;
- обговорювати стратегічні питання валютної політики країн-членів;
- виконувати функції агента щодо виконання міжнародних фінансових угод країн-членів;
- проводити дослідження в галузі валютної і грошової політики в інтересах центральних банків.

Відповідно до основних функцій БМР здійснює: купівлю-продаж і зберігання золота; депозитно-позичкові операції з центральними банками; операції з валютою і цінними паперами на міжнародних ринках.



Одна з найважливіших функцій БМР — регулювання міжнародних розрахунків і розроблення нормативних документів з банківського нагляду. З цією метою при БМР утворено три комітети: Базельський комітет з банківського нагляду, Базельський комітет із систем платежів і розрахунків, Постійний комітет із євровалют.

Завданням Базельського комітету з банківського нагляду є розроблення принципів ефективного банківського нагляду для запобігання банківським кризам. Комітет розробив документи, якими керуються практично всі країни світу. Крім того, розроблено норми й нормативи міжнародної діяльності в різних галузях.

З 90-х років у сфері уваги Комітету опинилися країни Центральної й Східної Європи. Органи нагляду великої групи країн цього регіону (серед них — Україна) утворили регіональну Групу банківського нагляду країн ЦСЄ. Комітет підтримує Групу, надає їй експертну й інформаційну допомогу, допомогу в підготовці фахівців. Служба банківського нагляду Національного банку України підтримує тісні контакти з членами Групи, бере активну участь у роботі її органів.

БМР підтримує тісні контакти з міжнародними інститутами валютно-кредитного ринку, насамперед з МВФ і Групою Всесвітнього банку. Особливі відносини БМР має з Групою Десяти (Г-10), чийм фактичним валютно-фінансовим центром він є.

З 80-х років БМР здійснює новий вид діяльності. Він надає проміжний кредит країнам, які очікують кредит від МВФ і перебувають у складному фінансовому становищі. Робиться це для того, щоб підтримати економіку цих країн до одержання кредитів МВФ.



## ЗАПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

1. У чому полягають цілі МВФ?
2. У чому полягають функції МВФ?
3. Як формуються ресурси МВФ?
4. Як здійснюється кредитно-фінансова діяльність МВФ?
5. Що таке СДР?
6. У чому полягають основні цілі МБРР?
7. Як формуються ресурси МБРР?
8. Як здійснюється кредитна політика МБРР?
9. У чому полягають основні функції БМР?

# ГЛАВА 15

## РЕГУЛЮВАННЯ ЗОВНІШНЬОЇ ЗАБОРГОВАНОСТІ КРАЇН

**Ключові поняття** Клуби кредиторів; Паризький та Лондонський клуби; країна-боржник; країна-кредитор; зовнішня заборгованість; реструктуризація боргу; Торонтські, Х'юстонські, Лондонські, Неапольські умови; Банківський консультативний комітет

### 15.1. Діяльність Паризького клубу

---

Паризький клуб — неформальне об'єднання урядів країн-кредиторів, якими є Австралія, Австрія, Бельгія, Норвегія, Велика Британія, Німеччина, Данія, Іспанія, Італія, Канада, Нідерланди, Норвегія, Португалія, США, Швейцарія, Швеція, Франція, Фінляндія та Японія. Це об'єднання було створено в 1956 р. з метою реструктуризації заборгованості країн, що розвиваються. Паризький клуб — це неформальне об'єднання, яке не має штаб-квартири, секретаріату, а головне — статуту, іншими словами, цей клуб не має юридичного статусу. Участь у Паризькому клубі означає постійний обмін інформацією між кредиторами про заборгованість та хід її погашення. Усі угоди країн-боржників з Паризьким клубом мають статтю, що регламентує їхній обов'язок не надавати третім країнам більш вигідних умов погашення боргу перед ними, ніж умови, що були надані членам клубу. Найбіднішим країнам йдуть на поступки та можуть списати до 80 % їхнього зовнішнього боргу офіційним кредиторам. Практика, що прийнята Клубом, обмежує також суму поступки країною-кредитором активів на вторинному ринку боргових зобов'язань до 20 млн дол., або 10 % загальної суми вимог до даної країни-кредитора.

Паризький клуб функціонує в тісному співробітництві з МВФ. Якщо будь-яка держава, що є боржником, потерпає від економічних труднощів, починає оздоровчу програму щодо санації економічної ситуації під егідою МВФ, то Паризький клуб пропонує угоду щодо реструктуризації її зовнішнього боргу уряду країни. Результатом цього процесу, як правило, стає змога зменшити пасивне сальдо платіжного балансу без скорочення об'єму імпорту товарів та капіталів.

У переговорах у рамках Паризького клубу може брати участь будь-яка країна-кредитор, яка є тримачем зобов'язань за боргами, за якими може вимагатися перегляд умов погашення.

Найбільшу частку позик та кредитів у сучасних умовах міжнародної економіки країни, що розвиваються, а також країни Східної та

Центральної Європи отримали від країн—учасниць Організації економічного співробітництва та розвитку, тому ці країни майже постійно є учасниками переговорного процесу. Серед інших традиційних учасників переговорів у Паризькому клубі слід назвати МВФ, Всесвітній банк, Конференцію ООН з торгівлі та розвитку, а також, звісно, країн-боржників, що звертаються з проханням щодо перегляду заборгованості. Такий багатосторонній підхід найбільш ефективний та полегшує роботу в адміністративно-організаційному плані, тому що боржник має змогу вести переговори з усіма кредиторами одночасно. Крім того, кредитори надають значну увагу принципу рівномірного розподілу боргів, бо хочуть бути впевненими в тому, що надані ними пільги щодо умов виплати боргу не використовуються для обслуговування боргових зобов'язань перед іншими кредиторами.

У своїй роботі Паризький клуб дотримується трьох основних принципів:

- наявність неопосередкованої загрози неотримання платежів;
- обумовленість реструктуризації боргу зобов'язанням боржника проводити певну економічну політику;
- рівномірне розподілення невиплачених боргів серед кредиторів.

Перші два принципи — це умови, які країна-боржник повинна виплатити, перш ніж питання про перегляд старих умов погашення боргу буде розглянуте Паризьким клубом. Третій принцип не є обов'язковим. Він говорить про те, що кредитори повинні діяти спільно та координувати свої дії та вимоги до боржників.

Для створення більш ефективної системи реструктуризації боргу Паризький клуб розробив класифікацію країн за рівнем їхніх доходів, згідно з якою для кожної групи країн застосовуються певні умови щодо отримання згоди на реструктуризацію боргу з боку Паризького клубу кредиторів. По відношенню до найбільш бідніших країн застосовують Торонтські, Лондонські та Неапольські умови; до найбідніших країн із середнім рівнем доходу застосовують Х'юстонські умови; заможні країни із середнім рівнем доходу користуються стандартними умовами Паризького клубу.

**Торонтські умови** були прийняті в 1988 р. Вони та застосовуються по відношенню до країн, доход на душу населення в яких не перевищує встановленого світовим банком рівня, який на сьогоднішній день становить 540 дол. на рік. До таких країн належать майже всі країни Африки, такі як Нігер чи Центральноафриканська республіка. Таким країнам може бути:

- ♦ списана третина боргу з переглядом відсоткових ставок по його обслуговуванню;

◆ надатися можливість погасити борг у строк до 25 років, 14 з яких відсотки нараховуються за пільговим режимом;

◆ нарахування відсотків проводиться за ставками удвічі менших за ринкові.

**Х'юстонські умови** прийняті в 1990 р. по відношенню до бідних країн, у яких річний дохід на душу населення перевищує максимальний рівень, установлений Всесвітнім банком, що на сьогодні становить майже 785 дол. на рік. Згідно з цими умовами:

• строк погашення комерційних кредитів збільшується до 15 років з пільговим періодом у 8 років;

• з програм офіційної допомоги строк погашення й пільговий період становлять 20 та 10 років відповідно.

**Лондонські умови** означають:

◆ анулювання 25 % боргу з подальшою реструктуризацією суми, що залишилась, на 23 роки з шестирічним пільговим періодом;

◆ реструктуризація боргу за ринковими відсотковими ставками на 25 років з 16-річним пільговим періодом;

◆ реструктуризація зобов'язань щодо обслуговування кредиту, який був наданий як офіційне сприяння розвитку країни на 30 років із 20-річним пільговим періодом

До країн, реструктуризація боргу яким проводилася на основі Лондонських умов, належать Гвінея, Гондурас, Мозамбік, Сьєрра-Леоне.

Згідно з **Неапольськими умовами**, реструктуризація боргу проводиться протягом 40 років, а пільговий період може тривати 16 або 20 років. У цьому випадку відсоткова ставка не переглядається.

З 1997 р. Паризький клуб почав застосовувати Ліонські умови, за якими боргові зобов'язання можна знижувати до 80 %.

Найбільш поширені **Стандартні умови** Паризького клубу, які дозволяють реструктуризацію 10 % боргу на 10 років з 5-річним пільговим періодом.

Серед нововведень Паризького клубу — «Ініціатива НІРС», яка передбачає цілеспрямовані зусилля щодо зниження боргу для найбідніших з країн, що розвиваються, за умов проведення у них реформ з фінансової санації, які мають бути схвалені Всесвітнім банком та МВФ.

Що стосується діяльності останніх років, то найбільш значними подіями в діяльності Паризького клубу виділяється анулювання 100 % боргу Сьєра-Леоне в 2007 р., дозвіл на дострокову виплату 22 млрд дол. боргу з боку Російської Федерації, наданого в 2006 р., угода з урядом України на реструктуризацію зовнішнього боргу, що була підписана в 2001 р.

## 15.2. Діяльність Лондонського клубу

Лондонський клуб — це форум з перегляду строків погашення кредитів, що надані комерційними банками без гарантій з боку урядів країн-кредиторів. Оскільки такі переговори між боржниками та комерційними кредиторами найчастіше проходять саме в Лондоні, то цей клуб отримав назву Лондонського. Це неофіційна організація, до складу якої входять комерційні банки, перед якими мають заборгованість країни третього світу. Перше засідання лондонського клубу відбулося в 1976 р.

Діяльність Лондонського клубу поступово набирала масштабів, лише у 80-х роках минулого століття було підписано близько 50 угод щодо перегляду умов погашення заборгованості з країнами, що розвиваються. У 1985 р. було розроблено План Бейкера, який визначив основні завдання в проведенні аналізу програми фінансової рівності країн-боржників. Таку стратегію почали застосовувати щодо країн із середнім рівнем доходу.

Основна мета Лондонського клубу — полегшити для країн, що розвиваються, умови обслуговування боргу.

В організаційній структурі Лондонського клубу інтереси банків-кредиторів представляє консультативний комітет, до складу якого входять банки, на які припадає максимальна частка боргу країни. Однак при цьому організація не має постійного голови або секретаріату, тому її процедури мають досить вільний характер, що дозволяє застосувати гнучкий підхід при розгляді питання реструктуризації боргу для кожної конкретної країни. Лондонський клуб не має формальних процедур перегляду строків погашення боргу, комерційні банки, які є головними кредиторами країни, яка бажає реструктуризації своєї заборгованості, складають Банківський консультативний комітет (БКК) для захисту інтересів комерційних банків-кредиторів. До складу БКК зазвичай входить не більше 15 банків.

Реструктуризація боргу в Лондонському клубі проводиться в сім етапів: спочатку боржник заявляє про мораторій на платежі, створює групу щодо врегулювання боргу та складає Інформаційний меморандум. Паралельно з цим формується БКК, після чого сторони скликають раду з вивчення ситуації та узгоджують основні умови. Якщо між країною-боржником та комітетом було досягнуто згоди щодо реструктуризації, то вона повинна отримати підтримку всіх банків, що мають 90—95 % неоплачених зобов'язань боржника. Після цього угода може бути офіційно підписана та оформлена.

Як правило, Лондонський клуб не переглядає розміру відсоткових ставок за кредитами. Зазвичай комерційні банки просто надають країнам-боржникам нову позику як заходи щодо реструктуризації. Однак останнім часом усе більша кількість комерційних банків виражає своє незадоволення такою практикою надання додаткових фінансових коштів. Сучасні угоди про перегляд боргу створюють набір альтернативних фінансових можливостей щодо інструментів зменшення суми боргу.



### ЗАПИТАННЯ ДЛЯ САМОКОНТРОЛЮ

---

1. Які особливості діяльності Паризького клубу?
2. Які умови застосовуються щодо найбідніших країн?
3. Які умови застосовуються щодо найбідніших країн із середнім доходом?
4. Що являє собою «Ініціатива НІРС»?
5. У чому особливості діяльності Лондонського клубу?



1. *Амоша А., Вишневский В.* К вопросу об оценке уровня налогов в Украине // Экономика Украины. — 2002. — № 8.
2. *Балабанов И.Т.* Основы финансового менеджмента. — М.: Финансы и статистика, 1995.
3. *Береславська О.І. та ін.* Міжнародні розрахунки та валютні операції. — К.: КНЕУ, 2002.
4. *Боринець С. Я.* Міжнародні фінанси. — К.: Знання-Прес, 2002.
5. *Бураковський І.* Теорія міжнародної торгівлі. — К.: Основи, 2000.
6. *Ван Хорн Дж.К.* Основы управления финансами. — М.: Финансы и статистика, 1999.
7. Влияние многосторонних торговых инициатив на благосостояние развивающихся стран // БИКИ № 41, 2005.
8. *Гаман М. В.* Державне управління інноваціями: Україна та зарубіжний досвід. — К.: Вікторія, 2004.
9. *Герчикова И.Н.* Международное коммерческое дело: Учебник. — М.: ЮНИТИ, 2001.
10. *Герчикова И.Н.* Международные экономические организации. — М.: Консалтбанкир, 2000.
11. *Герчикова И.Н.* Международные экономические отношения. — М.: АО «Консолт — банкир», 2001.
12. *Гіл Ч.* Міжнародний бізнес. — К.: Основи, 2001.
13. Глобальна торгова система: розвиток інститутів, правил, інструментів СОТ / Кер. авт. кол. і наук. ред. Циганкова Т.М. — К.: КНЕУ, 2003.
14. *Гольцберг М., Хасан-бек А.* Основы финансового инвестирования. — К.: Знання, 1998.
15. *Грейсон Дж. К., О'Делл К.* Американский менеджмент на пороге XXI века. — М.: Экономика, 1995.
16. *Денберг Р.Л.* Международное налогообложение. — М.: ЮНИТИ, 1997.
17. *Друкер П.* Як забезпечити успіх у бізнесі. — К.: Україна, 1994.
18. *Дэниелс Дж. Д., Радеба Ли. Х.* — Международный бизнес: Учебник. — М.: Дело, 1994.
19. Економіка зарубіжних країн: Навч. посібник / За ред. Козака Ю.Г., Ковалевського В.В., Ржепишевського К.І. — К.: ЦУЛ, 2003.
20. Зовнішньоекономічна діяльність: Навч. посібник / За ред. Козака Ю.Г., Логвінової Н.С., Сіваченка І.Ю., К.: — ЦУЛ, 2006.
21. Зовнішньоекономічна діяльність підприємств: Навч. посібник / За ред. Козака Ю.Г., Сіваченка І.Ю., Логвінової Н.С. — К.: ЦНЛ, 2006.
22. *Киреев А.П.* Международная экономика : В 2-х ч. — Ч. II. Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование: Учеб. пособие для вузов. — М.: Международные отношения, 1999.

23. *Киреев А.П.* Международная экономика: В 2-х ч. — Ч.1. Международная микроэкономика: движение товаров и факторов производства. Учебное пособие для вузов. — М.: Международные отношения, 1997.
24. *Кириченко О., Ковас І., Ятченко А.* Менеджмент зовнішньоекономічної діяльності. — К.: Фінансист, 2000.
25. *Котлер Ф.* Маркетинг. Менеджмент. — СПб: Питер, 1998.
26. *Красавина Л.Н.* Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. — М.: Финансы и статистика, 2000.
27. *Кругман П.Р., Обстфельд М.* Международная экономика: Учебник. — СПб: Питер, 2004.
28. *Линдерт П.Х.* Экономика мирохозяйственных связей: Учебник. — М.: Прогресс, 1992.
29. *Лук'яненко Д.Г.* Економічна інтеграція і глобальні проблеми сучасності: Навч. посібник. — К.: КНЕУ, 2005.
30. *Луцишин З.* Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. — К.: Видавничий центр «Друк», 2002.
31. *Льюис Р.Д.* Деловые культуры в международном бизнесе. — М.: Дело, 1999.
32. *Лях Т.Б.* О миграционной ситуации в странах ЕС // БИКИ. — 2004. — № 24.
33. *Макконнелл К.Р., Брю С.Л.* Экономика: принципы, проблемы и политика. — В 2 т; Т. I. — М.: Республика, 1992.
34. *Макконнелл К.Р., Брю С.Л.* Экономика: принципы, проблемы и политика. — В 2т; Т. II, М.: Республика, 1992.
35. *Макогон Ю.В., Ляшенко В.І., Кравченко В.О.* Регіональні економічні зв'язки і вільні економічні зони. — Донецьк: ДонНУ, 2005.
36. *Маршалл А.* Принципы политической экономии. Т. II : Пер. с англ. — М.: Прогресс, 1984.
37. МВФ о состоянии и перспективах развития мировой экономики // БИКИ, 2005. — № 52.
38. *Международный менеджмент: Учебник для вузов / Под ред. С.Э. Привоварова.* — СПб: Питер, 2000.
39. *Международные стратегии экономического развития: Учеб. Пособие / Под общ. ред. Акад. Пахомова Ю.Н.* — Киев-Донецк, 2001.
40. *Мескон М.Х., Альберт М., Хедоури Ф.* Основы менеджмента: Учебник — М.: Дело, 1995
41. *Міжнародна економіка: Навч. посібник / За ред. Козака Ю.Г., Ковалевського В.В.* — К.: ЦУЛ, 2004.
42. *Міжнародна інвестиційна діяльність: Підручник / За ред. Лук'яненка Д.Г.* — К.: КНЕУ, 2003.
43. *Міжнародне оподаткування. Навч. посібник. / За ред. Козака Ю.Г., Логвінової Н.С., Слепця В.М.* — К.: ЦНЛ, 2005.
44. *Міжнародні організації: Навчальний посібник/За ред. Козака Ю.Г., Ковалевського В.В.* — К.: ЦУЛ, 2007.
45. *Міжнародні стратегії економічного розвитку: Навч. посібник / За ред. Козака Ю.Г., Єханурова Ю.І., Ковалевського В.В.* — К.: ЦНЛ, 2005.



46. Міжнародні фінанси: Навч. посібник / За ред. Козака Ю.Г., Логвінової Н.С., Ковалевського В.В. — К.: ЦУЛ, 2007.
47. Міжнародні фінанси: Підручник / За ред. О.І. Рогача. — К.: Либідь, 2003.
48. *Миронов А.* Концепции развития транснациональных корпораций. — М., 1981.
49. *Мозговий О.М.* Фондовый рынок. — К.: КНЕУ, 1999.
50. *Новицький В.С.* Міжнародна економічна діяльність України. — Підручник. — К.: КНЕУ, 2003.
51. Об увеличении внешней помощи ведущими странами-донорами // БИКИ. — 2007. — № 3.
52. *Овчинников Г.П.* Международная экономика: Учеб. пособие. — СПб: Изд.-во Михайлова В.А., 1999.
53. ООН: основные факты. Справочник. — М.: Весь мир, 2000.
54. О развитии мирового сектора финансовых услуг// БИКИ. — 2005. — № 62.
55. Основи міжнародної торгівлі: Навч. посібник / За ред. Козака Ю.Г., Логвінової Н.С. — К.: ЦУЛ, 2005.
56. Оценка стабилизирующей роли прямых иностранных инвестиций// БИКИ. — 2007. — № 27.
57. *Пахомов Ю.М., Лук'яненко Д.Г. Губський, Б.В.* Національні економіки в глобальному конкурентному середовищі. — К.: Україна, 1997.
58. *Пебро М.* Международные экономические, валютные и финансовые отношения. — М.: Прогресс, 1994.
59. Перспективы преодоления разногласий между развитыми и развивающимися странами ВТО// БИКИ. — 2005. — № 23—24.
60. Перспективы экономического развития в оценке экспертов ОЭСР // БИКИ. — 2007. — № 4.
61. *Портер М.* Международная конкуренция: Учебник. — М.: Международные отношения, 1998.
62. *Портер М.* Стратегії конкуренції — К.: Основи, 1998.
63. Прогноз мирового рынка золота// БИКИ. — 2007. — № 1—2.
64. *Рогач О.* Міжнародні інвестиції: теорія та практика бізнесу транснаціональних корпорацій: Підручник. — К.: Либідь, 2005.
65. *Рогач О.І.* Транснаціональні корпорації та економічне зростання: Навч. посібник / Ун-т ім. Тараса Шевченка. Ін-т міжнародних відносин. — К., 1997.
66. *Рогач О.* ТНК і економічне зростання країн, що розвиваються. — К., 1994.
67. *Рокоча В.В.* Міжнародна економіка. — К.: Таксон, 2003.
68. *Рокоча В. В., Плотніков О. В., Новицький В. С., Кудирко Л. П.* Транснаціональні корпорації: Навч. посібник з нормативної навч. дисципліни «Транснаціональні корпорації». — К.: Таксон, 2001.
69. Роль сектора услуг в экономике стран ОЭСР// БИКИ. — 2005. — № 53.
70. *Рут Ф.Р., Філіпенко А.С.* Міжнародна торгівля та інвестиції: Підручник. — К.: Основи, 1998.

71. *Сальваторе Д.* Международная экономика : Пер. с англ. — М.: Ин-т внеш. экон. связей и управления, 1998.
72. Світова економіка: Підручник / За ред. Філіпенка А.С. — К.: Либідь, 2000.
73. *Стігліц Джозеф Е.* Економіка державного сектора : Пер. з англ. А.Олійник, Р.Скільський. — К.: Основи, 1998.
74. *Татеуси К.* Вечный дух предпринимательства. — К.: Укрзакордонвизасервис, 1992.
75. *Томпсон А.А., Стрикленд А.Дж.* Стратегический менеджмент.: Учебник. — М.: ЮНИТИ, 1998.
76. *Томпсон А.А., Формби Дж.* Экономика фирмы — М.: Бином, 1998.
77. Транснаціональні корпорації: особливості інвестиційної діяльності: Навч. посібник / За ред. С.О. Якубовського, Ю.Г. Козака. — К.: ЦНЛ, 2006.
78. Управління зовнішньоекономічною діяльністю / За ред. Кредісова А.І. — К.: Віра — Р, 1998.
79. Управління міжнародною конкурентоспроможністю в умовах глобалізації економічного розвитку: У 2 т. — Т. 1 / Д.Г. Лук'яненко, Л.Л. Антонюк та ін; За заг. ред. Д.Г. Лук'яненко, А.М. Поручника. — К.: КНЕУ, 2006.
80. Управління міжнародною конкурентоспроможністю підприємств. Навч. посібник / За ред. Сіваченка І.Ю., Козака Ю.Г., Єханурова Ю.І. — К.: ЦНЛ, 2006.
81. *Філіпенко А.С., Будкін В.С., Гальчинський А. С., Гесць В. М., Дудченко М. А.* Україна і світове господарство: взаємодія на межі тисячоліть: Навч. посібник для студ. вищих навч. закладів. — К.: Либідь, 2002.
82. *Фомичев В.И.* Международная торговля: Учебник. — М.: ИНФРА — М, 2001.
83. *Фридмен М.* Если бы деньки заговорили... — М.: Дело, 2002.
84. *Хорошковський В.І.* Співробітництво України з міжнародними фінансовими організаціями: еволюція, теорія, практика. К., «Інтелект», 2002.
85. *Хэррис Дж.М.* Международные финансы. — М.: Международные отношения, 1996.
86. *Циганкова Т.М.* Глобальна торгова система: розвиток інститутів, правил, інструментів СОТ. — К.: КНЕУ, 2003.
87. *Циганкова Т.М., Гордєєва Т.Ф.* Міжнародні організації: Навч.-метод. посібник для самостійного вивчення дисципліни. — К.: КНЕУ, 2003.
88. *Циганкова Т.М., Петрашко Л.П., Кальченко Т.В.* Міжнародна торгівля: Навч. посібник. — К.: КНЕУ, 2001.
89. *Шемет Т.С.* Теорія і практика валютного курсу: Навч. посібник / За ред. О.І. Рогача. — К.: Либідь, 2006.
90. *Шреплер Х.А.* Международные экономические организации. — М.: Международные отношения, 1999.
91. *Шумпетер Й.* Теория экономического развития. — М.: Прогресс, 1982.
92. *Энг М.В., Лис Ф.А., Мауер Л. Дж.* Мировые финансы. — М.: ДеКА, 1998.
93. Argentina, Balance of Payments Statistics. Central Bank of Argentina. 2005. /[www.bcra.gov.ar/](http://www.bcra.gov.ar/).

- 
94. Abbott Laboratories. Financial Tearsheet. Abbott Laboratories Official Site. 2005. /www.abbott.com/.
  95. American Home Products. Financial Tearsheet. American Home Products Official Site. 2005. /www.ahp.com/.
  96. Astra Zeneca. Financial Tearsheet. Astra Zeneca Official Site. 2005. /www.astrazeneca.se/.
  97. Australia. Balance of Payments Statistics. Reserve Bank of Australia. 2005. /www.rba.gov.au/.
  98. Azerbaijan. Balance of Payments Statistics. National Bank of Azerbaijan. 2005. /www.nba.az/.
  99. Azerbaijan, Country Commercial Guide, U.S. Department of State, Washington, 2005.
  100. Asian Development Bank. Country Data. 2005. /www.adb.org/.
  101. BEA. US Investment within NAFTA. /www.bea.doc.gov/.
  102. Bureau of Economic Analysis. Foreign Direct Investment in the United States: Operations of US Affiliates of Foreign Companies in 1998, Survey of Current Business, August 2000.
  103. Bureau of Economic Analysis. Foreign Direct Investment in the United States: Detail for Historical-Cost Position and Balance of Payments Flows, 1987-99, August 2000.
  104. Berggren C. The Volvo Experience: Alternatives to Lean Production in the Sweden Autoindustry. — London: The Macmillan Press, 1994.
  105. BMW. Financial Tearsheet. BMW Official Site. 2005. /www.BMV.com/.
  106. Brazil. Balance of Payments Statistics. Central Bank of Brazil. 2005. /www.bcb.gov.br/.
  107. Bristol-Myers Squibb. Financial Tearsheet. Bristol-Myers Squibb Official Site. 2005. /www.bmw.com/.
  108. Bulgaria. Balance of Payments Statistics. National Bank of Bulgaria. 2005. /www.bnb.bg/.
  109. Canada. Balance of Payments Statistics. Bank of Canada. 2005. /www.bank-banque-canada.ca/.
  110. Chile. Balance of Payments Statistics. Central Bank of Chile. 2005. /www.bcentral.cl/.
  111. China. Balance of Payments Statistics. The People's Bank of China. 2005. /www.pbc.gov.cn/.
  112. Colombia. Balance of Payments Statistics. Central Bank of Colombia. 2005. /www.banhue.banrep.gov.co/.
  113. Czech Republic. Balance of Payments Statistics. National Bank of Czech Republic. 2005. /www.cnb.cz/.
  114. Daimler-Chrysler. Financial Tearsheet. Daimler-Chrysler Official Site. 2005. /www.daimlerchrysler.com/.
  115. Dunning, J. H. Multinational Enterprises and the Global Economy. MASS, 1993.
  116. Dunning J.H. The Competitive advantage of Countries and Activities of Transnational Corp. 1992.

117. Dunning J. *The Theory of Transnational Corporations*. London, 1993.
118. Dunning, J. H. *The Role of Foreign Direct Investment in a Globalizing Economy*. BNL Quarterly Review. June 1995.
119. Dunning J. *Alliance Capitalism and Global Business*. London, 1997.
120. Economist Intelligence Unit. *Country Data*, 2005. /www.eiu.com/.
121. Electrolux. *Financial Tearsheet*. Electrolux Official Site. 2005. /www.electrolux.com/.
122. Eli Lilly. *Financial Tearsheet*. Eli Lilly Official Site. 2005. /www.lilly.com/.
123. Fiat. *Financial Tearsheet*. Fiat Official Site. 2005. /www.fiat.com/.
124. *Financial Tearsheet*. Worldscope / Disclosure, L.L.C., 2003. /www.oclc.org/firstsearch/databases/details/dbinformatin\_worldscope.html/.
125. *Financial Tearsheet*. Disclosure Incorporated, 2003. /www.disclosure.com/.
126. Ford Motor. *Financial Tearsheet*. Ford Motor Official Site. 2005. /www.ford.com/.
127. *Fortune Global 500*. /www.fortune.com/lists/G500.html/.
128. France. *Balance of Payments Statistics*. Bank of France. 2005. /www.banque\_france.fr/.
129. General Motors. *Financial Tearsheet*. General Motors Official Site. 2005. /www.gm.com/.
130. General Electric. *Financial Tearsheet*. General Electric Official Site. 2005. /www.ge.com/.
131. Germany. *Balance of Payments Statistics*. Bank of Germany. 2005. /www.bundesbank.de/.
132. Glaxo Wellcome. *Financial Tearsheet*. Glaxo Wellcome Official Site. 2005. /www.glaxowellcom.com/.
133. Hitachi. *Financial Tearsheet*. Hitachi Official Site. 2005. /www.hitachi.com/.
134. Honda Motor. *Financial Tearsheet*. Honda Motor Official Site. 2005. /www.honda.com/.
135. Howensite N. *Foreign Direct Investment in the United States: New Investment in 1999*, Survey of Current Business, June 2000.
136. Hungary. *Balance of Payments Statistics*. National Bank of Hungary. 2005. /www.mti.hu/mnb/mnbeng.htm/.
137. India. *Balance of Payments Statistics*. Reserve Bank of India. 2005. /www.reservebank.com/.
138. Indonesia. *Balance of Payments Statistics*. Bank of Indonesia. 2005. /www.bi.go.id/.
139. Intel. *Financial Tearsheet*. Intel Official Site. 2005. /www.intel.com/.
140. *International Business*. NY.: The Dryden Press, 2005.
141. International Monetary Fund. *Balance of Payments Statistics*. Yearbook. Washington, 2003.
142. International Monetary Fund. *Balance of Payments Statistics*. Yearbook. Washington, 2004.
143. International Monetary Fund. *Balance of Payments Statistics*. Yearbook. Washington, 2005.

- 
144. International Monetary Fund. International Financial Statistics. Yearbook. Washington, 2002.
145. International Monetary Fund. International Financial Statistics. Yearbook. Washington, 2003.
146. International Monetary Fund. International Financial Statistics. Yearbook. Washington, 2004.
147. International Monetary Fund. International Financial Statistics. Yearbook. Washington, 2005.
148. Italy. Balance of Payments Statistics. Bank of Italy. 2005. /www.bancaditalia.it/.
149. Japan. Balance of Payments Statistics. Bank of Japan. 2005. /www.boj.or.jp/index.htm/.
150. Johnson & Johnson. Financial Tearsheet. Johnson & Johnson Official Site. 2005. /www.jnj.com/.
151. Kazakhstan. Balance of Payments Statistics. National Bank of Kazakhstan. 2005. /www.nationalbank.kz/.
152. Kazakhstan, Country Commercial Guide, U.S. Department of State, Washington, 2004.
153. L'économie contemporaine en 10 leçons [Texte imprimé] / Jacques Bichot,... Frédéric Carluier,... Fanny Coulomb,... [et al.] ; sous la dir. d'Ivan Samson,... — Paris : Sirey, 2003 (61-Lonrai : Normandie roto impr.) — XI-691 p.
154. Lucent Technologies. Financial Tearsheet. Lucent Technologies Official Site. 2005. /www.lucent.com/.
155. Malaysia. Balance of Payments Statistics. National Bank of Malaysia. 2005. /www.bnm.gov.my/.
156. Matsushita. Financial Tearsheet. Matsushita Official Site. 2005. /www.matsushita.com/.
157. Mazda Motor. Financial Tearsheet. Mazda Motor Official Site. 2005. /www.mazda.com/.
158. Merck. Financial Tearsheet. Merck Official Site. 2005. /www.merck.com/.
159. Mexico. Balance of Payments Statistics. Bank of Mexico. 2005. /www.banxico.org.mx/.
160. MIGA Member Countries. World Bank. News Release, October 2005 /www.miga.org/.
161. Mitsubishi Motors. Financial Tearsheet. Mitsubishi Motors Official Site. 2005. /www.mitsubishi-motors.co.jp/.
162. Mitsubishi. Financial Tearsheet. Mitsubishi Official Site. 2005. /www.mitsubishi.com/.
163. Moldova. Balance of Payments Statistics. National Bank of Moldova. 2005. /www.bnm.org/.
164. Moldova, Country Commercial Guide, U.S. Department of State, Washington, 2004.
165. Motorola. Financial Tearsheet. Motorola Official Site. 2005. /www.motorola.com/.
166. NEC. Financial Tearsheet. NEC Official Site. 2005. /www.nec.com/.

167. Netherlands. Balance of Payments Statistics. National Bank of Netherlands. 2005. /www.dnb.nl/index.htm/.

168. New OECD Guidelines for Multinational Enterprises reinforce framework for the global economy. Organization for Economic Cooperation and Development. News Release, June, 2004. /www.oecd.org/.

169. Nissan Motor. Financial Tearsheet. Nissan Motor Official Site. 2005. /www.nissanmotors.com/.

170. Northern Telecom. Financial Tearsheet. Northern Telecom Official Site. 2005. /www.northerntelecom.com/.

171. Novartis. Financial Tearsheet. Novartis Official Site. 2005. /www.novartis.com/.

172. Peugeot. Financial Tearsheet. Peugeot Official Site. 2005. /www.peugeot.com/.

173. Peru. Balance of Payments Statistics. Central Bank of Peru. 2005. /www.bcrp.gob.pe/.

174. Pfizer. Financial Tearsheet. Pfizer Official Site. 2005. /www.pfizer.com/.

175. Poland. Balance of Payments Statistics. National Bank of Poland. 2005. /www.nbp.pl/.

176. Renault. Financial Tearsheet. Renault Official Site. 2005. /www.renault.com/.

177. Review of Foreign Direct Investment in France, OECD Report, April 2000.

178. Romania. Balance of Payments Statistics. National Bank of Romania. 2005. /www.bnro.ro/def\_en.hm/.

179. Roche Holding. Financial Tearsheet. Roche Holding Official Site. 2005. /www.roche.com/.

180. Royal Philips Electronics. Financial Tearsheet. Royal Philips Electronics Official Site. 2005. /www.philips.com/.

181. Russia. Balance of Payments Statistics. Central Bank of Russia. 2005. /www.cbr.ru/.

182. Russia, Country Commercial Guide, U.S. Department of State, Washington, 2004.

183. Samsung. Financial Tearsheet. Samsung Official Site. 2005. /www.samsung.com/.

184. Siemens. Financial Tearsheet. Siemens Official Site. 2005. /www.siemens.com/.

185. Singapore. Balance of Payments Statistics. Monetary Authority of Singapore. 2005. /www.mas.gov.sg/.

186. Smithkline Beecham. Financial Tearsheet. Smithkline Beecham Official Site. 2005. /www.sb.com/.

187. Sony. Financial Tearsheet. Sony Official Site. 2005. /www.sony.com/.

188. South Korea. Balance of Payments Statistics. Bank of Korea. 2005. /www.bok.or.kr/kbindex\_e.html/.

189. Taiwan. Balance of Payments Statistics. Central Bank of Taiwan. 2005. /www.cbc.gov.tw/chome.htm/.

- 
190. Un Taylorisme Arythmique dans les Economies planifiees du Centre // Critiques de l'Economie Politique. — Paris, 1982. — N 19.
191. Thailand. Balance of Payments Statistics. Bank of Thailand. 2005. /www.bot.or.th/.
192. Toshiba. Financial Tearsheet. Toshiba Official Site. 2005. /www.toshiba.com/.
193. Toyota Motor. Financial Tearsheet. Toyota Motor Official Site. 2005. /www.toyota.co.jp/.
194. Volkswagen. Financial Tearsheet. Volkswagen Official Site. 2005. /www.volkswagen.de/.
195. Volvo. Financial Tearsheet. Volvo Official Site. 2005. /www.volvo.com/.
196. Ukraine. Balance of Payments Statistics. National Bank of Ukraine. 2005. /www.bank.gov.ua/.
197. Ukraine, Country Commercial Guide, U.S. Department of State, Washington, 2004.
198. United Kingdom. Balance of Payments Statistics. Bank of England. 2005. /www.bankofengland.co.uk/.
199. United States. Balance of Payments Statistics. Federal Reserve System 2005. /www.federalreserve.gov/.
200. US Department of Commerce. NAFTA: Investment Chapter.
201. UNCTAD. World Investment Report 1998: Transnational Corporations, Market Structure and Competition Policy. Washington, 1998.
202. UNCTAD. World Investment Report 1999: Trends and Determinants. Washington, 1999.
203. UNCTAD. World Investment Report 2000: Foreign Direct Investment and the Challenge of Development. Washington, 2000.
204. UNCTAD. World Investment Report 2001: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development. Washington, 2001.
205. UNCTAD. World Investment Report 2002: Promoting Linkages. Washington, 2002.
206. UNCTAD. World Investment Report 2003: Transnational Corporations and Export Competitiveness. Washington, 2003.
207. UNCTAD. World Investment Report 2004: The Shift Towards Services. Washington, 2004.
208. UNCTAD. World Investment Report 2005: Transnational Corporations and the Internalization of R&D, 2005.
209. Warner-Lambert. Financial Tearsheet. Warner-Lambert Official Site. 2005. /www.warner-lambert.es/.
210. The Wall Street Journal & Financial Times. List of Global 500. 2005. /www.ft.com/.

НАВЧАЛЬНЕ ВИДАННЯ

Ю. Г. Козак, Ю. М. Пахомов, Н. С. Логвінова,  
А. А. Наумчик, С. Н. Лебедева, М. І. Барановська, М. А. Левицький,  
О. В. Захарченко, Є. В. Кравченко, М. В. Гронська, Л. А. Пархоменко,  
В. С. Ніценко, Л. М. Ганущак-Єфіменко, І. В. Ліганенко,  
С. В. Боденчук, В. В. Курмиженко, В. В. Бальтюкевич

# МІЖНАРОДНА МАКРОЕКОНОМІКА

НАВЧАЛЬНИЙ ПОСІБНИК

*Видання 3-тє, перероблене та доповнене*

*За редакцією  
доктора економічних наук, професора,  
академіка АЕН України **Козака Ю. Г.**,  
академіка НАН України, доктора економічних наук,  
професора, директора Інституту світової економіки  
і міжнародних відносин НАН України **Пахомова Ю. М.**,  
доцента **Логвінової Н. С.***

Оригінал-макет підготовлено  
ТОВ «Центр учбової літератури»

Керівник видавничих проектів – Сладкевич Б. А.

Підписано до друку 17.06.2011. Формат 60x84<sup>1/16</sup>  
Друк офсетний. Папір офсетний. Гарнітура PetersburgCTT.  
Умовн. друк. арк. 22,5.

Видавництво «Центр учбової літератури»  
вул. Електриків, 23 м. Київ 04176  
тел./факс 044-425-01-34  
тел.: 044-425-20-63; 425-04-47; 451-65-95  
800-501-68-00 (безкоштовно в межах України)  
e-mail: office@uabook.com  
сайт: www.cul.com.ua

Свідоцтво суб'єкта видавничої справи ДК № 2458 від 30.03.2006