

Опорний конспект лекцій з дисципліни «Міжнародна інвестиційна діяльність»

Галузь знань 0305 «Економіка і підприємництво»

Напрямок підготовки 6.030503 «Міжнародна економіка»

Фахове спрямування міжнародний туризм

I. ЗАСАДИ МІЖНАРОДНОЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

1.1. Класифікація світових ринків капіталу.

1.2. Суть міжнародного інвестування. Суб'єкти та об'єкти міжнародної інвестиційної діяльності. Класифікація інвестицій.

1.3. Форми здійснення міжнародного інвестування.

1.4. Варіанти формування портфеля інвестицій у сучасних умовах.

1.5. Недоліки та потенційні переваги міжнародного інвестування.

1.1. Класифікація світових ринків капіталу

Міжнародна інвестиційна діяльність — це сукупність дій суб'єктів (інвесторів і учасників) щодо здійснення інвестицій за рубіж та іноземних інвестицій з метою одержання прибутку. Кожна країна як суб'єкт інвестиційної діяльності визначає правові, економічні та соціальні умови цієї діяльності у своєму законодавстві. Суб'єкти інвестиційної діяльності реалізують свої економічні інтереси, вступаючи у визначені взаємовідносини на інвестиційних ринках. Ці ринки регулюють процес обміну інвестиціями й інвестиційними об'єктами (товарами). Розглянемо їх класифікацію, відповідно предмету нашого дослідження (інвестуванню, або інвестиційній діяльності), а саме:

1. Внутрішній ринок (або національний) – поділяється на *вітчизняний ринок* (обертаються цінні папери емітентів-резидентів даної країни) та *іноземний ринок* (здійснюються операції з фінансовими активами нерезидентів). Обертання іноземних цінних паперів регулюється законодавством тієї країни, у якій вони були випущені. Наприклад, цінні папери, емітовані в США іноземними корпораціями або їх підрозділами, які діють на території США, повинні відповідати американському законодавству. Іноземні корпорації, які бажають емітувати свої фінансові інструменти в Японії, повинні діяти у відповідності із законодавством Японії й нормативними актами міністерства фінансів цієї країни.

Різні іноземні ринки мають специфічні назви. Наприклад, іноземний ринок США називають **ринком янкі**. В Японії іноземний ринок називають –**самурайським**, у Великобританії – **бульдожим**, у Нідерландах – ринок **Рембрандта**, в Іспанії – ринок **матадорів**.

2. Зовнішній ринок (або міжнародний ринок) включає цінні папери з такими характеристиками: відразу після емісії вони миттєво стають доступними інвесторам багатьох країн; вони емітуються поза дією законодавства окремої країни. Зовнішній ринок має ще назву офшорний, але найчастіше його називають євrorинком.

З точки зору цінних паперів, що обертаються на ринку, міжнародний (зовнішній) ринок поділяється на:

1) світовий ринок звичайних акцій, який включає в себе ринок євроакцій – цінних паперів, які емітуються на кількох національних ринках міжнародними синдикатами;

2) світовий ринок облігацій, що включає ринок єврооблігацій. Єврооблігація – цінний папір, який: імітується міжнародним синдикатом; доступний відразу після емісії інвесторам кількох країн; обертається поза законодавством будь-якої окремо взятої країни.

Ринок єврооблігацій поділяється на кілька секторів, залежно від валюти в якій вони деноміновані (євродоларові облігації, євройенні облігації тощо);

3) грошовий ринок, інструментом якого є боргові зобов'язання зі строком погашення не більше року (комерційні папери, банківські акцепти, депозитні сертифікати, угоди про продаж і зворотній викуп – РЕПО);

4) ринок фінансових деривативів (опціонів і ф'ючерсів);

5) ринок "реальних" (непортфельних) інвестицій, що передбачає (в тому числі) здійснення прямого інвестування й операцій з венчурним капіталом.

Відокремленими класифікаційними одиницями є **так звані** "зрілий ринок" та "ринок, що зароджується", або "ринок, що зростає".

Зрілі ринки – це ринки, розвинутих країн (США, Японії, країн ЄС), що характеризуються високою часткою організованої торгівлі через біржі, високим рівнем ринкової капіталізації й відпрацьованою системою організаційного і правового забезпечення торгівлі цінними паперами.

Ринки, що зростають, або розвиваються – це фінансові ринки країн, що розвиваються швидкими темпами, або країн з перехідною економікою, які характеризуються високими темпами зростання, підвищеним ризиком, низьким рівнем капіталізації та механізмами правового регулювання, що знаходяться на стадії формування. Феномен "ринку, що зростає" часто асоціюється з ширшими можливостями (більшою кількістю вільних ніш) для інвестування.

Вищенаведена класифікація свідчить про наявність багатьох варіантів вкладення капіталу, спектр яких розширюється в зв'язку з розвитком міжнародних економічних зв'язків.

1.2. Суть міжнародного інвестування. Суб'єкти та об'єкти міжнародної інвестиційної діяльності. Класифікація інвестицій.

Інвестування лежить в основі функціонування сучасної економіки, воно інтегрує інтереси і ресурси громадян, фірм та держави щодо ефективного соціально-економічного розвитку. У найбільш широкому значенні

ІНВЕСТИЦІЇ — це укладення капіталу в тій чи іншій формі в ту чи іншу справу задля наступного його збільшення або збереження. У цілому для стабільного економічного зростання інвестиції повинні бути на рівні **15—30%** від валового національного продукту (ВНП), що забезпечується відповідними рівнями заощаджень.

ІНВЕСТИЦІЇ – це усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, у результаті якої створюється прибуток (дохід) або досягається соціальний ефект.

З економічної точки ІНВЕСТИЦІЯ – це господарська операція, яка передбачає придбання основних фондів нематеріальних активів, корпоративних прав та цінних паперів в обмін на кошти або майно.

До таких цінностей відносяться:

- кошти, цільові банківські вклади та інші цінні папери;
- рухоме та нерухоме майно (будівлі, споруди, устаткування та інше);
- майнові права, що впливають з авторського права, досвід та інші інтелектуальні цінності;
- сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань;
- права користування землею, водою, ресурсами, будівлями, спорудами, обладнанням, а також інші майнові права;
- інші цінності.

Капітальні вкладення – це форма інвестицій для відтворення лише основних фондів і приросту товарно-матеріальних запасів.

Інвестування – це процес витрачання матеріальних, трудових та грошових ресурсів на створення основних фондів або розміщення у фінансові інструменти.

Основними видами інвестування є:

- інвестування, здійснюваного громадянами та суб'єктами підприємництва, що є резидентами України;

- державне інвестування здійснюваного органами влади і управління України, АР Крим, місцевих Рад народних депутатів за рахунок бюджетних коштів, позабюджетних фондів і позичкових коштів, а також державними підприємствами і установами;

- іноземне інвестування;

- спільне інвестування.

Основними джерелами інвестування є:

• власні ресурси інвестора (заощадження громадян, для підприємств – прибуток й амортизаційні відрахування);

• запозичені (держ. кредит, банківські кредити);

• залучені (кошти інших інвесторів і вкладників, в тому числі від емісії цінних паперів);

• інвестиційні асигнування з бюджетів різних рівнів;

• іноземні інвестиції (в тому числі фінансові ресурси міжнародних фінансових організацій).

Національні і міжнародні інвестиційні ресурси у сукупності називають **світовим інвестиційним багатством**, яке має фінансову (57,7%) і матеріальну (42,3%) складові. Фінансове багатство накопичується у вигляді цінних паперів (49,6%) і готівки (8,7%), а матеріальне — у нерухомості (35,6%) і цінних металах (6,7%).

РЕСУРСИ СУБ'ЄКТІВ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Інвестори	Ресурси	
	власні (внутрішні)	залучені та позичені
Фізичні особи	Збереження та заощадження, неспожита частина індивідуальних доходів	—
Корпорації	Запаси компанії, нерозподілений прибуток, амортизаційні та інші фонди, інші власні кошти (ноу-хау, позареалізаційні прибутки тощо)	Кошти, залучені за рахунок продажу акцій, облігацій, інших цінних паперів, довгострокові кредити та позики
Держава (уряд)	Прибутки державних підприємств, податкові надходження, відрахування у державні фонди соціального страхування, державні резерви, кредитно-грошові емісії, кошти від приватизації	Внутрішні і зовнішні позики (державні облігації, казначейські зобов'язання тощо)

Як вже зазначалося, МІЖНАРОДНА ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ — це сукупність дій суб'єктів (інвесторів і учасників) щодо здійснення інвестицій за рубіж та іноземних інвестицій з метою одержання прибутку. Її суб'єктами — інвесторами є фізичні особи, корпорації, національні та міжнародні фінансові інституції, уряди країн, а суб'єктами — учасниками є фізичні та юридичні особи, які забезпечують реалізацію інвестицій як виконавці замовлень або доручень інвестора. Ресурси інвестора складаються з ресурсів, отриманих з усіх доступних джерел інвестування — **внутрішніх, залучених і позичених**.

Здійснюється міжнародна інвестиційна діяльність у двох напрямках: **вивезення капіталу та залучення іноземних інвестицій**.

Вивезення капіталу зумовлюється під дією таких чинників, як надлишок капіталів у країні, потребою у нових ринках збуту, сировини, формування певного рівня конкурентоспроможної економіки, міжнародного поділу праці, транснаціоналізації економіки.

Необхідність залучення іноземних інвестицій виникає за: обмеженості внутрішніх інвестиційних ресурсів; низької інвестиційної активності власних інвесторів; необхідності забезпечення разом з інвестиціями нової техніки та технології; бажання створити конкурентно спроможну економіку та освоїти світові ринки; потреби в модернізації соціальної інфраструктури суспільства.

З точки зору суб'єктності у світогосподарській теорії і практиці розрізняють **індивідуальних, інституціональних, корпоративних інвесторів і уряд**.

Індивідуальний інвестор самостійно (без посередників) здійснює інвестиційну діяльність. Інституційний інвестор — це фінансовий посередник, що акумулює кошти індивідуальних інвесторів і здійснює спеціалізовану інвестиційну діяльність, як правило, на операціях з цінними паперами. До інституціональних інвесторів відносяться інвестиційні фонди та компанії, пенсійні фонди, страхові компанії, взаємні фонди, а також банки. Корпоративними інвесторами є підприємства та організації різних галузей економіки. Як специфічний інвестор виступає уряд.

Головною метою **приватних іноземних інвестицій** є експорт інвестиційного капіталу за кордон у грошовій або товарній формі з метою отримання прибутку чи розширення економічного впливу.

Головною метою **державний іноземних інвестицій** є створення правових, економічних та організаційних умов для сталого розвитку економіки країни, куди вкладаються інвестиції. Державний капітал (всі види коштів із державного бюджету, що переміщуються за кордон або приймаються із-за кордону за рішенням урядів) і капітал, котрим розпоряджуються міждержавні міжурядові організації, є *офіційним* капіталом.

Щодо суб'єктів міжнародної інвестиційної діяльності використовують такі поняття:

- **інвестор інвестицій за рубіж** — суб'єкт-донор, який є резидентом певної країни (країни базування) і який вкладає кошти в об'єкти за рубежом;
- **зарубіжний реципієнт інвестицій** — суб'єкт, який не є резидентом країни базування і який отримує кошти від інвестора, який є резидентом країни базування;
- **іноземний інвестор** — суб'єкт, який не є резидентом приймаючої країни і який вкладає кошти в реципієнтів, що є резидентами приймаючої країни;
- **реципієнт іноземних інвестицій** — суб'єкт, який є резидентом приймаючої країни і який залучає кошти іноземних інвесторів.

Самі ж інвестиції можна класифікувати за різними критеріями:

Форми та види інвестицій.

Інвестиції здійснюються в таких формах:

- матеріальній – у вигляді рухомого та нерухомого майна;
- фінансовій – у вигляді грошових коштів, депозитів, цінних паперів;
- нематеріальній – у вигляді майнових прав, інтелектуальних прав, різноманітних знань тощо.

Крім того, інвестиції можуть бути про класифіковані за багатьма ознаками, зокрема:

За об'єктами вкладення капіталу:

- ❖ реальні інвестиції;
- ❖ фінансові інвестиції.

Реальні (капітальні) інвестиції – це вкладання коштів у реальні активи – як матеріальні, так і нематеріальні. Згідно Закону України „Про оподаткування прибутку підприємств” під капітальною інвестицією слід розуміти господарську операцію, яка передбачає придбання будинків, споруд, інших об'єктів нерухомої власності, інших основних фондів та нематеріальних активів.

Фінансові інвестиції – це вкладення коштів у придбання корпоративних прав, цінних паперів та інших фінансових інструментів.

За характером участі в інвестиційному процесі фінансові інвестиції поділяють на:

Пряма інвестиція – господарська операція, яка передбачає внесення коштів або майна до статутного фонду юридичної особи в обмін на корпоративні права, емітовані такою юридичною особою.

Портфельна інвестиція – господарська операція, яка передбачає придбання цінних паперів, деривативів та інших фінансових активів за кошти на фондовому ринку. Такі інвестиції не дають реального контролю інвестора над об'єктом інвестування.

За формою власності:

державні – фінансування з держбюджету, місцевих бюджетів, держ. підприємств.

приватні – характеризують вкладення капіталу фізичних осіб, а також юридичних осіб недержавних форм власності.

змішані – припускають вкладення як частки приватного, так і державного капіталу в об'єкти інвестування.

За регіональною ознакою розрізняють:

▪ внутрішні - вкладання капіталу суб'єктами господарської діяльності даної держави;

▪ іноземні – вкладання капіталу іноземними юридичними і фізичними особами, іноземними державами, міжнародними урядовими і неурядовими організаціями;

▪ закордонні – вкладання коштів в об'єкти інвестування за межами території даної держави (придбання цінних паперів закордонних компаній, майна і т.д.)

Залежно від строків освоєння: довгострокові, середньострокові, короткострокові.

За організаційною формою розрізняють:

• Інвестиційний проект – передбачає, по-перше, певний закінчений об'єкт інвестиційної діяльності і, по-друге, реалізацію, як правило, однією форми інвестицій.

• Інвестиційний портфель – включає різноманітні форми інвестицій одного інвестора.

За відтворювальною спрямованістю визначають:

• валові інвестиції характеризують загальний обсяг капіталу, що інвестується у відтворення основних засобів і нематеріальних активів у певному періоді.

• реноваційні інвестиції характеризують обсяг капіталу, який інвестується в просте відтворення основних засобів і нематеріальних активів, що амортизуються.

• чисті інвестиції характеризують обсяг капіталу, що інвестується в розширене відтворення основних засобів і нематеріальних активів.

•

За характером використання капіталу:

– первинні інвестиції характеризують використання знов сформованого для інвестиційних цілей капіталу за рахунок як власних, так і позикових фінансових ресурсів;

– реінвестиції являють собою повторне використання капіталу в інвестиційних цілях за умови попереднього його вивільнення в процесі реалізації раніше обраних інвестиційних проектів, інвестиційних товарів чи фінансових інструментів інвестування;

– дезінвестиції являють собою процес вилучення раніше інвестованого капіталу з інвестиційного обороту без подальшого його використання в інвестиційних цілях (наприклад, для покриття збитків підприємства). Їх можна охарактеризувати як негативні інвестиції підприємства

Кількісним критерієм розмежування прямих і портфельних інвестицій у розвинутій ринковій економіці є частка у 10% об'єкта інвестування. Однак, прямою може вважатися й інвестиція з меншою часткою участі, але яка забезпечує реальний вплив на прийняття рішень об'єктом інвестування. І навпаки, якщо частка інвестора становить більше 10%, але він не має реального контролю над об'єктом, то відповідна інвестиція не визнається прямою.

Поряд з прямими і портфельними інвестиціями важливою складовою міжнародної інвестиційної взаємодії є *державна іноземна допомога*. Структурно її формують гранти, займи і технічна допомога, що мають як двох-, так і багатосторонню основу.

1.3. **Форми здійснення міжнародного інвестування.**

Умови іноземним інвесторам створюються за допомогою економічних та соціальних заходів, юридичних норм, що є складовою інвестиційного законодавства держави, яка приймає капітал; міжнародних договорів; інвестиційних договорів між іноземним інвестором і державою, яка приймає; страхових полюсів при страхуванні інвестицій у національних та міжнародних страхових організаціях. Виходячи з цих умов, прямі інвестиції можуть здійснюватися в таких формах:

1. Придбання контрольних пакетів акцій у фірмах країн-реципієнтів здійснюється через пряму купівлю акцій на місцевому фондовому ринку. Цей спосіб інвестування широко використовується в процесі приватизації підприємств, а також при обміні акцій на борги підприємств як державної, так і приватної форми власності.

2. Ліцензійні угоди з фірмами країн-реципієнтів дають інвестору можливість виходу на ринок із мінімальним ризиком. Транснаціональна компанія передає права на виробництво певного продукту або послуги або на використання запатентованого процесу, технології, товарного знаку або іншої інтелектуальної власності місцевій фірмі, яка буде відповідати за виробництво та маркетинг на місцевому ринку.

3. Стратегічні альянси і спільні підприємства дають інвесторам більшу присутність на місцевому ринку з меншим ризиком, ніж пряма купівля місцевої фірми або створення власного дочірнього підприємства. Створення альянсів великими корпораціями відкриває можливості для дрібних компаній, що шукають джерела фінансування для зросту.

4. Придбання контрольних пакетів акцій у фірмах країн-реципієнтів іноземними інвесторами приносить великі вигоди місцевим фірмам, стимулює економіку країни в цілому та прискорює її інтеграцію у світову економіку, тому що це вимагає від інвесторів більших зобов'язань та тривалішого часу для отримання прибутків. Контрольні пакети акцій можуть бути отримані за допомогою прямої купівлі акцій, приватизації, обміну акцій на борги та іншими методами.

5. Створення власних дочірніх підприємств у фірмах країн-реципієнтів застосовується на ринках, які мають найбільший потенціал для отримання прибутків. Ця форма інвестицій має найбільший ризик та найбільші зобов'язання з боку іноземного інвестора.

6. Іноземний інвестиційний кредит - це економічні відносини між державами, іноземними банками і фірмами з приводу фінансування інвестиційної діяльності на засадах повернення у певні строки та, як правило, із виплатою процента.

7. Важливою складовою міжнародної інвестиційної діяльності є *державна іноземна допомога*. Структурно її формують гранти, пільгові позики та технічна й інформаційно-консультаційна допомога, що мають як двох-, так і багатосторонню основу.

1.4. **Принципи міжнародної інвестиційної діяльності**

Інвестор, який планує здійснити міжнародні портфельні інвестиції, має перш за все визначити принципи формування структури їх портфеля. Можлива така послідовність формування структури портфеля міжнародних інвестицій у цілому або по конкретним сегментам:

- країни (валюти) - види цінних паперів - конкретні цінні папери;
- види цінних паперів - країни (валюти) - конкретні цінні папери;
- види цінних паперів - конкретні цінні папери - країни (валюта);
- конкретні цінні папери - країни (валюти).

В першому випадку інвестор може вибрати спочатку, наприклад, Японію та Францію, а потім японські облігації та французькі акції і, на кінець, конкретні цінні папери.

У другому випадку спочатку вибираються види цінних паперів (наприклад, акції або короткострокові державні облігації) потім для кожного виду визначаються країни (наприклад, Японія для інвестицій в акції, а Великобританія - короткострокові державні облігації) і на кінець визначаються конкретні цінні папери.

Третій та четвертий випадки характерні для визначення структури сегменту акцій у портфелі міжнародних інвестицій.

При цьому в третьому випадку вибір виду цінних паперів означає вибір певних галузей економіки, після чого вибираються акції конкретних компаній певної країни. Вибір таких акцій визначає сукупність країн (валют) інвестування.

Таким чином, в першому та другому випадку реалізується принцип «країни (валюти) - конкретні цінні папери», який у літературі називається принципом «зверху вниз» (*Top Down*). В третьому та четвертому випадках реалізується принцип «конкретні цінні папери - країни (валюти)», або принцип «знизу вгору» (*Bottom Up*).

На кожному етапі розглянутих послідовностей формування набору сегментів та конкретних цінних паперів у портфелі міжнародних інвестицій залежить від цілі конкретного інвестора. Такими цілями можуть бути:

- одержання якості (доходність та ризик), близького за якістю ринкового портфеля, структура якого відповідає капіталізації відповідного ринку;
- одержання доходності вище доходності ринкового портфеля;
- забезпечення ризику нижче ризику ринкового портфеля.

Ці цілі можуть визначатися як для портфеля міжнародних інвестицій у цілому, так і для окремих його сегментів.

Одночасно з формуванням структури портфеля іноземний інвестор має визначити принципи управління його ризиком. При цьому можливі такі варіанти дій:

- не приймати ніяких заходів, надіючись на сприятливу ситуацію;
- диверсифікувати інвестиції по країнам, видам цінних паперів, галузям економіки та цінним паперам;
- збільшити частку інвестицій у без ризикові активи;
- вибирати менш ризиковані активи та валюти інвестицій на основі прогнозу їх якості;
- приймати спеціальні заходи для захисту від несприятливої зміни ціни активів та (або) валютного курсу.

1.5. Варіанти формування портфеля інвестицій у сучасних умовах.

На сьогоднішній час, у зв'язку із значним розвитком міжнародних економічних зв'язків інвестор, що має у розпорядженні вільні кошти і бажає вигідно їх розмістити у портфель інвестицій різними шляхами, а саме формулювати портфель інвестицій з:

а) інструментів національних емітентів, деномінованих у національній валюті (цінні папери державних, регіональних і місцевих органів влади, національних акціонерних товариств, депозити в національній валюті).

Переваги підходу :

- можливість отримання достатньо повної інформації про емітентів;
- можливість ведення власної статистики фондового і грошового ринків;
- використання лише національної валюти, що виключає ризик валютного обміну;
- відсутність додаткових витрат, пов'язаних з інвестуванням за кордоном (в тому числі трансакційних);
- можливі податкові та інші переваги для інвесторів-резидентів у порівнянні з інвесторами-нерезидентами.

Недоліками цього підходу є:

- звуження можливостей диверсифікації ризиків і отримання вищої доходності, порівняно з доходністю національних ринків;
- відсутність гарантій захисту від негативних зовнішніх чинників при одночасному позбавленні можливостей використання позитивного впливу світового ринку інвестицій.

б) цінних паперів іноземних емітентів, які деноміновані в національній валюті й обертаються на національному ринку (так звані іноземні акції й облигації). Наприклад, дочірній компанії для фінансування своєї діяльності потрібні японські ієни й вона випускає на японський ринок свої облигації, деноміновані в цій валюті.

Перевага цього підходу:

- можливість отримання вищої якості чи нижчого ризику таких цінних паперів.

Недоліки підходу:

- можливі труднощі отримання інформації про емітентів;
- високий валютний ризик (ризик падіння курсу емітента по відношенню до валюти інвестора).

в) інструментів, які обертаються на національному фондовому і грошовому ринках, але деноміновані в іноземній валюті.

Переваги підходу:

- можливість отримання додаткового доходу при зростанні курсу національної валюти;
- зменшення загального ризику портфеля при падінні курсу цінних паперів національних емітентів чи падінні курсу національної валюти.

Недоліки цього підходу:

- можливе впровадження адміністративних обмежень на операції з іноземною валютою;
- ризик падіння курсу валюти інвестицій по відношенню як до національної валюти, так і до інших валют;

г) цінні папери, які обертаються на міжнародному ринку і євrorинку.

1.5. Недоліки та потенційні переваги міжнародного інвестування.

При здійсненні міжнародних інвестицій необхідно враховувати їх особливості.

Психологічні бар'єри, пов'язані з міжнародними інвестиціями, обумовлені незнанням економіки, політики і культури інших країн, іноземних мов, методів торгівлі на фінансових ринках, порядку звітності та ін. Тому інституціональні інвестори часто здійснюють свої міжнародні інвестиції через брокерів відповідних національних ринків. *Отримання інформації* про іноземні ринки й емітентів з таким же ступенем вірогідності, що інвестор може одержати про учасників національного ринку, може бути пов'язане з *окремими труднощами*. Для уникнення дезінформації інвестор використовує іл міжнародні інформаційні системи, що містять дані для міжнародних інвестицій, як Reuters, Telerate, Tenfore, Forex, що не тільки повідомляють новини, але і приводять ціни по окремих ринках і цінних паперах.

У різних країнах можуть *існувати юридичні складності* для іноземних інвесторів при розміщенні їхнього капіталу і поверненні у свою країну капіталу й одриманою прибутку, включаючи особливості оподаткування. Приріст капіталу (різниця між цінами продажу і купівлі цінного паперу) оподатковується, як правило, у країні інвестора незалежно від того, де були здійснені інвестиції. Прибуток на іноземні інвестиції виплачується юридичною особою однієї країни резиденту іншої країни. Це часто створює конфлікт національних юрисдикцій, оскільки обидві країни можуть оподаткувати цей прибуток, що призведе до подвійного оподаткування. Для усунення подвійного оподаткування укладають міжнародні договори, відповідно до яких інвестор одержує в країні інвестиційний прибуток за вирахуванням утриманого податку, а також податковий кредит. У країні інвестора оподатковується загальний розмір іноземних прибутків, але розмір цього податку зменшується на розмір податкового кредиту, тобто на розмір податку, утриманого у країні інвестицій.

Міжнародні інвестиції звичайно пов'язані з *додатковими трансакційними витратами*, що включають більш високі комісійні посередникам на іноземних ринках; більш високу плату

за оформлення угод; більш високу плату керуючим портфелями міжнародних інвестицій.

Комісійні ділери фондових бірж можуть стягувати у різноманітній формі — у договірному розмірі, у фіксованому розмірі по встановленій шкалі або у виді різниці цін (spread — спреда) купівлі й продажу (bid/ask). Плата за оформлення угод при міжнародних інвестиціях вища, ніж при угодах на національних ринках, що пов'язано з багатовалютною системою обліку і звітності і можливою складністю структури розрахункової системи. У деяких країнах існують недорогі й ефективні централізовані розрахункові системи з єдиною кліринговою платою. У цілому витрати, пов'язані з оформленням угод при міжнародних інвестиціях, можуть складати більше 0,1% вартості активів.

Плата за керування портфелем міжнародних інвестицій звичайно вища, ніж за керування національним портфелем, що обумовлено такими причинами: підпискою на міжнародні бази даних; дослідженнями міжнародного ринку; розбіжностями облікових систем у різних країнах; вартістю комунікацій (міжнародний телефон, комп'ютерні мережі, поїздки за кордон).

Переваги міжнародних фінансових інвестицій. Незважаючи на зазначені складності і ризик, обсяг міжнародних інвестицій досить високий і постійно зростає. Значний розвиток міжнародних інвестицій пов'язаний із тим, що вони дають можливість одержувати більш високу якість - велику прибутковість і менший ризик у порівнянні з чисто національними інвестиціями.

Цінні папери кожного національного ринку мають тенденцію одночасного росту чи падіння їхніх курсів, оскільки на них однаково виливають національні економічні і політичні умови - обсяг і динаміка грошової маси, зміна процентних ставок, дефіцит бюджету, грошова і податкова політика держави й ін.

Додаткова прибутковість міжнародних інвестицій пов'язана з можливим зростанням курсів іноземних валют по відношенню до валюти інвестора. Зростання курсу валюти деяких країн дозволяє також одержати більш високу прибутковість вкладень у облігації її емітентів, навіть якщо їхня прибутковість буде дещо менше прибутковості облігацій у країні інвестора.

Міжнародні інвестиції можуть забезпечити і манший ризик їхнього портфеля. Це пов'язано з тим, що економіки різних країн розвивається нерівномірно, і якщо деякі національні ринки акцій будуть падати, інші будуть зростати. Звичайний інвестор може зменшити ризик міжнародних інвестицій шляхом диверсифікації портфеля, тобто придбання цінних паперів різноманітних національних ринків.

1. Міжнародна інвестиційна діяльність (корпорацій) — це діяльність, що:

- а) пов'язана з експортом й імпортом технологій, послуг, здійснення разом з іншими державами проектів, створення спільних підприємств з інтеграційними процесами у різних сферах;
- б) пов'язана з експортом й імпортом капіталів, технологій, послуг, здійснення разом з іншими державами проектів, з інтеграційними процесами у різних сферах;
- в) пов'язана з експортом й імпортом капіталів, технологій, послуг, здійснення разом з іншими державами проектів, створенням спільних підприємств з інтеграційними процесами у різних сферах.

2. Основні цілі міжнародного інвестування компаній-інвесторів:

- а) - розширення виробництва, збільшення прибутку за рахунок захоплення нових ринків за кордоном;
 - досягнення економії за рахунок масштабу виробництва;
 - збільшення прибутку за рахунок використання порівняльних переваг інших країн;
 - збільшення валютних ресурсів фірми;
- б) - модернізація і розширення виробничої бази фірми;
 - досягнення економії шляхом зміни сировини що використовується;
 - розширення виробництва, збільшення прибутку за рахунок захоплення нових внутрішніх ринків;

- розширення асортименту на національному споживчому ринку;
- в) - розширення виробництва, збільшення прибутку за рахунок захоплення нових ринків за кордоном;
- досягнення економії за рахунок масштабу виробництва;
- збільшення валютних ресурсів фірми.

3. Єврооблігаціями є:

- а) облігації, що розповсюджуються в Європі для розміщення в США;
- б) облігації, що імітуються в Європі для розміщення в США;
- в) облігації, що імітуються в Європі для розміщення в Україні; д) облігації, що розповсюджуються в Європі за кордонами

країни-емітента або країни, у валюті якої прономіновані.

4. Вкладення капіталу на 9-ти місячний термін являє собою:

- а) довгострокові інвестиції
- б) короткострокові інвестиції

5. Придбання українським підприємством частки у статутному фонді спільного українсько-угорського підприємства, розташованого і зареєстрованого на території Угорщини, це:

- а) іноземна інвестиція
- б) зарубіжна інвестиція
- в) внутрішня інвестиція

6. Чи є прикладом реальної інвестиції придбання офісної споруди?

- а) так
- б) ні

7. В сучасних умовах превалює міжнародне інвестування:

- а) між розвинутими країнами і країнами, що розвиваються;
- б) між розвинутими країнами;
- в) між розвинутими країнами і країнами з перехідними економіками.

8. Надання кредиту підприємством своїй зарубіжній філії це пряма інвестиція:

- а) так
- б) ні

9. Фінансові інвестиції являють собою вкладення коштів у різні фінансові інструменти:

- а) придбання корпоративних прав, цінних паперів, деривативів
- б) придбання землі, споруд
- в) вкладення в об'єкти інтелектуальної власності

10. Зарубіжні інвестиції-це:

- а) вкладення в об'єкти інвестування, розміщені за територіальними межами даної країни;
- б) вкладення коштів в об'єкти інвестування, розміщення у територіальних межах даної країни;
- в) це переведення значних розмірів капіталу в країни з більш сприятливим інвестиційним кліматом (для уникнення високого оподаткування, негативних наслідків інфляції, ризику експропріації та ін.)

ТЕМА 2. ТЕОРИТИЧНІ ЗАСАДИ МІЖНАРОДНОГО ІНВЕСТУВАННЯ.

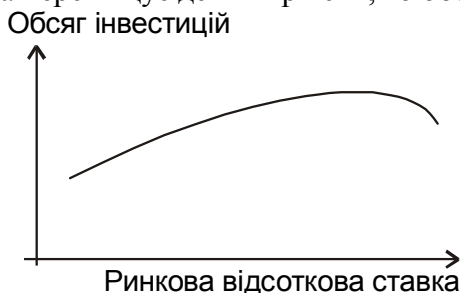
- 2.1. Розвиток теорії та моделей використання інвестиційних ресурсів.
- 2.2. Теорія формування портфеля Г. Марковіца та однофакторна модель ринку капіталів Шарпа.
- 2.3. Суть моделі оцінки фінансових активів (CAPM).
- 2.4. Модель Манделла—Флемінга для операцій фінансових інституцій.
- 2.5. Багатократна модель Солніка
- 2.6. Теорія арбітражного ціноутворення

2.1. Розвиток теорії та моделей використання інвестиційних ресурсів.

Першою теорією міжнародного інвестування вважається **теорія руху капіталу**, яка була створена для пояснення прямих зарубіжних інвестицій з точки зору диференціації прибутку або відсоткових ставок в різних країнах (корпорації переходять національні кордони, маючи на меті одержання більшого прибутку за кордоном в порівнянні з очікуваним прибутком на внутрішньому ринку), достатньо добре пояснює мотивацію діяльності малих та середніх корпорацій, які і насправді мають на меті найшвидше одержання більшого прибутку за кордоном в порівнянні з очікуваним прибутком на внутрішньому ринку, намагаючись забезпечити максималізацію консолідованої чистої теперішньої вартості потоку платежів в поточний та найближчі роки.

У 1960 році теорія була розширена Гаймером і Кіндлбергером, котрі заперечували адекватність припущення про чисту конкуренцію, мотивуючи це тим, що зовнішні інвестори мають мати певні переваги над місцевими фірмами, щоб отримувати вищі доходи. Ця теорія отримала назву **теорії ринкових імперфекцій**.

Модель пропозиції заощаджених ресурсів домашніми господарствами (фізичними особами) І. Фішера відображає сутність **теорії міжчасового вибору**. Модель побудована на припущенні, що принцип вибору для раціональної людини буде полягати в тому, що вона прийме таке рішення відносно належних їй ресурсів, яке забезпечить найбільший рівень добробуту із можливих. Важливим питанням теорії міжчасового вибору є реакція фізичної особи на зміну ринкової відсоткової ставки. При збільшенні ринкової відсоткової ставки фізична особа на одиницю сьогоднішніх заощаджень може одержати в майбутньому більше, — і це стимулює фізичну особу заощаджувати більше (діє так званий ефект заміни). Однак збільшення ринкової відсоткової ставки збільшує обсяг майбутнього споживання, що знижує його відносну цінність для фізичної особи і стимулює її знижувати обсяг заощаджень (діє так званий ефект доходу). Це означає, що фізична особа приймає рішення відносно обсягів споживання та заощаджень під впливом спрямованих у протилежних напрямках дій ефектів заміни та доходу. Графічним зображенням такої залежності є крива індивідуальної пропозиції заощаджень. При відносно невисоких значеннях ринкової відсоткової ставки зростання прибутковості заощаджень приводить до збільшення їхнього обсягу, а коли ринкова відсоткова ставка перевищує деякий рівень, то обсяг заощаджень починає знижуватись.



Крива індивідуальної пропозиції заощаджень

Дія ефектів заміни та доходу має в своїй основі процес оцінки фізичною особою власного чистого теперішнього доходу у випадку необхідності прийняття рішення інвестувати чи не інвестувати, для розрахунку якого свідомо чи підсвідомо використовуються певні значення ринкової відсоткової ставки (що характеризує величину майбутнього прибутку) та дисконтного показника для розрахунку чистого теперішнього доходу (що характеризує величину ризику).

2.2. Теорія формування портфеля Г. Марковіца та однофакторна модель ринку капіталів Шарпа.

Поява в 1952 р. статті Г. Марковіца під назвою "Вибір портфеля" започаткувала теорію оптимального портфеля. Марковіц запропонував теоретично-імовірнісну формалізацію понять дохідності та ризику, що дало змогу перекласти завдання вибору оптимального портфеля на мову математики. Саме він звернув увагу на загальноприйнятну практику диверсифікації й довів,

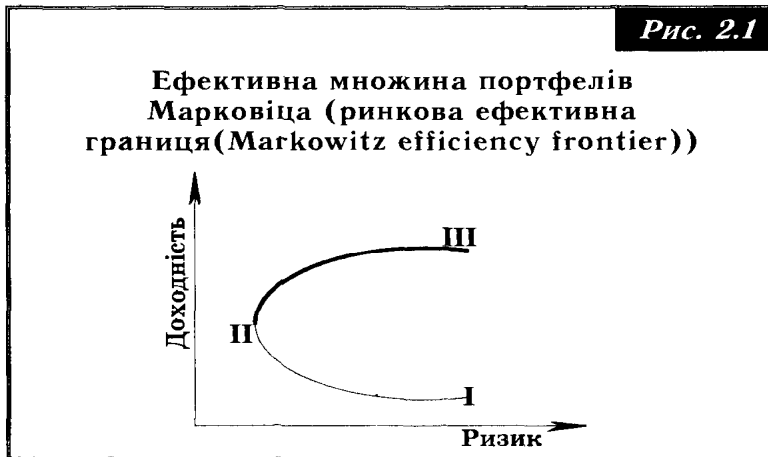
що інвестори можуть зменшити стандартне відхилення дохідності портфеля, добираючи акції, ціни на які змінюються по-різному.

Теорія портфельних інвестицій Марковіца ґрунтується на кількох дуже важливих припущеннях.

- Портфель є ефективним, якщо жодний інший портфель не пропонує більшу дохідність за аналогічного або нижчого рівня ризику.
- Інвестори приймають середнє значення історичних або потенційних значень дохідності за очікувану дохідність їхніх інвестицій.
- Показниками ризику є дисперсія та стандартне відхилення.
- Усі інвестори інвестують на один і той самий строк.
- Усі інвестори ухвалюють рішення про інвестиції, виходячи з очікуваних показників дохідності та ризику даних інвестицій.

Крім того, згідно теорії існує два варіанти ефективного портфеля:

- 1) портфель із заданим рівнем доходності і мінімальним ризиком;
- 2) портфель з найбільшою (максимальною) доходністю і заданим рівнем ризику (ефективний портфель Марковіца/Markowitz efficient portfolio), або портфель, ефективний за критеріями доходність/ризик (mean/variance efficient portfolio). Тобто для кожного рівня ризику існує свій ефективний портфель, а набір усіх таких портфелів називається ефективною множиною портфелів Марковіца (Markowitz efficiency set of portfolios (див. рис. 2.1).



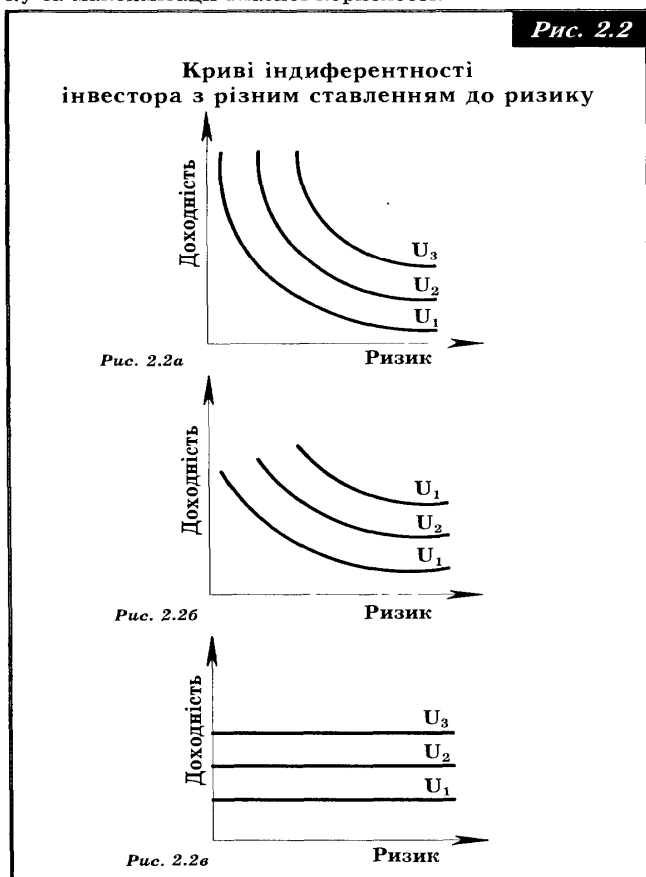
Відізок I–II відображає допустиму, але не ефективну множину портфелів¹.

Портфелі, що лежать поза ефективним кордоном – неможливі, а ті що знаходяться всередині (під ними) – неефективні.

Вибір оптимального портфеля базується на перевагах, що віддає інвестор доходності або низькому ризику, які

¹ Допустимий портфель (feasible portfolio) – будь-який портфель, який може створити інвестор з наявних активів.

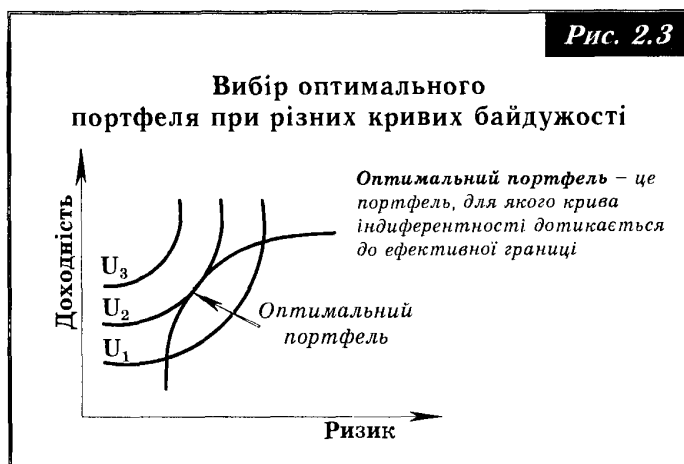
можна відобразити функцією корисності. Рис. 2.2 демонструє можливі вибори інвестора щодо доходності та ризику за максимізації власної корисності.



Так, на рис. 2.2а відображена ситуація, коли інвестор намагається зменшити ризик до мінімуму, тобто він є інвестором найменш схильним до ризику. Графічно це ілюструє нахил кривої індивідуальності. Різко зростаюча крива індивідуальності, маючи великий кут нахилу, демонструє, що на граничну одиницю доходності, яка максимізує добробут інвестора, припадає незначна додаткова одиниця ризику. На відміну від цього випадку, рис. 2.2б демонструє випадок з незначним нахилом кривих індивідуальності. Це є графічною ілюстрацією поведінки інвестора, що не намагається мінімізувати ризики за будь-яку ціну, або ж він потенційно схильний до ризикової поведінки. В даному випадку кут нахилу кривих індивідуальності є незначний, оскільки на кожну додаткову одиницю доходності припадає більше, порівняно з першим випадком, підвищення ризику. Рис. 2.2в демонструє нейтральне ставлення інвестора до ризику. Відсутність кута нахилу кривої байдужості є свідченням того, що за даного рівня доходності навіть безмежне зростання ризику не вплине на зниження добробуту інвестора.

Кожен з випадків, демонструючи ту чи іншу поведінку інвестора, відображається на характері самих інвестиційних рішень і, відповідно, структурі портфеля, що формується. Відповідно, у випадку, коли інвестор максимізує свій добробут за певних обмежень, які в даному випадку проявляються у вигляді ефективної ринкової границі, має місце формування оптимального портфеля. Графічно оптимальний портфель можна відобразити як портфель, для якого крива індивідуальності дотикається до ефективної границі (рис. 2.3).

Значення теорії портфеля для розвитку міжнародної інвестиційної діяльності полягає у тому, що вона довела потенційну перевагу портфельної диверсифікації з використанням міжнародних інвестицій. Так, включаючи в портфель активи інших країн, можна підвищити очікувану доходність без зростання ризику або знизити ризик без зниження доходності. Це впливає з одного з постула-



Однофакторна модель ринку капіталів Шарпа. В першій половині 60-х років учень Марковіца В. Шарп запропонував так звану однофакторну модель ринку капіталів, у якій вперше з'явилися знамениті "альфа"- і "бета"- характеристики акцій. На основі однофакторної моделі Шарп розробив спрощений метод вибору оптимального портфеля, звівши квадратичну оптимізацію до лінійної. В найпростіших випадках це завдання може бути розв'язане навіть без обчислювальної техніки. Завдяки такому спрощенню теорія Шарпа дістала практичне застосування вже в 70-х роках, коли з розвитком програмування почали з'являтися перші пакети програм, що призначалися для розв'язання завдання управління портфелем цінних паперів.

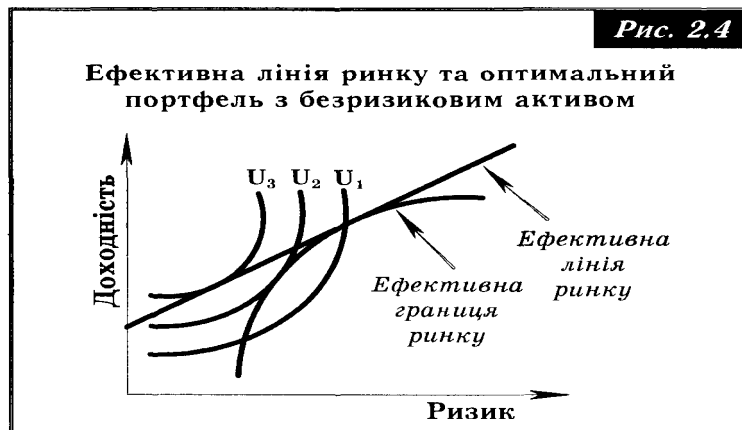
Однофакторна модель Шарпа стала основою моделі оцінки капітальних активів (CAPM — Capital Assets Price Model).

2.3. Суть моделі оцінки фінансових активів (CAPM)

Еволюцією портфельної теорії Марковіца є теорія ринку капіталів, або модель оцінки ринкових активів (CAPM), в основу якої були закладені висновки У. Шарпа про взаємозв'язок між можливими інвестиціями у безризикові активи, ризиком портфеля та загальним ринковим ризиком. Так, введення безризикового активу у набір інвестиційних можливостей модифікує графічне зображення ефективних портфельних рішень (рис. 2.4).

На рис. 2.4 зображається аналогічна конструкція ефективної ринкової границі Марковіца та додається пряма, яка будується за двома точками. Перша точка знаходиться на прямій ординат, на якій відображається доходність. Це, власне, і демонструє випадок, коли до складу портфеля можуть бути включені безризикові активи. Друга точка знаходиться на кривій ефективної ринкової границі Марковіца так, що в результаті дана пряма буде дотич-

ною до неї. Зазначена пряма називається ефективною лінією ринку (capital market line). Можливості інвестувати у безризикові активи створюють ситуацію, коли портфель, сформований виходячи з ефективної лінії ринку, буде мати вищу доходність та нижчий ризик порівняно з портфелем, сформованим виходячи з ефективної границі Марковіца. Графічно це ілюструють криві індивідуальності на рис. 2.4. Крива байдужості, що дотикається до ефективної лінії ринку знаходиться вище, ніж крива, що дотикається до ефективної границі Марковіца.



Для конкретної інтерпретації інвестиційних рішень важливим є кут нахилу ефективної лінії ринку. Він обраховується як частка від ділення різниці між доходністю ринкового портфеля та безризикової ставки доходності на ризик ринкового портфеля, який, в свою чергу визначається як стандартне відхилення доходності ринкового портфеля. Тобто нахил ефективної лінії ринку відображає кількість одиниць ринкового ризику (того, що з'являється понад безризикову ставку), яка припадає на одиницю ризику портфеля. Враховуючи те, що ризик портфеля залежить від самого ринку та можливостей, які дає диверсифікація, можна зробити висновок про вплив на

поведінку доходності цінного паперу ситуації на ринку. Відповідно, доходність цінного паперу буде залежати від доходності ринку в цілому. Окрім цього, Шарп увів поняття систематичного та несистематичного ризику. Перший відображає ризик, який іманентно властивий ринку, отже, його неможливо зменшити за рахунок диверсифікації; другий – ризик самого портфеля, який можливо диверсифікувати. Об'єднавши висновки про обумовленість доходності цінного паперу доходністю ринку та про структурованість ризику, можна вивести формулу рівноважної доходності активу DA_i :

$$DA_i = \alpha_i + \beta_i DP_i + \varepsilon_i,$$

де DA_i – доходність активу i ;

α_i – неринкова доходність активу i , або точка перетину лінії, що відображає взаємозв'язок між доходністю ринку та доходністю активу (лінія тренду в рівнянні регресії);

β_i – коефіцієнт, що відображає вплив зміни доходності ринку в цілому на доходність i активу при зміні доходності ринкового портфеля. Тобто даний параметр є мірою систематичного ризику портфеля;

DP_i – доходність ринкового портфеля;

ε_i – параметр, що відображає випадкову помилку, або специфічний ризик інвестування в i -й актив.

Для міжнародної інвестиційної діяльності теорія (модель) ринку капіталів має суттєве значення. Як і теорія портфеля вона розвиває ідею про переваги диверсифікації, вводячи елементи вибору комбінації ризикових і безризикових активів, розкладаючи ризик на систематичний та такий, що диверсифікується. Здійснення

2.4. Модель Манделла—Флемінга для операцій фінансових інституцій.

Фінансові ресурси, що нагромаджені фінансовими інституціями, можуть бути ними інвестовані всередині країни, а також вивезені за межі країни в процесі позикових операцій, купівлі цінних паперів закордонних інвестиційних фондів чи купівлі закордонних корпоративних цінних паперів на фінансових ринках, що являють собою систему ринкових відносин, яка забезпечує накопичення і перерозподіл фінансових потоків з метою безперервності і рентабельності відтворення.

При розгляді операцій фінансових інституцій з ресурсами за межами країни з врахуванням взаємозв'язку відкритої економіки використовується **модель Манделла—Флемінга**. В моделі розглядається ринок товарів і послуг та фінансовий ринок за умови рівноваги. За цією моделлю рахунок руху капіталу позитивно залежить від різниці ринкових відсоткових ставок у різних країнах, тобто чим менша прибутковість вітчизняних активів в порівнянні з закордонними, або чим вигідніші інвестиції за межами країни в порівнянні з інвестиціями всередині країни, тим більшим буде вивіз капіталу і тим меншим буде ввіз. Поведінка фінансової інституції на фінансовому ринку в значній мірі підпадає під вплив певних макроекономічних факторів та економічної політики уряду, адже ця поведінка залежить від стану національної економіки — сукупних попиту та пропозиції товарів і послуг, рівняння інфляції, пропозиції та попиту на гроші. Важливим фактором є те, чи плаваючий, чи фіксований курс відносно основних світових валют прийнято в країні, куди спрямовані інвестиції.

2.5. Багатократна модель Солніка

Згідно з дослідженнями, проведеними Б. Солніком, КОЖНИЙ Цінний папір зазнає впливу внутрішнього фактора, на який, своєю чергою, впливає фактор, що діє на світовому ринку. Відповідно ризик, що існує на національному ринку, можна поділити на такі складові:

- ризик, зумовлений дією світового фактора;
- ризик, що є специфічним для кожної конкретної країни.

Чутливість країни до світового ринкового фактора пов'язана з впливом множини інших факторів, зокрема зовнішньої торгівлі, грошово-кредитної політики, урядового регулювання економіки та міжнародних потоків капіталів. Світовий коефіцієнт "бета" з цінного папера (β_i) залежить від внутрішнього коефіцієнта "бета" (β_{iw}), а також від чутливості внутрішнього фактора до фактора, що діє на світовому ринку (β_w). Відповідно середній очікуваний дохід з кожного цінного папера є пропорційним світовому коефіцієнту "бета" (β_i) і внутрішньому коефіцієнту "бета" (β_{iw}). Є всі підстави говорити про те, що ці взаємозалежності цілком узгоджуються з основною моделлю CAPM. За дослідженнями Солніка, 42 % дохідності акцій зумовлені змінами національного фондового індексу, 18 % — змінами світових фондових індексів, 23 % — змінами у світовій економіці і тільки 1 % — коливаннями валютного курсу.

2.6. Теорія арбітражного ціноутворення

Логічним продовженням багатократної моделі Солніка стала теорія арбітражного ціноутворення (АРТ). Теорія арбітражного ціноутворення використовує підхід, відповідно до якого дохідність активу визначається кількома загальними факторами. Ця теорія торкається відносної вартості цінних паперів, а не світового ринкового портфеля. Загальні фактори, що впливають на дохідність цінного папера, досить різноманітні. АРТ урахує дію кількох факторів, які є спільними для всіх цінних паперів і впливають на відносні доходи (і ціни) цінних паперів. Рівень очікуваного доходу чутливий до кожного з факторів. Щодо кожного конкретного фактора ця чутливість ("бета") може бути вищою або нижчою для відповідного цінного папера. Звідси дохід залежить від взаємодії цих чутливостей.

Очікуваний дохід за цінним папером є лінійною функцією коефіцієнтів "бета":

$$E(R) = R_0 + \beta_1 RP_1 + \beta_2 RP_2 + \dots + \beta_n RP_n$$

де RP_i — премія за ризик, пов'язана з фактором i , R_0 — безризикова ставка.

Необхідно провести оцінку факторів, що впливають на дохід за цінним папером. Проста теоретична модель, відповідно до якої можна було б здійснювати вибірку факторів, ще не розроблена.

Аналітики у своїй роботі найчастіше використовують кілька наборів факторів.

- Реальні економічні фактори — економічне зростання, промислове виробництво та використання енергії.
- Грошові фактори — зміни в процентних ставках або зміни рівня інфляції тощо.
- Внутрішні фактори — змінні, що відображають відхилення внутрішньої економіки країни від тенденцій, що є провідними у світовому господарстві, і т. д.
- Промислові фактори — набір факторів, що є спільними для всіх компаній, що діють в одній галузі (загальнопромислові фактори).

2.3. Модель диверсифікації міжнародного інвестиційного портфеля

Модель диверсифікації міжнародного портфеля відображає той факт, що інвестори зазвичай турбуються не лише про доходність (чи рентабельність) своїх інвестицій, а й про зниження ризику. Часто інвестори віддають перевагу малорентабельним, але безризиковим інвестиціям.

Припустимо, що інвестор має можливість вкласти свій капітал W як в себе на батьківщині, так і за кордоном.

Отже, оптимальне значення α знаходиться з рівняння:

$$\frac{H_1 - F_1}{H_2 - F_2} = \frac{(1-q)U'\{\alpha - 1\}F_2\}W}{qU\{\alpha H_1 + (1-\alpha)F_1\}W}. \quad (2.3)$$

Для інвестора, який хоче зменшити рівень ризику, $U'(C)$ знижується по мірі споживання (чим більшу частину отриманого доходу треба витратити на той самий набір товарів і послуг, тим нижча гранична корисність інвестицій). Для такого інвестора великий дохід, який можна отримати від ризикових вкладень, має ту ж корисність, що й менший прибуток, але від більш надійних інвестицій. Якщо гранична корисність залишається незмінною по мірі підвищення доходів, що споживаються, то такий інвестор вважається нейтральним, тобто байдужим до ризику. Він завжди обирає той портфель, який забезпечує однакову очікувану доходність всередині країни і за кордоном.

Якщо $U'(C)$ однакове для всіх C , рівність (2.3) матиме вигляд:

$$\frac{H_1 - F_1}{H_2 - F_2} = \frac{1-q}{q}.$$

Це доводиться у такий спосіб:

$$q(H_1 - F_1) = H_2 - F_2 - qH_2 + qF_2,$$

$$qH_1 - qF_1 = H_2 - F_2 - qH_2 + qF_2,$$

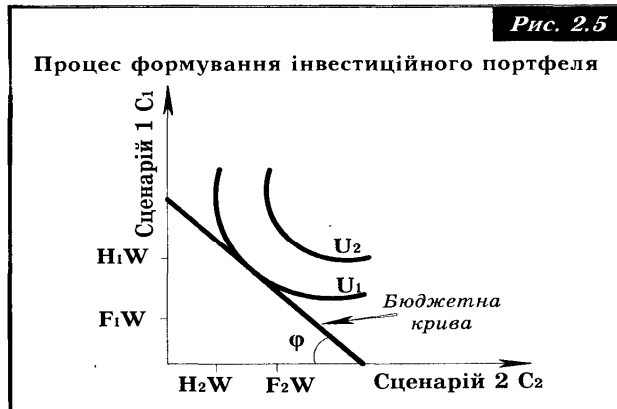
$$qH_1 - H_2 + qH_2 = qF_1 - F_2 + qF_2,$$

$$qH_1 + (q-1)H_2 = qF_1 + (q-1)F_2,$$

що підтверджує рівність очікуваної доходності на внутрішньому і на зовнішньому ринку.

Саме ця рівність лежить в основі теоретичного постулату: в умовах рівноваги світового ринку капіталу доходність інвестицій на внутрішньому і зовнішньому ринках повинна бути рівною (у випадку абстрагування від аналізу ризиків і ліквідності активів, які входять в портфель).

Припустимо, що $H_1 > F$, а $F_2 > H_2$, і проаналізуємо процес формування портфеля графічно (рис. 2.5):



U_1, U_2 — криві індиферентності для функції корисності.

Аргументами функції корисності $qU(C_1) + (1 - q)U(C_2)$ є набори товарів і послуг, які інвестор може придбати на свій дохід від вкладення коштів за першим і другим сценарієм розвитку подій.

Кожна крива байдужості відображає портфелі, які дають інвестору однакову очікувану корисність.

Рух вздовж кривої індиферентності супроводжується зменшенням доходу і споживання за одним сценарієм і одночасним їх зростанням за другим сценарієм. Наприклад, скорочення C_2 повинно компенсуватися зростанням C_1 і навпаки. Всі криві мають спадну форму, тобто $U(C)$ спадає із зростанням C . Іншими словами, скорочення C_1 вимагає для збереження того ж рівня корисності все більшого зростання споживання C_2 .

З рівнянь 2.1 і 2.2 видно, що обираючи структуру портфеля, що визначається коефіцієнтом α , інвестор тим самим обирає споживання за кожного з можливих

сценаріїв. Тобто вибір оптимального портфеля – це вибір найкращого поєднання C_1 і C_2 .

Лінія бюджетних обмежень (крива ринкової ефективної границі) відображає можливості вибору інвестора між очікуваним доходом за першим і другим сценарієм.

З рівняння (2.2) можна визначити коефіцієнт α :

$$\alpha = \frac{F_2 W - C_2}{F_2 W - H_2 W}.$$

Підставивши цей вираз у рівняння 2.1 отримуємо:

$$C_1 + \underbrace{\frac{(H_1 - F_1)}{(F_2 - H_2)}}_{\varphi} \times C_2 = W \underbrace{\frac{(H_1 F_2 - H_2 F_1)}{(F_2 - H_2)}}_Z,$$

$\varphi > 0$, $Z > 0$, так як $H_1 > F_1$, $H_2 < F_2$ (див. вище);

φ – це альтернативна вартість доходу, отриманого за сценарієм 2, виміряного в одиницях доходу за сценарієм 1. Відіграє роль відносної ціни (кут нахилу);

Z – відіграє роль доходу споживача, який розглядається як максимально можливий рівень споживання при реалізації сценарію 1.

Пояснення: Нехай інвестор здійснює переказ (обмін) однієї одиниці своїх коштів у вітчизняних активах у зарубіжні. Так, він потенційно втратить $H_1 - F_1$, щоб отримати вигравш $F_2 - H_2$ оскільки за першого сценарію вкладення всередині країни дохідніші, ніж за кордоном, а за другим сценарієм навпаки.

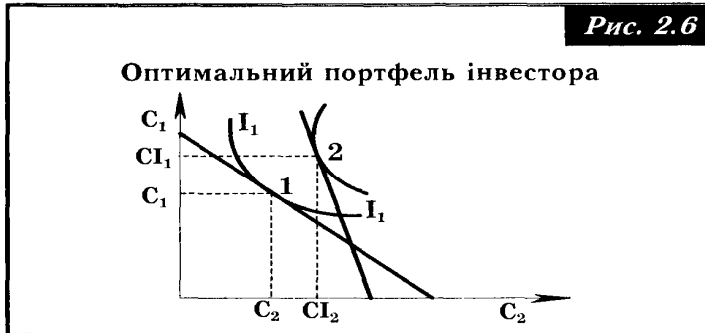
$$\varphi = \text{альтернативна вартість однієї одиниці } C_1 \text{ в одиницях}; \quad C_2 = \frac{H_1 - F_1}{F_2 - H_2} = j,$$

де j – абсолютне значення нахилу кривої (лінії) бюджетного обмеження (див. рис. 2.6).

Інвестор досягає максимізації очікуваної корисності у точці 1, де лінія бюджетного обмеження дотикається до найвищої з можливих кривих байдужості $I_1 I_1$. Оптимальна структура портфеля розраховується як:

$$\alpha = \frac{F_2W - C_2}{F_2W - H_2W}$$

По мірі руху вниз по лінії бюджетного обмеження частка вітчизняних активів буде падати, бо згідно сценарію 2 доходність зарубіжних активів вища, ніж внутрішніх.



На наступному графіку (рис. 2.7) зображені випадки недиверсифікованих портфель. Так, якщо $\alpha = 1$, портфель складається лише з вітчизняних активів; якщо $\alpha = 0$, – то лише з зарубіжних. Якщо $\alpha > 1$, то інвестор має коротку позицію по зовнішніх активах



63

(продає їх, вкладаючи отримані кошти у вітчизняні активи), якщо $\alpha < 0$ – по вітчизняних активах.

Отже, графічний та математичний аналіз інвестиційного рішення дозволяє обрати оптимальну поведінку інвестора, враховуючи його власні преференції щодо споживання та заощаджень, ризику та доходу тощо, і сформуванню оптимального портфеля з усіх можливих.

1. «Зовнішні інвестори мають мати певні переваги над місцевими фірмами, щоб отримувати вищі доходи» - стверджує :

- а) теорія формування портфеля Г. Марковіца
- б) теорія руху капіталу
- в) теорії міжчасового вибору

2. Теорія портфельних інвестицій Марковіца ґрунтується на припущеннях:

- а) усі інвестори ухвалюють рішення про інвестиції, виходячи з очікуваних показників доходності та ризику даних інвестицій
- б) вкладення коштів в один актив зменшує ризик портфеля
- в) не існує прямої пропорційної залежності між очікуваним доходом і очікуваним ризиком від портфеля.

3. Однофакторна модель Шарпа стала основою моделі:

- а) CAPM — Capital Assets Price Model
- б) Манделла—Флемінга для операцій фінансових інституцій
- в) Багатократна модель Солніка

4. Модель CAPM дозволяє сформулювати:

- а) ринковий портфель, що складається з цінних паперів, де частка кожного з цих цінних паперів відповідає відносній ринковій вартості
- б) рівень очікуваного доходу
- в) активи, що мають більшу дисперсію (високий ризик)

5. Очікуваний дохід за цінним папером за теорією АРТ, це-:

- а) лінійна функція коефіцієнтів "бета"
- б) премія за ризик
- в) сума премії за ризик та безризикової ставки

ТЕМА 3. МІЖНАРОДНИЙ ІНВЕСТИЦІЙНИЙ РИНОК І РОЗВИТОК ЙОГО СТРУКТУРИ

3.1. Функціональна структура міжнародного інвестиційного ринку. Аналіз попиту та пропозиції на прямі інвестиції на міжнародному інвестиційному ринку.

3.2. Місце та роль ринку цінних паперів у структурі міжнародного інвестиційного ринку

3.3. Особливості функціонування найважливіших міжнародних та національних ринків цінних паперів.

3.1. Функціональна структура міжнародного інвестиційного ринку. Аналіз попиту та пропозиції на прямі інвестиції на міжнародному інвестиційному ринку.

Інвестиційний ринок можна визначити як ринок, що регулює сукупність економічних відносин, які виникають між продавцем та покупцем інвестиційних ресурсів. Відповідно до цього визначення **міжнародний інвестиційний ринок** — це регулятор сукупності економічних відносин, що виникають між продавцем інвестиційних ресурсів та їх покупцем, які є резидентами різних країн.

Функціональна структура міжнародного інвестиційного ринку складається з:

1. Ринків об'єктів реального інвестування:

а) Ринок об'єктів прямих капіталовкладень:

- нове будівництво;
- розширення;
- реконструкція;
- технічне переозброєння;

б) Ринок об'єктів, що приватизуються;

в) Ринок нерухомості;

д) Ринок інших об'єктів реального інвестування.

2. Ринок інструментів фінансового інвестування:

а) Фондовий ринок:

- ринок облігацій (іноземних, єврооблігацій);
- ринок акціонерного капіталу (біржовий, євроакцій);

б) Грошовий ринок.

Зрозуміло, що функціонування міжнародного інвестиційного ринку можливе лише у тісній взаємодії з валютним ринком. Останній не лише обслуговує інші ринки, але й має власну структуру та механізм саморозвитку. Щоденні обсяги купівлі-продажу валют сягають сотень мільярдів доларів

США. Провідними центрами проведення валютних операцій є Велика Британія, США, Японія, Сингапур, Гонконг, Швейцарія, Німеччина, Франція, Австралія, Канада.

Аналіз попиту та пропозиції на прями інвестиції на міжнародному інвестиційному ринку.

Інвестиційні видатки виникають з попиту на реальні активи. Ці видатки є різницею між поточним сукупним попитом на реальні активи та існуючою кількістю активів. Спрощена формула для інвестиційних витрат має такий вигляд:

$$I = I_a - eR,$$

де e — постійний коефіцієнт, R — ставка процента, I_a — екзогенний (зовнішній) компонент інвестиційних видатків, він змінюється при зміні загальної настрою у діловому світі (від оптимізму до песимізму) та при значній зміні технологій. Графічно це співвідношення зображено на рис. Інвестиції вигідно здійснювати до того моменту, коли ставка процента рівна очікуваній нормі чистого прибутку.

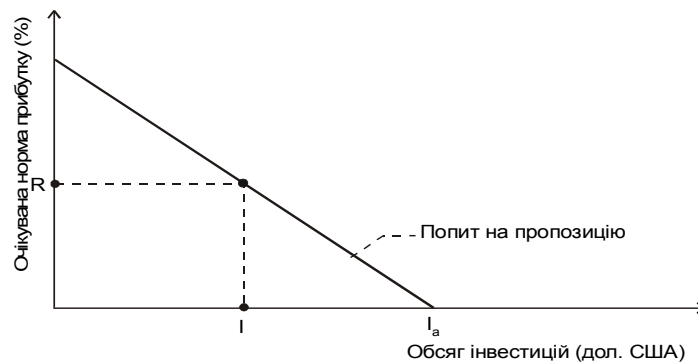


Рис. 1 Співвідношення ставки процента та обсягів інвестицій

Розглянемо тепер вплив попиту та пропозиції капіталу на його врівноважений обсяг з участю резидентів двох країн на міжнародному інвестиційному ринку. Для цього звернемося до рис. 2. На ньому зображені графіки попиту на інвестиції двох країн, ліворуч — країна I (графік АВ), праворуч — країна II (графік А'В'). ОО' — сумарна пропозиція капіталу двох країн. Без руху капіталу між країнами інвестиції в країні I рівні OI_1 , а у країні II — OI_2 . Норма прибутку у країні I — R_1 , на графіку АВ це точка С. Відповідна норма прибутку для країни II — R_1' , точка С' на графіку А'В'. Ця ситуація зміниться, якщо буде рух капіталу між країнами. Причиною цього є те, що норма прибутку для капіталу в країні I (R_1) перевищує норму прибутку для капіталу в країні II (R_1'). Якщо існує мобільність капіталу між двома країнами, то поки прибуток для капіталу у країні I залишатиметься вищим, ніж у країні II (припускаємо, що ризик інвестицій в обох країнах однаковий), доти капітал буде рухатися з країни II у країну I. Отже, частина капіталу країни II, що рівняється $I_2 - I_1$, буде рухатися у країну I для того, щоб одержати привілеї через вищі норми прибутку. Це пряме іноземне інвестування країни II у країну I знизить норму прибутку у країні I до R_2 . З іншого боку, втеча капіталу з країни II призведе до збільшення норми прибутку у цій країні до R_2' . При рівновазі попит на інвестиції буде однаковими у обох країнах. Норми прибутку при цьому також будуть однаковими ($R_2 = R_2'$).

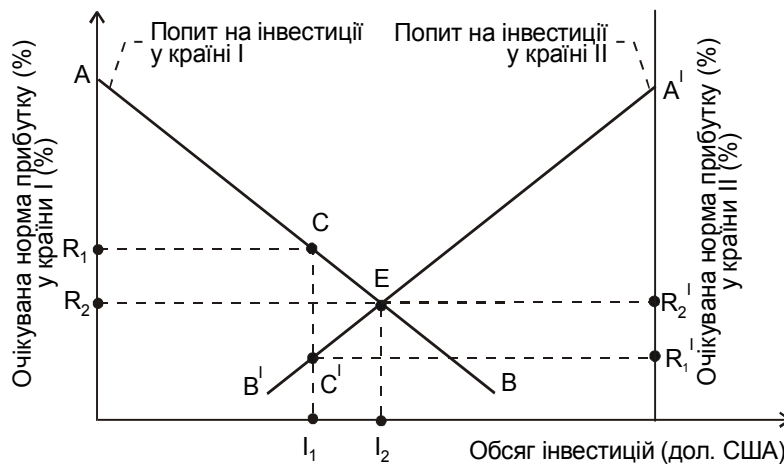


Рис. 2. Графіки попиту на інвестиції двох країн

У результаті такого руху капіталу сумарне виробництво в країні I зросте. До початку руху капіталу виробництво у країні I на графіку представлено площею $OACI_1$, після настання рівноваги — площею $OAEI_2$. Таким чином, виробництво у країні I зросло на величину рівну площі I_1CEI_2 . В країні II рівень виробництва знизився. До руху капіталу виробництво визначалося площею $O'A'C'I_1$, а після — $O'A'E'I_2$, тобто зменшилося на площу $I_1C'E'I_2$. При цьому сумарне виробництво обох країн збільшилося. Це видно з того, що збільшення виробництва в країні I перевищує зменшення виробництва в країні II. Світове виробництво збільшується на величину рівну площі трикутника $C'CE$.

Пропозиція на грошовому ринку в основному визначається комерційними банками, що постачають ресурси для фірм та уряду. Нефінансові компанії з тимчасовими залишками коштів також забезпечують короткострокові гроші для банків та інших компаній на грошовому ринку. Найбільшим позичальником грошей є Національне Казначейство. Великі та найбільш відомі корпорації також є активними позичальниками (вони пропонують короткострокові ноти). Крім того, попит та пропозиція регулюються Федеральною Резервною системою чи Національним банком.

На ринку капіталів головними позичальниками виступають різноманітні компанії. Крім того, позичальником виступає уряд, що випускає довгострокові зобов'язання під різні державні програми. Позичальниками також виступають домогосподарства, що позичають гроші для фінансування, наприклад, для купівлі нового будинку. Пропозиція на цьому ринку йде від різних фінансових інститутів, таких як банки, страхові компанії, пенсійні фонди та інші подібні організації.

Для розгляду попиту та пропозиції **на ринку міжнародних портфельних інвестицій** візьмемо дві умовні країни — базову (домашню) та країну-реципієнта (іноземну), дві валюти — національну та іноземну, два види цінних паперів (для спрощення вважатимемо, що ці цінні папери є облігаціями) — національні та іноземні. Інвестор може мати портфель як з іноземними активами, так і з національними. Процент прибутку від національних облігацій визначимо — як r_d , від іноземних — r_f . За умов цілком мобільного руху капіталу між країнами, взаємозв'язок між відсотками прибутку облігацій різних країн відображається рівнянням:

$$r_d = r_f + E(e),$$

де $E(e)$ — очікуваний процент зміни обмінного курсу між національною та іноземною валютами (e — відносне число одиниць національної валюти щодо числа одиниць іноземної валюти; якщо очікується знецінювання національної валюти, то $E(e)$ є позитивним, від'ємне значення $E(e)$ означає очікування підвищення курсу національної валюти).

Якщо $r_d < r_f + E(e)$, то національні облігації будуть продаватися, а іноземні купуватися. Цей процес буде знижувати ціни національних облігацій та підвищувати процент прибутку по них через зворотний зв'язок між цінами облігацій та процентом прибутку. Крім того, ціна іноземних облігацій буде підвищуватися та, відповідно, падати їх прибутковість. Якщо $r_d > r_f + E(e)$, то іноземні облігації будуть продаватися, а національні купуватися, і матиме місце зворотний процес. Коли $r_d = r_f + E(e)$, тоді не існує об'єктивного збуджувального мотиву для зміни композиції портфеля інвестора від одного типу облігацій до іншого.

Попит на фінансові активи залежить не тільки від вказаного механізму зміни композиції портфеля. До вже приведених змінних треба додати ще три — реальний національний прибуток країни, національний рівень цін та реальний національний добробут.

3.2. Місце та роль ринку цінних паперів у структурі міжнародного інвестиційного ринку

Ринок цінних паперів посідає особливе місце у структурі сучасного міжнародного інвестиційного ринку, що зумовлено насамперед унікальними особливостями цінних паперів як фінансово-інвестиційних інструментів. Провідною загальною тенденцією розвитку міжнародного фінансового ринку є його сек'юритизація, тобто випереджаюче зростання операцій з цінними паперами порівняно з операціями з традиційними грошовими інструментами. Наприклад, у 90-ті роки на облігаційні позики припадає понад 70 % загального обсягу міжнародних запозичень, тоді як у 80-ті роки — менше 60 %.

Загальноприйнятого визначення міжнародного ринку цінних паперів немає. Як правило, на цьому ринку відбувається торгівля цінними паперами між нерезидентами і торгівля фондовими цінностями, вираженими в інших валютах, ніж національна. У широкому розумінні критерій «міжнародності» визначається тим, чи перетікає капітал з однієї країни в іншу, чи «перетинають» інвестиційні ресурси національні кордони.

Одним з найважливіших показників ринку є його капіталізація.

Капіталізація ринку — це показник, який відображає ринкову вартість усіх компаній, що входять до лістингу фондових бірж (ринкова вартість компанії визначається як добуток курсової вартості акції на кількість її акцій, що перебувають в обігу). Деякі національні ринки за традицією вважаються ринками облігацій, деякі — ринками акцій.

Важливим для аналізу ринку цінних паперів є поділ ринку на первинний і вторинний.

Первинним ринком цінних паперів є економічний простір, який цінний папір проходить від свого емітента до першого покупця. На первинному ринку будь-яка особа, що має необхідний для цього юридичний статус, може одержати позичковий капітал шляхом випуску своїх облігацій або акцій.

Вторинний ринок цінних паперів — це економічний простір, в якому проходить обіг цінних паперів після того, як їх продасть (безпосередньо або через посередника) перший власник, що купив ці папери в емітента. Цей ринок може бути:

1. неорганізованим;
2. організованим.

Організований ринок цінних паперів може бути як біржовим, так і позабіржовим.

У більшості країн на неорганізованому ринку обертається основна маса (приблизно 85 %) цінних паперів, на організованому -відносно мала їх частина (15 %). Однак саме організований ринок, де зосереджені найякісніші цінні папери, визначає кон'юнктуру та процес розвитку фондового ринку.

Позабіржовий (неорганізований) ринок характеризується такими особливостями:

1. великою кількістю продавців цінних паперів;
2. відсутністю єдиного курсу на однакові цінні папери (питання про курс цінного папера вирішується під час переговорів між ого продавцем і покупцем);
3. торгівля цінними паперами відбувається в різних місцях і в різний час;
4. не існує єдиного центру, який організовує цю торгівлю і відпрацьовує її методологію. Торгівля

відбувається як відповідно до вимог до чинного законодавства, так і з порушенням його.

3.3. Особливості функціонування найважливіших міжнародних та національних ринків цінних паперів.

Міжнародний ринок цінних паперів охоплює два великих сегменти. Це, по-перше, іноземні ринки — фінансові ринки держав, на яких укладаються угоди щодо фінансових активів нерезидентів — іноземних цінних паперів. На таких ринках діють як внутрішні, так і іноземні інвестори й емітенти. Іноземні фінансові ринки підпорядковані законам окремої держави і функціонують у межах певної національної економічної політики. Це означає, що обіг іноземних цінних паперів регулюється законодавством тієї країни, де вони були випущені. Іноземні ринки належать до традиційних міжнародних фінансових ринків. Другий сегмент — євроринок, де здійснюється обіг цінних паперів, грошовим компонентом яких є євро вал юта, тобто валюта, що перебуває в руках нерезидентів країни її походження

Міжнародний ринок цінних паперів складається з двох основних компонентів — ринку боргових цінних паперів і ринку прав власності. Головним джерелом середньо- і довгострокового фінансування є міжнародний ринок облігацій. На сьогодні загальний запас емітованих міжнародних облігацій і нот становить 6850,0 млрд дол. США. Серед позичальників міжнародного ринку цінних паперів домінують емітенти з розвинутих країн. Сьогодні кілька національних ринків облігацій найбільше впливають на масштаби, структуру і динаміку функціонування міжнародного інвестиційного ринку. Це ринки Японії, Швейцарії, Великої Британії, Німеччини та США.

Ринок облігацій Японії можна поділити на три частини: довгостроковий/середньостроковий, короткостроковий та облігацій Samurai. Випуск і торгівля облігаціями контролюється Міністерством фінансів.

Характеризуючи ринок японських довгострокових/середньострокових облігацій, зазначимо, що йому притаманна різноманітність як державних, так і корпоративних облігацій, випущених за посередництвом національних та іноземних організацій: відкриті урядові облігації, облігації урядових органів, муніципальні облігації, фінансові боргові зобов'язання, корпоративні облігації.

• Короткостроковий ринок облігацій складається з цінних паперів зі змінним та постійним відсотком доходу: цінні папери *Gensaki*, облігації Samurai.

Цінні папери, номіновані в Швейцарських франках, надзвичайно привабливі для іноземних інвесторів через відносну стійкість цієї валюти. Прибутки по них звичайно низькі, але це реальні прибутки з урахуванням інфляції. Свого часу, коли швейцарський франк дуже вигідно відрізнявся від інших валют, Швейцарський національний банк запровадив певні обмеження на купівлю швейцарських цінних паперів інвесторам, які перебували за межами країни. Нині на цьому ринку не існує практично жодних обмежень.

Основними категоріями цінних паперів в швейцарських франках є *Schweizerobligationen* і *Kassenobligationen*. Перші — це національні облігації зі строком погашення від 8 до 15 років, вони випускаються за посередництвом державних, корпоративних, фінансових і нефінансових інститутів Швейцарії. Другі — це середньострокові ноти, які випускають національні банки зі строком погашення від 3 до 8 років.

Національний ринок цінних паперів Великої Британії в основному складається з:

1. грошового ринку: дисконтовані векселі та оборотні депозитні сертифікати;
2. урядових цінних паперів (Gilt);
3. облігацій місцевих органів влади;
4. іноземних облігацій (bulldog-облігацій).

Існує також ринок корпоративних облігацій (він не є основним джерелом фінансування корпоративного сектора Великої Британії). Сьогодні він в основному представлений борговими зобов'язаннями і незахищеними позиками банків.

Найважливішими представниками грошового ринку є дисконтовані векселі. Це векселі Казначейства Великої Британії (строк погашення звичайно 91 день) та переказні комерційні векселі (строк погашення через 90 чи 180 днів). Обидва види векселів випускаються з дисконтом.

Банки Великої Британії випускають також депозитні сертифікати у фунтах стерлінгів зі строком погашення від 3 місяців до 5 років.

Gilt-ринок є найбільшим серед усіх стерлінгових ринків. Він надзвичайно ліквідний і надає різні строки погашення.

Національний ринок облігацій Німеччини складається із сектора суспільних облігацій, облігацій банків, *Schudscheine* та корпоративних облігацій. Ринок іноземних облігацій трактується як частина євrorинку. The Deutsch Bundesbank не робить різниці між євробондами і будь-яким випуском облігацій у німецьких марках, який було проведено міжнародною групою банків (андеррайтинг). Іноземні інвестори можуть купувати державні і банківські облігації лише на вторинному ринку. Термін погашення деяких довгострокових облігацій минулих випусків — до 40 років. Нині строк погашення досягає максимум 10—12 років.

Додатково до довгострокових облігацій громадські організації випускають ноти з терміном погашення від 2 до 5 років. Уряд випускає ще й шести- і семирічні ощадні облігації, які через рік можуть погашатися в будь-який час номіналом з виплатою накопичених відсотків.

На короткостроковому ринку уряд випускає дисконтовані і фінансові ноти зі строком життя до 2 років. Дисконтовані ноти продаються через Bundesbank на відкритому ринку, тоді як фінансові ноти випускаються спеціально для інституційних інвесторів і продаються через банківські синдикати.

Schuldscheine — переказні коротко-, середньо- і довгострокові кредити. Вони можуть випускатися без згоди Bundesbank і не підлягати податковій дискримінації, яка до 1984 р. робила їх особливо привабливими для іноземних інвесторів.

Національний ринок цінних паперів США з фіксованим доходом знаходиться в Нью-Йорку і є найбільшим у світі. Його можна розділити на шість секторів:

1. урядові цінні папери;
2. муніципальні облігації;
3. корпоративні облігації;
4. цінні папери, забезпечені заставою;
5. «янки»-облігації;
6. інструменти грошового ринку.

Ринок урядових цінних паперів складається з цінних паперів, які випускаються Казначейством США та різними федеральними організаціями. На ньому обертаються цінні папери зі строками погашення від 5 до 40 років. Казначейські векселі можуть мати строки погашення 13 тижнів, 26 тижнів або рік; вони продаються з дисконтом.

Дохід за казначейськими нотами та облігаціями виплачується кожні півроку. Казначейські ноти випускаються зі строком погашення від 1 до 10 років і є невикупними протягом їх існування. Казначейські облігації мають строк погашення від 10 до 30 років.

Цінні папери агентств випускаються урядовими органами США. Вони не мають гарантії Казначейства. Підвищений інтерес інвесторів до цього ринку пояснюється його інвестиційною якістю і розвитком вторинного ринку. Такі цінні папери мають різноманітні випуски: від дисконтованих нот зі строком погашення 5 днів до цінних паперів зі строком погашення 40 років.

Муніципальні облігації випускаються місцевими і штатними урядовими органами та агентствами. Строки їх погашення до 40 років.

Корпоративні облігації випускаються американськими корпораціями і можуть бути як коротко-, так і довгостроковими. Всі випуски мають дохідність вищу (на деяку величину), ніж казначейські облігації аналогічних строків погашення.

Янки-облігації — цінні папери, які випускаються іноземними позичальниками за допомогою американських синдикатів. Вони реєструються Комісією з цінних паперів і фондових бірж США. Нині вони мають строки погашення від 5 до 8 років. Емітентами звичайно є міжнародні інститути, іноземні уряди чи їх агентства, хоч існує невелика кількість постійних корпоративних позичальників.

Найбільшою та найактивнішою частиною **євrorинку** є ринок середньо- і довгострокових незабезпечених облігацій. На сьогодні цей ринок знаходиться під дією різних інновацій. Так, розвивається ринок цінних паперів з особливими плаваючими термінами погашення та ін. Подібні інновації з'являються для задоволення запитів певних груп інвесторів. Разом з тим євробондам властиві такі загальні ключові характеристики:

1. відсоткові платежі звільнені від податків;
2. облігації випускаються майже завжди на пред'явника;
3. основна маса облігацій є незахищеною;
4. майже у всіх випадках відкрито пропоновані цінні папери котируються на одній чи більше фондових біржах, хоча емісії можуть продаватися і на позабіржовому ринку.

Фундаментальною вимогою ринку євробондів є те, що облігації повинні бути на пред'явника з прикріпленими купонами. Євробонди найчастіше випускаються номіналом в US\$1000 чи US\$5000. Останнім часом для інституційних інвесторів випускаються більші номінали (від US\$10000 до US\$500000).

Ринок єврооблігацій відрізняється відсутністю регулювання діяльності (хоча певне регулювання здійснюється центральними банками під час прийняття ними емісій в тих чи інших валютах, а також банками, які управляють емісіями).

Серед єврооблігацій виокремимо облігації з фіксованим відсотком. Основними їх різновидами є:

* *прямі облігації (straight bond)* — облігації з фіксованим відсотком, які мають серії щорічних купонів, їх також називають «*plain vanilla*»;

* *облігації з нульовим купоном (zero bond)* — не мають ніяких платежів до настання строку погашення, продаються нижче за номінал, чим і забезпечують прибуток власників;

* *глибоко дисконтовані облігації (deep discount bonds)* — облігації, за якими виплачується щорічний відсоток, але на відміну від інших облігацій, цей відсоток нижчий за превалюючий ринковий відсоток. Тому ці облігації повинні продаватися з дисконтом подібно до облігацій з нульовим купоном;

* *облігації з можливою зміною відсотка (retractable/extendable bond)* — такі облігації мають звичайно строк погашення 12—15 років, але початковий відсоток може змінюватися через коротший період (3—5 років);

* *частково оплачені облігації (partly paid bonds)* — інвестор спочатку оплачує лише частину вартості облігації (15—30 %), решту оплачує пізніше (через 6—9 місяців). Якщо інвестор через певний строк не оплачує залишок суми, він втрачає початковий платіж і відповідно облігацію;

* *середньострокові ноти (medium-term notes (MTN))* — відносно новий вид облігацій на європейському ринку. Строк їх погашення — від 1 року до 5. Вони мають ті самі характеристики по купонних виплатах, що й прямі облігації;

* *двовалютні облігації (dual currency bonds)* — облігації, які оплачуються однією валютою, а купонні платежі та погашення здійснюються в іншій валюті (слабкіші). Протягом терміну чинності облігацій вважається, що коефіцієнт обміну між двома валютами фіксований.

Ноти з плаваючим відсотком (Floating Rate Notes, FRN) — це облігації, купонні платежі яких перепризначаються через певні інтервали (традиційно кожні 3 або 6 місяців) і звичайно прив'язані до надбавки Лондонського пропонованого відсотка на між-банківському ринку (*LIBOR — London Interbank offered Rate*).

Конвертовані облігації — це облігації з фіксованим відсотком, які можуть конвертуватися в звичайні акції емітента чи іншої компанії, що виступає гарантом облігацій. Суттєвим компонентом конвертованої облігації є коефіцієнт обміну між валютою облігації та

акціями емітента. Якщо ці валюти різні, то їх коливання відносно одна одної значно впливатимуть на вартість обміну.

Останнім часом на ринку облігацій набирають сили *варанти*. Вони можуть випускатися з облігаціями (які в такому випадку називаються хост-облігаціями) або окремо від них (такі варанти називаються голими). Варанти фізично відокремлені від облігацій чи акцій і торгують ними в основному окремо, їх можна поділити на два найважливіших типи:

1. Ринок капіталу поділяється на:

- А) кредитний ринок та ринок цінних паперів
- Б) грошовий ринок та ринок цінних паперів
- В) кредитний ринок та грошовий ринок

2. Інвестиційні видатки – це:

- А) сума попиту на реальні активи
- Б) різниця між поточним сукупним попитом на реальні активи та існуючою кількістю активів
- В) видатки на існуючі активи

3. Пропозиція на грошовому ринку в основному визначається:

- А) комерційними банками
- Б) урядом
- В) корпораціями

4. Рівновага фінансового ринку визначається:

- А)
- Б)
- В) законом Валраса

5. Сек'юритизація – це:

- А) випереджаюче зростання операцій з цінними паперами порівняно з операціями з традиційними грошовими інструментами
- Б) торгівля цінними паперами між нерезидентами
- В) торгівля фондовими цінностями, вираженими в інших валютах, ніж національна

6. Ринок цінних паперів поділяється на:

- А) організований та неорганізований
- Б) організований та позабіржовий
- В) первинний і вторинний

7. Національні облігації випускаються:

- А) не в тій країні, у валюті якої вони були визначені
- Б) в національній валюті через місцеві синдикати, але для іноземних позичальників
- В) випускаються в місцевій валюті

8. Євробондам властиві такі характеристики:

- А) відсоткові платежі звільнені від податків
- Б) фіксовані терміни погашення
- В) облігації не повинні бути на пред'явника

9. «Янкі»-облігації – це облігації:

- А) ринку цінних паперів Німеччини
- Б) Великобританії
- В) Швейцарії
- Г) США

10. Позабіржовий (неорганізований) ринок характеризується такими особливостями:

- А) тут зосереджені найякісніші цінні папери
- Б) відносно малою часткою цінних паперів, що обертаються на ринку
- В) торгівля цінними паперами відбувається в різних місцях і в різний час

ТЕМА 4. МІЖНАРОДНА ПІДПРИЄМНИЦЬКА ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ

- 4.1. Міжнародна підприємницька діяльність та форми виходу фірми на зарубіжні ринки
 4.2. Міжнародне інвестування у контексті інтернаціоналізації
 4.3. Переваги та стримуючі фактори іноземної підприємницької діяльності
 4.4. Мотивація безпосередніх партнерів міжнародної підприємницької інвестиційної діяльності
 4.5. ТНК як суб'єкт міжнародної підприємницької інвестиційної діяльності.
 4.6. Міжнародні спільні підприємства та їх систематизація

4.1. Міжнародна підприємницька діяльність та форми виходу фірми на зарубіжні ринки

Міжнародна підприємницька інвестиційна діяльність розвивається у контексті поглиблення інтернаціоналізації економіки, посилення процесів усупільнення капіталу, удосконалення форм та методів його концентрації і експорту, диверсифікації виробництва у динамічному конкурентному середовищі.

Здебільшого підприємство, що виходить на зарубіжний ринок, розглядає переваги та недоліки таких варіантів діяльності: експорт; контрактні коопераційні угоди, в тому числі ліцензування та франчайзинг; створення за кордоном СП, власного виробництва чи філії.

Основні форми виходу на зарубіжні ринки

Форма виходу	Переваги	Недоліки
Експорт	<ul style="list-style-type: none"> • Збереження контролю над виробництвом продукту • Підтримка виробництва в країні 	<ul style="list-style-type: none"> • Вразливість перед зарубіжними протекціоністськими бар'єрами • Чутливість щодо коливань валютних курсів
Контрактні коопераційні угоди <ul style="list-style-type: none"> • ліцензування • франчайзинг 	Невисока потреба в інвестиціях	Мінімальний рівень реального контролю
Спільні підприємства	<ul style="list-style-type: none"> • Мінімальність ризику • Потреба в менших затратах, ніж у разі створення власної виробничої філії 	<ul style="list-style-type: none"> • Необхідність високодеталізованої контрактної роботи • Складність управління
Створення за кордоном власної виробничої філії	<ul style="list-style-type: none"> • Забезпечення повного контролю • Локалізування виробництва 	<ul style="list-style-type: none"> • Необхідність значних інвестицій • Можлива непопулярність з політичної точки зору

У сфері міжнародного менеджменту розрізняють екстернальні (зовнішні) та інтернальні (внутрішні) чинники, що впливають на вибір форми виходу на зарубіжні ринки.

Найважливішими **екстернальними чинниками** є такі:

- 1) *ринкові чинники зарубіжної країни*: розмір ринку та перспективи росту, конкурентна структура тощо;
- 2) *середовищні чинники зарубіжної країни*: урядова політика щодо прямих зарубіжних інвестицій; географічна відстань; економічне зростання, зовнішні зв'язки країни і т. ін.;
- 3) *виробничі чинники зарубіжної країни*: наявність, якість і вартість сировини, робочої сили, а також ступінь розвитку інфраструктури (транспорт, комунікації тощо);
- 4) *чинники країни базування*: розмір ринку, вартість виробництва, умови конкуренції, рівень урядової підтримки міжнародного бізнесу і т. ін.

Серед **інтернальних чинників**, що найбільше впливають на вибір форми зарубіжної діяльності, можна виокремити дві основні групи:

1) *продуктові* – ступінь диференціації продукту, гарантійне та післягарантійне обслуговування, технологічний рівень, потенціал глобальної стандартизації і т. ін.;

2) *ресурсні* – управлінські, інвестиційні і технологічні ресурси, виробничий та маркетинговий досвід; оцінка важливості зарубіжної діяльності, яку дає вищий менеджмент фірми.

4.2. Міжнародне інвестування у контексті інтернаціоналізації

Ще одне важливе питання, яке часто постає на початковому етапі інтернаціоналізації фірми, – це вибір між одночасним виходом на кілька зарубіжних ринків та орієнтацією на один з них задля надбання досвіду освоєння інших потенційно доступних ринків у майбутньому. Здебільшого одночасний вихід одразу на кілька зарубіжних ринків потребує надмірно високих ресурсних витрат, що може бути неприйнятним для фірми, яка не має міжнародного досвіду. Проте завдяки одночасному освоєнню кількох ринків компанія може дістати додаткові конкурентні переваги, пов'язані з чинником часу та потенційною економією на масштабах діяльності.

На масштабах, динаміці та результативності міжнародної підприємницької інвестиційної діяльності позначається сукупність багатьох взаємопов'язаних факторів (глобально-економічні, загально-економічні, ресурсно-економічні, політико-економічні). Під їх впливом формуються відповідні стратегічні орієнтації *країн базування та приймаючих країн*, які, в свою чергу, впливають на мотивацію безпосередніх партнерів.

Для країн базування, традиційно головними серед яких є промислово розвинуті країни, вирішальним макроекономічним фактором експортної орієнтації прямого підприємницького капіталу є стан балансу ввозу і вивозу інвестицій. У зв'язку з цим виокремлюють три групи країн:

- 1) ті, що переважно експортують капітал (наприклад, Японія);
- 2) ті, що зберігають приблизну рівновагу експорту та імпорту капіталу (Німеччина, Франція);
- 3) нетто-імпортери (Ірландія, Іспанія, Португалія, США, Туреччина).

Останнім часом крупними експортерами капіталу стали також Півд Корея, Тайвань, Китай, країни Близького Сходу. Характерно, що на відміну від практики експорту інвестицій цими країнами у 70-80-ті роки у країни, що розвиваються, у наш час набуває поширення експорт капіталу у промислово розвинуті країни (наприклад, Тайвань близько 60% інвестицій експортує до США).

4.3. Переваги та стримуючі фактори іноземної підприємницької діяльності

Для приймаючої країни *привабливість прямих інвестицій* зумовлена тим, що:

- імпорт прямих підприємницьких капіталів збільшує в країні виробничі потужності та ресурси, сприяє поширенню передової технології та управлінського досвіду, підвищенню кваліфікації трудових ресурсів;
- за умов імпорту інвестицій з'являються не тільки нові матеріальні та фінансові ресурси, а й мобілізуються і продуктивніше використовуються національні ресурси;
- прямі інвестиції сприяють розвитку національної науково-дослідної бази;
- імпорт прямих інвестицій стимулює конкуренцію і пов'язані з нею позитивні явища (підрип позицій місцевих монополій, зниження цін та підвищення якості продукції, що заміщує як імпорт, так і застарілі вироби місцевого виробництва);
- такий імпорт підвищує попит та ціни на національні (місцеві) фактори виробництва;
- у країні збільшуються бюджетні надходження у вигляді податків на діяльність міжнародних спільних підприємств;
- за слабого контролю за використанням держпозик інвестиційний ризик переноситься на іноземних інвесторів, які самостійно вирішують проблему самоокупності.

Одночасно слід вказати на *стримуючі фактори розвитку* іноземної підприємницької діяльності:

- імпортовані ресурси працюють задля окупності та отримання прибутку, який потім репатріюється. Причому у довгостроковому контексті відтік ресурсів через репатріацію прибутку має перевищувати величину первинних вкладів. Тому говорити про зростання виробничого потенціалу приймаючої країни за рахунок іноземних інвестицій доцільно тільки з огляду на їх стимулюючий вплив на економічний розвиток країни в цілому;

- цілі іноземного інвестора можуть не збігатися з національними. На практиці, як правило, не вдається уникнути зіткнення національних інтересів та інтересів іноземних інвесторів. Нерідко має місце дискримінація національного сектора, яка посилюється правовими заходами макроекономічного стимулювання іноземних інвестицій;

- підприємства з іноземними інвестиціями (ПІІ) як канали передачі технологій часто стають відносно закритими анклавом у національній економіці, слабо пов'язаними з іншою її частиною, на яку, проте, падають витрати із забезпечення функціонування анклаву. При цьому сила ефекту анклавної обернено пропорційна рівню розвинутої приймаючої країни. Крім того, приймаюча країна (навіть промислово розвинута), як правило, майже не бере участі у створенні нової технології, а отримує її кінцевий продукт. Передача частини науково-дослідних робіт приймаючій країні має місце переважно у низько технологічних галузях;

- ПІІ можуть вступати у зговор з діючою на місцевому ринку олігополією (або ще гірше – монополією), а також справляти стримуючий вплив на національне підприємництво, поглинаючи фінансові нагромадження у місцевій та іноземній валютах;

- суттєві надходження іноземних інвестицій найреальніші у сировинних галузях; в обробній промисловості іноземні інвестиції мають переважно імпортозаміщуючий характер;

- нерегульований розвиток ПІІ може посилити соціальне розшарування населення приймаючої країни.

Залучення країнами, що розвиваються, та країнами з перехідними економіками іноземних інвестицій розглядається економістами як один з факторів ринкової трансформації цих країн у контексті їх інтеграції у сучасну світогосподарську систему. З іншого боку, поліпшення економічного середовища в процесі переходу до ринку стимулює пряме іноземне інвестування.

4.4. Мотивація безпосередніх партнерів міжнародної підприємницької інвестиційної діяльності

Головними мотивами використання ПІІ як стратегії входження у зарубіжний ринок є:

1. виробничо-економічні мотивації:

- зниження капітальних витрат та ризику при створенні нових потужностей;
- придбання джерел сировини або нової виробничої бази;
- розширення діючих виробничих потужностей;
- реалізація переваг дешевих чинників виробництва;
- можливість уникнення циклічності або сезонної нестабільності виробництва;
- пристосування до процесу скорочення життєвого циклу продукції.

2. маркетингові мотивації:

- підвищення ефективності функціонуючого маркетингу;
- придбання нових каналів торгівлі;
- можливість проникнення на конкретний географічний ринок;
- вивчення потреб, набуття управлінського досвіду на нових ринках;
- пристосування до країни, яка приймає капітал.

3. не декларовані та рідко досліджувані мотиви:

- пропагандистські і престижні, які характерні як для діяльності за кордоном великих корпорацій, так і для міжнародного бізнесу в окремих сферах (туризм, сервіс тощо);
- персональні, коли ПІІ створюються засновниками однієї національності або на родинних засадах;
- екологічні, коли розв'язуються завдання виведення за межі розвинутих країн екологічно

брудних виробництв.

У свою чергу, фірми країн, що розвиваються, при залученні інвестицій орієнтуються на:

1. можливість доступу до нових технологій і передових методів управління;
2. використання збутової мережі партнера і відомих у світі торгових марок;
3. мобілізацію додаткових фінансових ресурсів тощо.

Слід зазначити, що інвестиції за кордон використовуються не тільки для освоєння ринку приймаючої країни, а й з метою подальшого виходу на ринки сусідніх до неї країн або цілих регіонів.

4.5. ТНК як суб'єкт міжнародної підприємницької інвестиційної діяльності.

Головним суб'єктом міжнародної підприємницької інвестиційної діяльності є **транснаціональні корпорації**. Хоча на сьогодні близько 40 тисяч фірм різних країн світу, що контролюють 280 тисяч зарубіжних філіалів, перебувають на транснаціональній стадії розвитку, до останнього часу немає загальноприйнятого визначення ТНК. Виокремлюють **три головні критерії належності тієї чи іншої корпорації до ТНК: структурний, результативності та поведінки**.

1. **За структурним критерієм ТНК** – це фірма, що має власні філії у двох і більше країнах (за деякими дослідниками, що найменше в шести країнах), або це фірма, власники чи вищий управлінський персонал якої є громадянами різних країн (при цьому діяльність ТНК контролюється штаб-квартирою, яка розміщується в одній країні. Саме тому розрізняють американські, японські, австрійські та інші ТНК).

2. **За критерієм результативності ТНК** – це та, чи інша фірма, яка визначається як ТНК на основі абсолютних або відносних показників. Відповідно до методології ООН міжнародний характер діяльності ТНК можна проаналізувати за трьома ключовими показниками:

- відношення зарубіжних активів ТНК до загальних активів ТНК;
- відношення обсягів реалізації ТНК за кордоном до загальних обсягів реалізації ТНК;
- відношення кількості зайнятих у зарубіжних підрозділах ТНК до загальної кількості зайнятих ТНК.

Середню арифметичну цих трьох показників називають індексом транснаціональності, який слугує узагальнюючим критерієм міжнародної діяльності ТНК.

Природно, що у діяльності ТНК **пріоритетом** є прямі іноземні інвестиції.

Злиття та поглинання дозволяють ТНК:

1. отримати стратегічні активи інших фірм, монополізувати ринки;
2. досягти ефектів синергізму;
3. збільшити розміри ТНК;
4. диверсифікувати ризики;
5. використати нові фінансові можливості;
6. реалізувати особисті інтереси вищого менеджменту тощо.

3. **За критерієм поведінки ТНК**. В середині 80-х років спочатку у кількох найактивніших ТНК, а потім і у ширшого їх кола сформувались глобальні стратегії, коли одночасно враховуються такі правила поведінки на міжнародних ринках:

- a) мати загальносвітове бачення ринків і конкуренції;
- b) добре знати своїх конкурентів в олігополістичній ринковій структурі;
- c) контролювати свої операції якщо не у загальносвітовому масштабі, то принаймні в тріаді “США – ЄС – Японія”;
- d) оперувати у високотехнологічних промислових галузях;
- e) координувати свою діяльність за допомогою гнучких виробництв та інформаційних технологій;
- f) інтегрувати свої заводи і спеціалізовані філії в єдину міжнародну мережу управління;
- g) інтегруватися з іншими ТНК тощо.

4.6. Міжнародні спільні підприємства та їх систематизація

Поширеною формою міжнародної підприємницької інвестиційної діяльності, яка потребує окремого розгляду, є **міжнародні спільні підприємства** – одна з форм міжнародного бізнесу, коли зарубіжний та місцевий партнери створюють нове підприємство, поєднують свої зусилля в інвестуванні, управлінні, розподілі доходів і ризиків.

Для МСП характерні такі особливості:

1. наявність угоди про довгострокові завдання співробітництва;
2. об'єднання сторонами активів;
3. оцінка об'єднаних активів як капіталовкладень обох сторін;
4. реалізація погоджених завдань через самостійні органи управління, які незалежні від органів управління сторін;
5. участь обох сторін у прибутках та збитках відповідно до вкладеного капіталу.

Переваги МСП зумовлені тим, що ця форма співробітництва є тривалою, забезпечує комплексність співпраці, спільну відповідальність партнерів за ефективність діяльності підприємства, зменшує інвестиційний ризик, особливо його залежність від політичних чинників. Дуже часто МСП – це єдина або найзаохочуваніша форма проникнення підприємницького капіталу в іншу країну.

Реалізація міжнародного бізнесу можлива:

1) без створення нового підприємства (юридичної особи), тобто у рамках міжнародної кооперації та міжнародної торгівлі товарами та послугами (експорт, управління за контрактом, ліцензування). У такому разі відносини між партнерами регулюються відповідними угодами та контрактами;

2) зі створенням нового суб'єкта господарювання, а саме спільного підприємства або зарубіжної філії (при 100 % прямому інвестуванні, крім випадків, коли створюються так звані контрактні (договірні) СП без реєстрації підприємства у спільному володінні).

3) МСП можна розглядати також як один з різновидів стратегічних альянсів, що реалізується через ефективний розподіл прав власності. Розподіл прав власності у формі МСП має ряд переваг порівняно зі 100 % володінням підприємством за кордоном, а саме:

- прискорення процесу розвитку фірми у географічному аспекті,
- розширення бази досліджень і розробок,
- передача контролю над підприємством на місця тощо.

Крім того, співпраця у формі МСП генерує *синергійний ефект* від взаємодії двох або кількох фірм, що знаходяться в різних країнах. Партнери по стратегічному альянсу у формі МСП можуть поєднати свої дії таким чином:

- іноземна фірма об'єднує свої зусилля з місцевою;
- фірми двох або кількох держав поєднують свої дії у третій країні або в одній зі своїх країн. (Зазначимо, що коли в роботі СП беруть участь більше двох організацій, то таке СП іноді називають консорціумом.)

Зауважимо, що у багатьох країнах з перехідними економіками, в тому числі і в Україні, спільні із зарубіжними партнерами підприємства розглядаються як одна з нових форм господарювання.

Визначення МСП можливо одночасно як:

- а) форми міжнародного бізнесу;
- б) специфічного (нового) суб'єкта міжнародного бізнесу;
- в) стратегії входження у зарубіжний ринок;
- г) різновиду прямого іноземного інвестування;
- д) форми господарювання, що дозволяє не тільки окреслити його суттєві ознаки, але й позиціонувати МСП у системі макро- та мікроекономічного регулювання. Адже створення та діяльність МСП регулюються багатьма різними нормативно-правовими актами (про іноземну інвестиційну діяльність, національне підприємництво, у межах антимонопольних заходів тощо).

Розрізняють наступне групування МСП по видам за наступними ознаками:

Участь на паритетних засадах поширена в промислово розвинутих країнах, коли підприємство створюється майже виключно з підприємницьких мотивів при участі рівних за значенням партнерів. Така співпраця може зумовлюватися правовим регулюванням, згідно з яким участь іноземного партнера не повинна перевищувати частки місцевого партнера.

Рівна частка участі в капіталі підприємства розглядається як доказ рівноправного співробітництва та взаємного визнання партнерів і теоретично є ідеальним вирішенням питання організації підприємства з іноземною участю. Однак таке співробітництво має і негативний аспект, який виявляється в тому разі, коли одому з партнерів необхідно взяти на себе відповідальність за вирішення якого-небудь питання (відсутність “лідера” в конфліктній ситуації).

Організація МСП з більшою часткою іноземного капіталу в статутному фонді має місце тоді, коли іноземний партнер бажає забезпечити максимальний контроль за діяльністю підприємства. Це необхідно також і в тому разі, коли місцевий партнер не має фінансових коштів для того, щоб збільшити свою частку в підприємстві.

Створення МСП з меншою часткою іноземного партнера в його статутному фонді у більшості випадків неприйнятне для західних фірм, котрі прагнуть здійснювати контроль за діяльністю підприємства. Закордонні інвестори погоджуються з меншою часткою своєї участі в капіталі МСП у країнах, де помітні значні зусилля щодо націоналізації економіки, і вони можуть зазнати збитків внаслідок дискримінації, офіційних регламентацій інших форс мажорних обставин правового характеру, які обмежують діяльність підприємства. Підприємства, в капіталі яких іноземний інвестор має меншу частку, за своєю суттю ближчі до національних підприємств, і тому користуються різними пільгами: масштабніше використовують місцеву робочу силу, сировину, а також можливості збуту продукції на місцевому ринку.

Систематизація МСП за характером організації важлива тому, що законодавче встановлюються організаційно-правові форми підприємств, які можуть значно відрізнитись у різних приймаючих країнах. Від того, в якій сфері діє СП, залежать пільги або обмеження, а від місця реєстрації – превалюючі норми національного регулювання.

1. Форма виходу на зарубіжні ринки –це:

- А) Експорт
- Б) імпорт
- В) Локалізуваня виробництва

2. За фактором експортної орієнтації прямого підприємницького капіталу країни поділяються:

- А) нетто-імпортери
- Б) ті, що утримують капітал
- В) брутто-імпортери

3) До виробничо-економічної мотивації відносять такі чинники:

- А) придбання джерел сировини або нової виробничої бази
- Б) підвищення ефективності функціонуючого маркетингу
- В) придбання нових каналів торгівлі

4. Злиття та поглинання дозволяють ТНК:

- А) досягти ефектів синергізму
- Б) доступ до нових технологій і передових методів управління
- В) пристосуватися до процесу скорочення життєвого циклу продукції

5. Міжнародні спільні підприємства-це:

- А) коли зарубіжний та місцевий партнери створюють нове підприємство
- Б) два зарубіжних партнери створюють нове підприємство
- В) два і більше зарубіжних партнерів створюють нове підприємство

6) Участь на паритетних засадах у спільному підприємстві означає:

- А) рівноправне співробітництво
- Б) іноземний партнер має максимальний контроль за діяльністю підприємства
- В) іноземний інвестор володіє меншою часткою підприємства

7. Основні цілі міжнародного інвестування компаній-інвесторів:

- А)- розширення виробництва, збільшення прибутку за рахунок
 - захоплення нових ринків за кордоном;
 - досягнення економії за рахунок масштабу виробництва;
 - збільшення прибутку за рахунок використання порівняльних переваг інших країн;
 - збільшення валютних ресурсів фірми;
- Б) - розширення виробництва, збільшення прибутку за рахунок
 - захоплення нових ринків за кордоном;
 - досягнення економії за рахунок масштабу виробництва;
 - збільшення валютних ресурсів фірми

8. Варіанти здійснення інвестицій ТНК:

- А) пряме інвестування
- Б) непряме інвестування
- В) складальний завод
- Г) ліцензійні угоди

9. Для МСП характерні такі особливості:

- А) інтегрувати свої заводи і спеціалізовані філії в єдину міжнародну мережу управління
- Б) інтегрування з ТНК
- В) об'єднання сторонами активів

10. Стримуючі фактори розвитку:

- А) диверсифікування ризиків
- Б) цілі іноземного інвестора можуть не збігатися з національними
- В) спекуляції

ТЕМА 5 МІЖНАРОДНІ ІНВЕСТИЦІЙНІ ОПЕРАЦІЇ З ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ.

План.

- 5.1. Класифікація цінних паперів. Сутнісна характеристика видів акцій.**
- 5.2. Характеристика показників ринків акцій та вплив на них множинного котирування**
- 5.3. Організація торгівлі акціями на різних національних ринках.**
- 5.4. Учасники міжнародної портфельної інвестиційної діяльності.**
- 5.5. Формування портфеля міжнародних інвестицій в акції. Оцінка дохідності акцій.**
- 5.6. Показники ризику акцій.**

5.1. Класифікація цінних паперів. Сутнісна характеристика видів акцій

Основу міжнародного портфельного інвестування складають операції з цінними паперами.

Цінний папір – це документ, який засвідчує майнове право чи відношення позики власника документа щодо особи, яка випустила (емітувала) такий документ.

Більшість цінних паперів повинні проходити особливу процедуру реєстрації.

Цінні папери, як й інші складні об'єкти, можна класифікувати за численними ознаками, а саме:

- *економічна природа* (відносини власності – акція; кредитні відносини – облігація, нота, вексель);
- *тип права, що реалізується* (грошові вимоги – облігація, вексель; майнові права – акція, заставна, коносамент);

- *економічний статус* (фондові і комерційні);
- *матеріальна форма* (знеособлені документи, записи на рахунках);
- *форма власності* (державні і недержавні);
- *національна приналежність* (національні, іноземні, міжнародні);
- *особливості випуску та обігу* (цільова орієнтація, обіговість, дохідність, передача майнових прав, черговість задоволення претензій, порядок дотримання терміну погашення тощо).

Важливо акцентувати увагу на неоднаковій **інвестиційній значущості** тих чи інших **цінних паперів**. Одні з них (векселі, депозитні сертифікати та інші короткотермінові папери) обертаються на грошовому ринку як замітники грошей для виконання розрахунків за постачання товарів і платежів, різні зобов'язання, епізодично виконуючи також роль засобу для короткотермінового інвестування з метою одержання доходу. Інші цінні папери (акції, облігації, інвестиційні сертифікати та ін.) обертаються на ринку капіталу і служать для фінансування довготермінових інвестицій у виробництво та комерційну діяльність.

Сутнісна характеристика видів акцій

Акція – це пайовий цінний папір, що закріплює права його власника на одержання частки прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів і на участь в управлінні цим товариством, а також на частину майна під час його ліквідації. Акція – безстроковий документ і існує стільки, скільки існує акціонерне товариство.

Акції бувають *іменні* і на *пред'явника*. У першому випадку ім'я власника обов'язково заноситься до книги реєстрації (реєстр), яку веде або сам емітент, або реєстратор чи депозитарій. У другому випадку акції не реєструються і досить фактичного володіння акцією для того, щоб її власник підтвердив, що саме він є акціонером даного акціонерного товариства. Вона повинна бути обов'язково оплаченою її власником.

За ступенем вільного обігу акції поділяються на *відкриті* і *закриті*. Власником відкритої акції може стати будь-який покупець, а закритої – тільки деякий (певної категорії). Випускаються також акції, що не мають взагалі ніякого ходіння на ринку.

Акція може бути *засновницькою*, тобто такою, яка розповсюджується лише серед засновників акціонерного товариства і дає їм деякі переваги: додаткову кількість голосів, першочергове право на одержання акцій наступних випусків, вирішальний голос при прийнятті рішень з питань діяльності компанії.

З численних класифікаційних ознак акцій помітно виділяються кілька основних – фіксованість доходу, участь в управлінні та ін. Відносно цих ознак акції поділяються на *звичайні (прості)* і *привілейовані (преференціальні)*.

Акція є звичайною, якщо вона засвідчує: а) право власника на участь в управлінні справами акціонерного товариства; б) право на одержання дивідендів, причому негарантованих і нефіксованих; в) право на певну частину майна, яке залишається після ліквідації акціонерного товариства.

Акція є привілейованою, якщо вона засвідчує: а) право власника на одержання дивідендів, в основному, з фіксованим відсотком, що виплачується незалежно від результатів діяльності акціонерного товариства; б) переважне право (порівняно з власниками звичайних акцій) на першочергове одержання дивідендів і пріоритетну участь у розподілі майна акціонерного товариства під час його ліквідації (якщо подібний пріоритет передбачений умовами випуску акцій).

Привілейована акція не може випускатися на суму, що перевищує 10 % статутного фонду акціонерного товариства.

Існують такі види привілейованих акцій:

1. *Привілейовані акції з коригованим дивідендом*. Це такий цінний папір, який дозволяє його власникові одержувати щоквартально збільшений дивіденд, що відображає зміну відсоткових ставок з короткотермінових державних облігацій або позичкового відсотка з банківських кредитів.

2. *Привілейована акція з відстроченим дивідендом.* Це цінний папір, котрий випускається тільки для засновників даного акціонерного товариства. Дивіденди по цій акції не виплачуються до того часу, поки за звичайними акціями не буде досягнуто виплати дивідендів за максимально встановленою квотою. Частина прибутку, що залишилася після таких виплат повністю або частково розподіляється між власниками згаданих акцій.

3. *Кумулятивна привілейована акція.* Більшість привілейованих акцій є кумулятивними, тобто вони мають властивість кумуляції (накопичення) дивідендів, що надає їм підвищеної надійності. Правило таке: дивіденди, не виплачені акціонерам протягом деякого періоду, не анулюються, а накопичуються і нараховуються власникам привілейованих акцій. Вони одержують дохід у наступному періоді у розмірі накопиченої суми

4. *Конвертована привілейована акція.* Незалежно від кумулятивності привілейовані акції можуть бути конвертованими (конвертабельними), тобто мати властивість обмінюватися за обумовленою ставкою на певну кількість звичайних акцій чи облігацій даного емітента.

5.2. Характеристика показників ринків акцій та вплив на них множинного котирування

Одним із основних показників, які характеризують розмір фондових ринків, є **ринкова вартість акцій, що обертаються на них, або капіталізація ринку.**

Капіталізація ринку – це показник, який відображає ринкову вартість усіх компаній, що входять до лістингу. Капіталізація ринку може визначатися як абсолютна сума, а також як ринкова вартість акцій у % до номінального обсягу ВВП (або ВВП).

Лістинг – це внесення акцій компанії у список акцій, що котируються на певній біржі. Не внесені в цей список акції продаються “з прилавка”, на “вуличному” ринку.

Ще один показник активності національних фондових ринків – **обсяг угод**. За даним показником провідні позиції посідають США, Японія.

Іншим важливим з точки зору міжнародного інвестора показником є **ступінь концентрації фондових ринків** (ринків акцій), який визначається як відношення обсягу ринкової капіталізації 10 найбільших компаній країни до загального обсягу капіталізації ринку. Цей показник може характеризувати національний ринок як з позитивного, так і негативного боку. Тобто, даний показник характеризує чи є ці ринки сукупністю акцій безлічі дрібних компаній, чи на них перебувають в обігу переважно акції декількох великих компаній. Так, акції великих компаній часто набагато більш ліквідні, ніж малих. Однак високонцентрований ринок дає менші можливості для диверсифікації портфеля й активної стратегії інвестування. За показником концентрації ринку лідируючі позиції посідають Нідерланди, далі йдуть Італія, Швейцарія, Канада, Франція.

При міжнародних інвестиціях в акції варто враховувати, що акції великих компаній одночасно котируються на декількох національних фондових ринках, тобто мають **множинне котирування**. Теоретично такі акції повинні котируватися за однією і тією ж ціною на усіх біржах з врахуванням обмінних курсів валют і відповідних трансакційних витрат; в іншому випадку з'являється можливість для безризикового арбітражу, який зрівнює ціни на акції.

Інвестор, який бажає купити іноземні акції зазвичай має вибір з кількох варіантів:

1. він може купити ці акції на своєму національному ринку, якщо вони там котируються;
2. інвестор може купити іноземні акції через національні фінансові інститути, що займаються інвестиціями на іноземних ринках, які його цікавлять;
3. можна купити іноземні акції безпосередньо на відповідному національному ринку (зазвичай так роблять великі інвестори).

Незважаючи на трансакційні витрати, компанії зацікавлені в одночасному котируванні своїх акцій на різних ринках, оскільки це дає доступ до міжнародних ринків з потенційно високими обсягами інвестування; підвищує авторитет фірми, що дозволяє збільшити теперішні й майбутні вкладення в акції; сприяє рекламі продукції компанії на світовому ринку.

5.3. Організація торгівлі акціями на різних національних ринках. Класифікація учасників ринку цінних паперів

Торгівля акціями різних країн відбувається як на біржових (фондові біржі), так і на позабіржових ринках. Як особливий інститут вторинного ринку цінних паперів фондові біржі сприяють накопиченню капіталу, його розподілу та перерозподілу, а також контролю за інвестиціями та інфляцією. Всього у світі налічується близько 200 фондових бірж, об'єднаних у Міжнародну федерацію фондових бірж. Найбільшими з них є біржі Нью-Йорка, Токію, Лондона, на які припадає до 60% загальносвітового обсягу торгівлі акціями, Франкфуртська – 10%, Тайвань – 6%, Сеул – 4%, Цюрих – 4%, Париж – 3%, Куала Лумпур – 2%, Гонконг – 2%. Однак у кожній з провідних країн світу знаходиться переважно кілька фондових бірж, на яких здійснюється більша частина операцій з акціями. Нижче наведені списки міст, в яких знаходяться біржі дев'яти країн з найрозвинутішими біржовими фондовими ринками. (див табл.)

Таблиця

Міста з найрозвинутішими біржовими фондовими ринками (у порядку зниження значущості)

Країни	Міста, де розташовані біржі
США	Нью-Йорк (2 біржі), Бостон, Чикаго, Сан-Франциско, Цинциннаті, Філадельфія, Вашингтон
Японія	Токію, Осака, Нагоя, Кіото, Хіросіма, Фукуока, Ніігата, Саппоро
Велика Британія	Лондон, Глазго, Манчестер, Ліде, Белфаст, Бірмінгем
Німеччина	Франкфурт, Мюнхен, Гамбург, Берлін, Штутгарт, Ганновер, Бремен
Франція	Париж, Бордо, Лілль, Ліон, Марсель, Нансі, Нант
Канада	Монреаль, Торонто, Ванкувер, Калгарі, Вінніпег
Швейцарія	Цюрих, Женева, Базель
Італія	Мілан, Рим, Турин, Генуя, Болонья, Флоренція, Неаполь, Палермо, Трієст, Венеція
Австралія	Сідней

На позабіржові ринки припадає незначна частка оборотів.

Варто відзначити, що кожний значний (світовий) фондовий центр має свої особливості, які необхідно враховувати при реалізації інвестиційних стратегій та тактичних заходів з мінімізації трансакційних витрат.

Японський фондовий ринок.

Близько 70-75%, або біля 2000 найменувань акцій, які допущені до котирування на Токійській біржі, входять в першу з двох категорій, або груп, акцій. Першу групу становлять акції компаній з високою ринковою капіталізацією, а в другу – акції компаній з низьким рівнем капіталізації.

Операції на Токійській фондовій біржі проводяться на двох двогодинних торгових сесіях: ранковій (“зенба” / zenba), що триває з 7 до 9 години ранку, і на денній (“гоба” / goba) – з 11 до 13 години дня. Торгівля найбільш активними акціями на Токійській фондовій біржі (близько 160 найменувань) здійснюється не через спеціалістів, а по комп'ютерній мережі. Понад 60% всього обсягу торгівлі японськими акціями припадає на 4 брокерські фірми і їх відділення:

Nomura, Daiwa, Nikko, Yamaichi. Іноземні брокери отримали доступ на японський фондовий ринок лише в 1985 р.

На ринку акцій Японії домінують акції промислових компаній з високим рівнем диверсифікації. Національний фондовий ринок в Японії включає також фондову біржу в Осаці, де котируються акції близько 1000 компаній, невеликий позабіржовий ринок (200 найменувань акцій), малі регіональні біржі.

Особливості японського ринку акцій:

- ціни на акції дуже залежні від цін на нерухомість в Японії (надзвичайно високих);
- за оцінками аналітиків ціни на японські акції дуже завищені у порівнянні з цінами в США;
- має місце приховування інформації для інвесторів з боку японських компаній. Цьому сприяє як специфіка організації японського бізнесу (великі напівкланові об'єднання банків та промислових корпорацій, що тісно пов'язані з фінансами уряду та Банку Японії), так і свідомо політика зменшення транспарентності бізнесу з метою запобігання втраті комерційних таємниць.

Лондонська фондова біржа.

Лондонська міжнародна фондова біржа є найбільшою в Європі. Іноземні компанії отримали на неї доступ лише в 1986 р.; в тому ж році були відмінені фіксовані ставки брокерських комісійних, а торговельні операції почали проводитись за допомогою комп'ютерів.

Шестигодинна торговельна сесія на Лондонській біржі починається в 9 годин ранку і закінчується о 3 годині дня.

Фондовий ринок Німеччини.

Система фондових ринків Німеччини представлена 8 біржами. Найкрупніша – Франкфуртська (ФФБ), на ній котируються акції понад 1000 компаній, більшість з яких беруть участь в торгах на іноземних біржах.

Торгівля на біржі проходить під час короткої двогодинної сесії з 11³⁰ до 13³⁰.

Інші біржі Німеччини розміщені в Мюнхені, Гамбурзі, Дюссельдорфі, Штутгарті, Ганновері і Бремені.

У квітні 2000 року Лондонська і Франкфуртська фондові біржі оголосили про майбутнє злиття у єдину біржу “Ай-Ікс”. В результаті німецький і британський ринки акцій були б об'єднані в один. Європа вже має приклад так званого злиття бірж: Паризька, Брюссельська і Амстердамська біржі об'єдналися у так звану “Euronext”. Однак тут мова йде більше не про злиття, а про союз.

Фондовий ринок США.

Фондовий ринок Сполучених Штатів представлений двома основними фондовими біржами – Нью-Йоркською (NYSE) і американською (AMEX), а також позабіржовим ринком, торгівля акціями на якому здійснюється в рамках комп'ютерної системи котирувань Національної асоціації учасників ринку цінних паперів. На Нью-Йоркській біржі ще зберігається традиційна торгівля в залі, хоча і на ній збільшується комп'ютеризована обробка замовлень і торгівля. Доступ до електронної системи мають інвестори з Великобританії, Сінгапура та інших країн.

Специфікою сучасного етапу розвитку американського фондового ринку є активне здійснення інвестувань через систему депозитарних розписок. Американські депозитарні розписки (АДР) дають можливість інвесторам США купляти і продавати акції іноземних компаній без проведення операцій безпосередньо на закордонних біржах і ринках. АДР – це розписка (квитанція), яка підтверджує володіння акціями іноземної компанії. Зазвичай акції зберігаються в банку країни емітента, а банк-кореспондент в США випускає АДР, які представляють акції на відкритому ринку.

АДР можуть мати, а можуть і не мати так звану “підтримку” з боку “емітента”. Власник АДР з “підтримкою” має доступ до фінансових звітів компанії-емітента і отримує право голосувати на зборах акціонерів. Відсутність “підтримки” означає, що власник таких привілеїв позбавлений.

Щоб бути допущеною до котирування, компанія мусить відповідати таким вимогам:

Прибуток до виплати податків за останній рік – 2,5 млн. дол.;

Прибуток за 2 попередні роки – 2,0 млн. дол.;

Чиста вартість матеріальних активів – 18,0 млн. дол.;

Кількість акцій у публічному володінні – на 1,1 млн. дол.;

Курсова вартість акцій – 18,0 млн. дол.;

Мінімальна кількість акціонерів, які володіють 100 і більше акціями, – не менше 2 тис.

Крім того, середньомісячний обсяг торгівлі акціями даного емітента має становити не менше 100 тис. дол. протягом останніх 6 місяців.

Дані про результати торгів на фондових біржах публікуються у пресі зазвичай за формою, наведеною у табл. 4.3.

Таблиця 4.3.

Дані про котирування акцій

New York Exchange Composite Transaction										
52 weeks		Stock	Div	Yld %	P/E	Vols 100s	Hi	Lo	Close	Net Chg
High	Low									
110 ⁵ / ₈	85 ¹ / ₈	ABC	5,5	6,0	15	125	95 ⁷ / ₈	93 ¹ / ₈	94	+ ³ / ₄

З наведених даних видно, що акції (Stock) компанії ABC, які котируються за цінами від найнижчої (Low), що рівна 85 1/8, до найвищої (High) – 110 5/8 доларів США. Дивіденди за рік (Dividend – Div) на одну акцію становили 5,5 дол. США. Доходність акцій (Yield – Yld), яка визначається як відношення дивіденду до середньої ціни акції за рік, становила 6%, а відношення ринкової ціни акції до доходу за рік ($Pp/((High-Low) + div)/Price/Earnings - P/E$) становило 15. За звітний день було продано 125 лотів акцій по 100 шт. (Vols 100s), тобто всього 12500 акцій. Протягом дня найвищий (High - Hi) курс акцій дорівнював 95 7/8 доларів, найнижчий (Low - Lo) - 93 1/8 доларів. Курс акцій при закритті біржі в кінці дня (Close) становив 94 доларів США. Зміна курсу закриття порівняно з курсом закриття попереднього дня торгів (Net Change - Net Chg) становила +3/4 доларів.

Аналізуючи сучасні біржові технології, важливо розуміти, що практично в кожній країні існує своя система бірж. З огляду на роль, яку відіграють біржі в національних фінансово-інвестиційних системах, можна виокремити групи країн з моно- і поліцентричною організацією фондових бірж.

Фондові біржі організуються, як правило, у вигляді приватних акціонерних товариств (США, Велика Британія) або публічно-правових інститутів (Франція, Італія, Швейцарія, Німеччина). Зокрема, Нью-Йоркська фондова біржа за формою організації є акціонерним товариством. Робота біржі та діяльність її членів регламентуються статутом, внутрішніми правилами та інструкціями. Щоб стати членом біржі, необхідно купити місце на біржі в її власника. Після цього з'являється можливість брати участь у торгах, використовувати привілеї, які надає біржа.

Залежно від виду торговельної діяльності члени біржі поділяються на чотири категорії:

- **брокер-комісіонер** (найчисленніша група приблизно 500 чоловік) збирає у брокерських фірм заявки клієнтів, доставляє їх у зал біржі і відповідає за їх виконання. Проводити операції за власний рахунок їм заборонено;

- **біржовий брокер** (дводоларовий брокер) виконує доручення комісійних брокерів, якщо вони не встигають виконувати замовлення;

• **біржовий трейдер** здійснює операції лише за власний рахунок. Правилами біржі йому заборонено виконувати розпорядження клієнтів;

• **спеціаліст (фахівець)** (дилери, яких не більше як 400) виконує три основні функції: 1) здійснює виконання заявок з певними групами цінних паперів, діючи при цьому як брокер; 2) діє як дилер, тобто купує та продає цінні папери за власний рахунок; 3) виконує завдання підтримки стабільності на ринку певних цінних паперів шляхом компенсації тимчасових дисбалансів попиту й пропозиції.

Усі розпорядження на купівлю та продаж деякої групи акцій доставляються на торговельне місце, тобто на майданчик у залі біржі, де протягом операційного дня знаходиться “спеціаліст”, який здійснює операції з цією групою акцій. “Спеціалісти”, наприклад, є центральними фігурами на Нью-Йоркській біржі.

Існує кілька форм замовлень на купівлю-продаж цінних паперів (акцій та облігацій), які інвестори передають своїм брокерам для виконання на біржі:

• ринкове замовлення — замовлення на купівлю чи продаж певного виду і кількості цінних паперів за найкращою ціною ринку;

• відкрите замовлення — замовлення, яке залишається в силі доти, доки воно не буде виконано або відмінено;

• лімітоване замовлення — замовлення, в якому клієнт вказує конкретну ціну, за якою повинна відбутися операція;

• денне замовлення — замовлення з денним терміном виконання;

• замовлення “все або нічого” — брокер повинен купити або продати всі цінні папери, вказані у замовленні;

• контингентне замовлення — передбачає одночасну купівлю одних і продаж інших цінних паперів;

• стоп-замовлення — замовлення, яке підлягає виконанню як ринкове у тому разі, коли курс цінного папера падає нижче або піднімається вище за вказані ціни.

Переважно капітал у вигляді цінних паперів називають фондовим. По суті він є непродуктивним (фіктивним) капіталом. Виокремлюють фіктивний капітал: 1-го порядку (цінні папери, що забезпечують своїм власникам безпосередній доступ до реального капіталу, — акції, облігації, інвестиційні сертифікати); 2-го порядку (цінні папери, що дають їх власникам право на придбання цінних паперів 1-го порядку, — ф'ючерси, опціони, варанти); 3-го і 4-го порядків (складні опціони, опціони на ф'ючерси, ф'ючерси на біржові індекси, опціони на ф'ючерси на біржові індекси).

Учасники міжнародної портфельної інвестиційної діяльності

Міжнародна портфельна інвестиційна діяльність вимагає від її учасників здійснення численних операцій з цінними паперами. Основні з них:

• купівля цінних паперів за власний рахунок;

• купівля цінних паперів за дорученням і за рахунок коштів замовника;

• продаж власних цінних паперів;

• продаж за дорученням;

• інформаційне, аналітичне й консультативне обслуговування, яке включає аналіз ринку цінних паперів і портфеля фінансових, активів;

• організаційні дії, що супроводжують операції з цінними паперами (наприклад, реєстрація випуску, організація допущення і на фондову біржу і т.д.);

• здійснення клірингу і розрахунків по цінних паперах;

• реєстрація власників іменних цінних паперів під час здійснення операції купівлі/продажу;

• зберігання, знерухомлення та обслуговування обігу цінних паперів;

• у разі відкликання емітентом облігацій до строку їх погашення здійснюється повернення облігацій, що відкликаються;

• погашення цінних паперів з настанням відповідного терміну;

- виплата дивідендів з акцій і купонних платежів з облігацій;
- конвертування в прості акції конвертованих привілейованих і акцій та облігацій;
- передача довірєній особі повноважень на голосування на загальних зборах акціонерів;
- гарантоване розміщення цінних паперів (андеррайтинг);
- реінвестування дивідендів від цінних паперів і доходів від приросту ринкової вартості;
- розміщення цінних паперів під заставу;
- управління портфелем цінних паперів;
- надання та одержання позичок цінними паперами;
- страхування валютних ризиків.

У світовій практиці існує така **класифікація учасників ринку цінних паперів**:

- держава, муніципалітети, великі національні та міжнародні компанії;
- інституціональні інвестори. Ними є різні юридичні особи — фінансові установи;
- професіонали ринку цінних паперів — брокери й дилери.

Брокер — це агент чи посередник, який допомагає інвесторам у торгівлі цінними паперами. **Дилер** — це особа, що сприяє торгівлі фінансовими активами шляхом створення запасів різних цінних паперів.

Купуючи папери, дилер збільшує свій запас цінних паперів, а продаючи — зменшує його, одержуючи прибуток за рахунок різниці цін купівлі та продажу.

- *Фінансові брокери* — юридичні особи, які виконують посередницькі функції під час купівлі-продажу цінних паперів за рахунок і дорученням клієнта на основі договору комісії чи доручення.

- *Інвестиційні консультанти* — юридичні або фізичні особи, які надають консультативні послуги під час випуску та обігу цінних паперів.

- *Інвестиційні компанії* — це юридичні особи, які діють на ринку цінних паперів за власний рахунок. Інвестиційна компанія є спеціалізованим підприємством для: а) організації та гарантування випуску цінних паперів; б) вкладення коштів у цінні папери; в) купівлі-продажу цінних паперів дилером.

- *Андеррайтинг* — базова функція інвестиційної компанії. З ним пов'язане таке поняття, як *емісійний синдикат*. Це — група андеррайтерів, які сумісно, за договорами, на принципах розподілу прибутків здійснюють розміщення та гарантований випуск цінних паперів.

- Фінансові брокери, інвестиційні консультанти, інвестиційні компанії та фонди здійснюють різні операції з цінними паперами. Багато компаній поєднують ці види діяльності. У світовій практиці для таких компаній існує термін — *компанії з цінних паперів (Securities firm)*.

- *Інвестиційні фонди* — здійснюють випуск акцій з метою мобілізації грошових коштів інвесторів та їх вкладення від імені фонду в цінні папери, а також на депозитні рахунки та вклади. Жодним іншим видом діяльності інвестиційний фонд займатися і не повинен.

- *Інвестиційний банк* — це кредитно-фінансовий інститут, що спеціалізується на операціях з цінними паперами (їх випуску та розміщенні) для залучення додаткових грошових коштів, а також довгострокового кредитування своїх клієнтів, серед яких може бути і держава. Інвестиційні банки не є банками в класичному розумінні цього поняття, оскільки вони не виконують багатьох; видів класичних банківських операцій.

- *Комерційні банки*. Діяльність цих організацій на ринку цінних паперів у різних державах неоднакова, але можна зазначити деякі спільні закономірності взаємодії комерційних банків з національними і міжнародними фондовими ринками. В Німеччині, де банки мають право здійснювати всі види операцій з цінними паперами, вони активно виходять на ринок як емітенти (випускаючи, головним чином облігації), посередники та найбільші інвестори. В тих країнах, де роль комерційних банків на фондових ринках обмежена (США, Канада, Японія), вони знаходять опосередковані шляхи участі в інвестиційній та посередницькій діяльності — через трастові компанії, кредитування інвестиційних компаній і банків, співробітництво з брокерськими фірмами та ін.

Комерційні банки виходять на міжнародний ринок цінних паперів також через власну мережу зарубіжних інвестиційно-банківських філій та дочірніх компаній. Особливо широких масштабів інвестиційна діяльність зарубіжних філій набуває у банків тих країн, де існують прямі обмеження на операції з цінними паперами.

5.5. Формування портфеля міжнародних інвестицій в акції. Оцінка доходності акцій.

При **пасивному підході** до формування міжнародного портфеля акцій інвестор орієнтується на структуру капіталізації ринку за країнами, галузями, конкретними компаніями залежно від обраної послідовності формування портфеля. При послідовності “країна-компанія” (зверху-вниз) інвестор спочатку аналізує світовий ринок за рівнем капіталізації по регіонах (країнах), обираючи національні ринки з найвищим рівнем капіталізації, а потім вирішує, акції яких конкретних компаній включати в портфель (знову ж таки згідно обсягу капіталізації), попередньо розглянувши (або не розглядаючи) структуру ринку обраної країни за галузями. Згідно варіанту “цінні папери-країна” (знизу-вгору) безпосередньо після вибору галузі, а часом і відразу, обираються компанії, найпривабливіші за рівнем капіталізації, а потім визначається відповідна структура портфеля за країнами. Такий варіант в умовах глобалізації зустрічається частіше, оскільки великі компанії все більше інтегруються у систему глобальної економічної рівноваги, незалежно від розміщення у якійсь певній країні.

Активний підхід набагато складніший, оскільки потребує від інвестора теоретичних і практичних знань і навичок у сфері МІД, а також використання точної і найновішої інформації.

Виходячи з основних вимог до якості портфеля-доходності і ризику, інвестор, що зайняв активну позицію, повинен проаналізувати і спрогнозувати такі групи показників:

- 1) показники доходності фондових ринків, галузей економіки, окремих компаній;
- 2) показники, які характеризують оцінку компанії ринком;
- 3) теоретичні (“істинні”) ціни акцій;
- 4) показники ризику акцій різних компаній.

Поточна доходність ринків акцій оцінюється за формулою, яка відображає зміну відповідних фондових індексів:

$$R_m = (I_{m1} - I_{m0}) / I_{m0} * 100,$$

де I_{m1} , I_{m0} – значення фондового індексу на початок та кінець періоду, що розглядається.

Значення поточної доходності міжнародних, регіональних і основних національних індексів можна знайти у фінансовій пресі і в міжнародних комп'ютерних базах даних. Однак при здійсненні міжнародної інвестиційної діяльності, порівнюючи поточну доходність національних ринків акцій, необхідно враховувати зміну курсів відповідних валют до валюти інвестора. Тому для спрощення обрахунків дані про фондові індекси публікують в єдиній валюті (переважно, в доларах США).

Прогнозуючи чи аналізуючи доходність того чи іншого фондового ринку, можна використовувати два різних підходи:

- фундаментального аналізу
- технічного аналізу
- їх поєднання.

Фундаментальний аналіз полягає у вивченні всіх чинників, які впливають на прибуток і дивіденди компанії і, відповідно, на ціни акцій. Такий підхід передбачає аналіз стану економіки (економічної активності в країні), конкретної галузі, основних показників і фінансової звітності компанії. Макроекономічними показниками, які необхідно або бажано аналізувати міжнародному інвестору, є:

1. процентна ставка,
2. інфляційні очікування (чи рівень інфляції),
3. валютний курс,
4. темпи зростання ВВП тощо.

Власне, ефективність та перспективи росту капіталізації компанії можуть і не залежати від загальної макроекономічної ситуації в країні.

Однак, стан ділової кон'юнктури все ж таки впливає на потенційну прибутковість фірми через:

- a) динаміку агрегованих показників споживання в країні;
- b) динаміку цін продукції компаній, що постачають комплектуючі;
- c) інвестиційну активність у суміжних секторах економіки;
- d) попит на продукцію компаній, що випускають вироби-субститути;
- e) вразливість щодо зовнішніх шоків (флуктуації валютного курсу) та щодо внутрішніх шоків (флуктуації процентної ставки).

Технічний аналіз полягає у дослідженні чинників, які безпосередньо впливають на попит і пропозицію акцій на ринку. Найпопулярнішими **методами технічного аналізу** є:

- 1) стовпчикові діаграми, які можуть відображати всю історію руху цін на акцію (включаючи найвищу ціну, найнижчу ціну, ціну закриття, обсяг торгівлі);
- 2) графічні моделі, що дають змогу виявити різні моделі поведінки ціни акції. Оскільки інвестори схильні орієнтуватися на цінові коливання в минулому і на цій основі робити прогноз на майбутнє.

Один з найвідоміших і найстаріших інструментів технічного аналізу ринку акцій базується на *теорії Доу*, основне значення якої зводиться до прогнозування руху ринку в цілому. Зокрема, ця теорія використовується для прогнозування змін промислового і транспортного індексів Dow Jones.

В основі теорії Доу лежить порівняння руху фондового ринку з рухом моря. На ринку одночасно відбувається рух трьох видів: щогодинні чи щоденні коливання (морські брижі); проміжні коливання, що тривають від 2-3 тижнів до місяця і довше (хвилі); основна тенденція – від кількох місяців до року і довше (припливи і відпливи). Уважно відслідковуючи рух ринку, використовуючи метод аналогії, суб'єкт МІД, що діє на ринку акцій, може відносно точно спрогнозувати ситуацію. Однак існує небезпека сплутати проміжну тенденцію з основною.

Існує багато інших методів технічного аналізу, причому деякі з них стосуються більшою мірою оцінки конкретних акцій (акцій конкретних компаній), а не ринку в цілому.

На більш дезагрегованому рівні може проводитися **оцінка очікуваної доходності акцій конкретних компаній**. Вона може здійснюватися як безпосередньо, так і після оцінки перспектив розвитку відповідної галузі економіки. Для цього можуть бути використані дані про доходність галузей і компаній за минулий період (квартал, рік) які регулярно публікуються у звітах компаній і фінансовій пресі.

Очікувана доходність акцій може бути визначена за формулою:

$$E(R_i) = q_1 r_1 + q_2 r_2 + \dots + q_n r_n,$$

де r_n – n -на можлива доходність i -го активу (акції);

q_n – імовірність реалізації значення доходності n для i -го активу;

n – число імовірних значень доходності.

Зазначимо, що велике значення ринкової капіталізації компанії далеко не завжди означає високу доходність її акцій. Отже, сформовані при пасивному й активному підходах (з точки зору доходності) портфелі акцій можуть не співпадати.

Крім даних про ринкову капіталізацію і доходність інвестор, що обрав активний підхід, може використовувати показники, які характеризують оцінку компанії ринком. До них відносяться:

1) абсолютні показники – ціни акцій і їх динаміка (так, наприклад, падіння цін на акції високотехнологічних компаній, відображає зменшення їх популярності, що в свою чергу, призвело і до падіння фондових індексів (насамперед у США) в цілому);

2) відносні показники:

- a) P/E – відношення ринкової ціни акцій до доходу на акцію за рік;
- b) $P/BV(M/B)$ – відношення ринкової ціни акції до їх звітної (книжної) вартості (Звітна вартість акції – це балансова вартість власних коштів корпорації, поділена на кількість акцій в обігу. Балансова вартість власних коштів – це сума накопиченого нерозподіленого

прибутку, статутного і додаткового емісійного капіталу);
с) P/CE – відношення ринкової ціни акції до суми доходу і амортизаційних відрахувань, які припадають на одну акцію.

Часто акції компанії можуть бути недооціненими або переоціненими ринком.

Недооцінені акції варто купляти, оскільки в майбутньому їхня ціна найімовірніше зросте.

Переоцінені акції, тобто ті, ціна яких завищена, порівняно з істинною, варто збувати (продавати), щоб уникнути падіння ціни на них.

Для визначення недооцінки або переоцінки акцій потрібно встановити теоретично вірну (“істинну”) ціну, опираючись на якісні або кількісні методи оцінки. Якісна оцінка здійснюється на основі фундаментального аналізу світового і національних ринків, галузей чи конкретної компанії.

Основним методом кількісного аналізу є метод DDM, згідно з яким ринкова ціна акцій повинна дорівнювати сумі дисконтованих очікуваних річних дивідендів:

$$P = (D_1 / (1+r)) + (D_2 / (1+r)^2) + \dots + (D_n / (1+r)^n),$$

де D — дивіденди у періоді n ;

r — прийнятна для інвестора норма доходності з врахуванням ризику.

Основними недоліками методу DDM, як й інших математичних методів є те, що рівень прийнятної норми прибутковості з врахуванням ризику для кожного інвестора свій, що робить оцінку “істинної” ціни акції суб’єктивною. Крім того, цей метод не бере до уваги зміну курсу акцій, яка часто є основною складовою доходу, що отримує інвестор.

5.6. Показники ризику акцій.

Ризик – це імовірність настання негативної події, або тут: ступінь відхилення отриманої доходності від очікуваної.

Найчастіше для кількісної оцінки ринкового ризику акцій фахівці користуються одним з методів технічного аналізу, що полягає в розрахунку коефіцієнта β (бета). Коефіцієнт β використовується для визначення систематичного, або ринкового, ризику, якого неможливо позбавитися шляхом диверсифікації портфеля, і показує відсоткову зміну ціни акції відносно відсоткової зміни ринкового індексу. Використання коефіцієнтів β надзвичайно важливе для міжнародного інвестора, оскільки він показує, наскільки стійким є портфель до коливань ринку. Якщо $\beta > 1$, доходність портфеля чи окремої акції, а також пов'язаний з нею ризик вищі, ніж доходність і ризик ринкового портфеля. Якщо $\beta < 1$ – доходність і ризик нижчі, ніж у ринкового портфеля. Тому, бажаючи “переграти” ринок повинні купляти акції з високим коефіцієнтом β за очікуваного підвищення цін і з низьким – за очікуваного зниження цін.

Коефіцієнт β використовується у вищезгаданій моделі САМР, згідно якої доходність акції математично виражається так:

$$R_a = R_{rf} + \beta_a * (R_m - R_{rf}),$$

де R_a – доходність акцій;

R_{rf} – доходність безризикового активу, наприклад державної короткострокової облігації;

R_m – доходність ринкового портфеля;

β_a – коефіцієнт “бета”;

$\beta_a * (R_m - R_{rf})$ – премія за ризик.

Таким чином, модель САМР відображає концепцію, згідно якої доходність інвестицій в ризикові акції повинна дорівнювати сумі доходності безризикового активу і премії за ризик. Загальний ризик акції поділяється на ринковий ризик, пропорційний до ризику ринкового портфеля, і специфічний ризик, який не корелюється з ринковим ризиком.

Завдяки міжнародній диверсифікації портфеля всіх специфічних ризиків можна уникнути, залишається лише ринковий ризик, пропорційний β .

Мультикраїнна модель (Multi-Country Model).

Згідно цієї моделі кожна акція опосередковано чутлива до загальносвітових і національних факторів. Національний ринковий ризик поділяється на ризик, спричинений світовими чинниками і ризик, специфічний для даної країни.

Світовий ризик визначається за формулою:

$$\beta_{iw} = \beta_i * \beta_{cw},$$

де β_{iw} — світовий коефіцієнт “бета” для акції;

β_i — внутрішній коефіцієнт “бета”;

β_{cw} — чутливість внутрішнього кратного фактору до світового ринкового фактора.

На першому етапі міжнародний інвестор повинен прогнозувати доходності національних ринків і курсові зміни (зміни валютних курсів). Ці прогнози дозволяють здійснити міжнародну алокацію ресурсів на основі зважування деяких ринків стосовно світових індексів. На другому етапі оцінюються конкретні компанії в контексті національних ринків.

Основний недолік “бета-аналізу” полягає в тому, що значення бети постійно змінюється, а передбачити майбутній напрямок її руху – вельми складно.

ПРОДОВЖЕННЯ ТЕМА 5. ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ НА МІЖНАРОДНИХ РИНКАХ ОБЛІГАЦІЙ ТА ПОХІДНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

5.7. Міжнародний ринок облігацій. Види облігацій

5.8. Особливості торгівлі облігаціями на різних національних ринках і ринку єврооблігацій. Індокси ринків облігацій

5.9. Пасивний і активний підходи до формування міжнародного портфеля облігацій.

5.10. Інвестиційний сертифікат та похідні цінні папери.

5.7. Міжнародний ринок облігацій. Види облігацій

Міжнародний ринок облігацій – це сукупність національних ринків і ринку єврооблігацій. На національних ринках купуються й продаються:

по-перше, внутрішні облігації, які випускаються національними позичальниками й номіновані, як правило, в національній валюті (бувають випадки коли існують державні облігації внутрішньої валютної позики, що номіновані в доларах США);

по-друге, на національних ринках можуть перебувати в обігу іноземні облігації, які випускаються іноземними позичальниками, або номіновані, як правило, в національній валюті.

Уніфікованого (єдиного) ринку облігацій не існує.

Єврооблігації поширюються через багатонаціональний синдикат банків на міжнародному міжбанківському ринку і на національних ринках не перебувають в обігу. На ринку єврооблігацій практично відсутні регулювання й обмеження.

Капіталізація світового ринку облігацій приблизно дорівнює капіталізації світового ринку акцій. При цьому майже 50% усіх облігацій номіновані в доларах США, 20% – у японських ієнах, 30% – у європейських валютах. Приблизно дві третини всіх облігацій становлять облігації урядів різних країн, хоча частка таких облігацій у різних валютах істотно різниться.

Більшу частину облігацій на міжнародному ринку випускають із фіксованими відсотковими ставками, але існують також облігації з плаваючими (змінними) ставками, номіновані, як правило, в доларах США. Корпорації різних країн випускають також конвертовані облігації. Придбання таких облігацій може надати перевагу в таких ситуаціях:

- падіння ринкових відсоткових ставок на інвестиційному ринку, що приводить до зростання курсу облігації (як і на ринку власне європейських облігацій);
- зростання курсу акцій японських компаній (у цьому випадку облігації можуть бути конвертовані в акції);
- зростання курсу японської ієни відносно євро (облігації можуть бути конвертовані в актив (акції) у японських ієнах).

Крім того, облігації можуть випускатися в одній валюті (наприклад, у японських ієнах) із відсотковим купоном, який може виплачуватися у цій же валюті, а погашатися в іншій (наприклад, у доларах США). Використання таких двовалютних облігацій може принести інвестору додатковий дохід за рахунок сприятливої зміни курсів валют.

Позичальниками на ринку облігацій є центральні уряди країн, урядові організації, регіональні й місцеві органи влади, промислові й фінансові корпорації. Слід зазначити, що високо ризикові позичальники (наприклад, деякі країни Латинської Америки) на міжнародний міжбанківський ринок безпосередньо не допускаються. Проте такі країни можуть одержати позики із цього ринку за посередництвом наднаціональних організацій (Всесвітньо банку, Міжнародного банку реконструкції і розвитку, регіональних банків розвитку). Ці наднаціональні організації позичають на міжнародному ринку єврооблігацій і частину цих позик надають від свого імені країнам з високим ризиком.

Облігація – це борговий цінний папір, що визначає боргові відносини між власником (володарем, держателем) облігації та емітентом і підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість в обумовлений термін, а також виплачувати визначений відсоток (винагороду). Відносини між вказаними особами трактуються як позика. Цінний папір є облігацією, якщо він засвідчує:

а) право на одержання у фіксований термін його номінальної вартості або іншого майнового еквівалента;

б) право на одержання фіксованого відсотка від номінальної вартості.

Акція – це право на власність, а облігація – право на позичку. Власник акції бере участь в управлінні (маються на увазі не привілейовані, а звичайні акції), а власник облігації участі в управлінні не бере. Облігації привабливі для обачливого інвестора, особливо тоді, коли він не дуже багатий для того, щоб ризикувати.

До облігації, випущеної у документарній формі, якщо вона не є дисконтною, додається купон, котрий дає власникові право на одержання доходу. Розрізняють *номінальну, викупну і курсову (ринкову) вартість облігації*. Придбання облігацій може здійснюватися громадянами та юридичними особами за рахунок як власних, так і позикових коштів.

Облігації ще більше, порівняно з акціями, відрізняються різноманітністю видів і модифікаціями.

Наприклад, якщо *облігація є цільовою*, то обов'язково вказуються товари або послуги, під які вона випускається. *Облігація з бонами* на підписку дає право її власникові на одержання облігацій того чи іншого емітента під час їх нових випусків, а якщо власник не хоче цього придбання, то він вправі продати бони на ринку як самостійні цінні папери. *Облігації з правом дострокового погашення* надають емітенту право, яким він може скористатися за бажанням.

Найпопулярнішими різновидами облігацій є:

а) облігації зовнішніх і внутрішніх державних позик;

б) облігації місцевих позик;

в) облігації підприємств;

г) іноземні облігації (наприклад, облігації Міжнародного банку реконструкції і розвитку, Міжнародного валютного фонду).

Державні облігації, як правило, відрізняються високою надійністю, особливо якщо держава має великі фінансові активи. Одним з видів державних облігацій є *казначейські зобов'язання*. Рішення про випуск довготермінових і середньотермінових казначейських зобов'язань приймає уряд, а про випуск короткотермінових – Міністерство фінансів. Рішення про випуск місцевих позик приймають органи місцевого самоврядування. Підприємство у більшості випадків має право випускати облігації на суму не більше 30% розміру свого статутного фонду.

Облігації випускаються на **різні терміни** й умовно поділяються на *короткотермінові* (до 3 років), *середньотермінові* (від 3 до 7 років) і *довготермінові* (від 7 до 30 років). Наприклад, казначейські зобов'язання випускаються на термін до 1-го року, від 1-го до 5-ти

років або від 5-ти до 10-ти років. Існують також *безстрокові* облігації, під час випуску яких не вказується термін погашення. Облігації можуть не друкуватися у вигляді окремих документів, а відображатися у боргових книгах (касові облігації). За *іменними* (zareєстрованими) облігаціями виплати здійснюються безпосередньо їх власником. До облігацій на пред'явника додаються відривні купони для одержання виплат на кожен дату платежу.

Одні облігації мають **вільний обіг**, інші – **обмежений**. Купуючи останні, інвестор приймає зобов'язання залишатися їх власником протягом певного часу. Обмежуються ціни або коло суб'єктів торгівлі. Але є й такі облігації, котрі взагалі не підлягають обігу: вони не можуть ні продаватися, ні обмінюватися, ні використовуватися як застава.

Про **заставу** слід сказати докладніше. Облігація є *забезпеченою*, якщо емітент гарантує виконання своїх зобов'язань як щодо повернення основної суми боргу, так і виплати відсотків з нього. Застосовуються різні види застави: майно, фондові цінності, доходи від майбутніх проектів, майбутні податкові надходження та ін. Облігації із заставою майна поділяються на *першозаставні* і *загальнозаставні*. Перші створюють борг, який емітент виплачує першочергово, а другі – дохід, який виплачується після розрахунків з власниками першозаставних облігацій. Якщо облігація видається під заставу нерухомого майна, то вона називається *іпотечною*. Облігації із заставою *фінансових активів* забезпечуються цінними паперами інших компаній, які знаходяться у власності емітента, в тому числі його філіалів або дочірньої фірми.

Якщо виконання зобов'язань по облігаціях забезпечується не самим емітентом, а іншою юридичною особою, то така облігація називається *гарантованою*. Рейтинг облігацій цього виду зумовлюється фінансовою вагомістю компанії-гаранта. Предметом гарантій може бути частина виплат: або лише відсотки, або лише сума позики.

За так званими *реорганізаційними облігаціями* емітент відповідає перед інвесторами тільки по капітальній сумі позики. Щодо виплат відсотків, то їх розмір залежить від доходів емітента.

Надійність одного й того самого емітента на різних ринках звичайно котирується по-різному, тому деякі емітенти випускають так звані *своп-облігації*, під час випуску яких умови виплати доходу і погашення пов'язують з умовами обміну валют (своп-угода).

Існують цінні папери, які називаються *облігаціями з поверненням*, або з *достроковим відкликанням*. Емітент має право відкликати їх раніше терміну погашення й викупити за ціною, трохи вищою за номінальну. Відкликавши їх, емітент може випустити нові облігації, але вже з новою ставкою і терміном погашення.

Різновидом облігацій з поверненням є *облігації відкладеного фонду*, тобто ті, котрі викупаються емітентом на кошти, які щорічно відкладаються ним з прибутку для погашення частини або навіть усього боргу. Вигода для емітента полягає в тому, що частина позики оплачується достроково і тому на дату погашення потреба в грошових коштах буде не дуже велика.

Практика знає облігації з *розширенням* та облігації із *звуженням*. Перші випускаються на певний термін і дають можливість власникові обміняти їх у момент викупу на довгострокові зобов'язання того ж достоїнства. Облігації із звуженням (так звані рекретивні облігації) мають зворотню дію: випущені на довший термін, вони можуть погашатися значно раніше. Не важко побачити, що облігації з розширенням більше влаштовують емітента, а облігації із звуженням – інвестора.

Облігації можуть бути *конвертованими* (*конверсійними*), якщо в умовах їх випуску обумовлена можливість обмінювати їх на прості або привілейовані акції, які випускає даний емітент.

Виходячи зі способу погашення, облігації класифікуються на *серійні*, котрі погашаються послідовно, за серіями через певні проміжки часу, та *ординарні*, що викуповуються емітентом на встановлену дату.

Серійні облигації можуть погашатися або одноразово, або за групами і розрядами, а також шляхом викупу партій облигацій на біржі. Для країни з підвищеною інфляцією доцільно випускати *індексовані облигації*, курс погашення яких рано чи пізно зміниться.

Облигації вважаються погашеними, якщо інвесторам здійснено виплату відсотків за останній період і за номінальною вартістю облигацій. Випускаються також “вічні” облигації, які не передбачають зобов'язань емітента з погашення. Під час розгляду питання про виплати з облигацій потрібно з'ясувати:

- по-перше, за якою ставкою здійснюється виплата,
- по-друге, в якому вигляді і,
- по-третє, коли відбувається виплата.

Ставка облигацій може бути не тільки твердою (фіксованою), але й змінною (плаваючою). Фіксована купонна ставка використовується для періодичної виплати доходів у вигляді відсотків (такі облигації можуть достроково відкликатися емітентом). Облигація з *плаваючою купонною ставкою*, яка залежить від кон'юнктури ринку, є цінним папером із зростаючою купонною ставкою, що служить стабілізуючим елементом в умовах інфляції. Облигації з *мінікупоном* – перехідна форма від купонної до безкупонної облигації, котра має порівняно невелику відсоткову ставку за купоном і мінімальну знижку (дисконт). Не є винятком виплата доходу за *змішаною формою*: частина терміну (наприклад, перші два-три роки) відсоток з облигації виплачується за фіксованою ставкою, решта часу – за плаваючою.

Терміни виплат з відсотків вказуються в умовах випуску облигацій. Наприклад, за середньотерміновими облигаціями строком від одного до п'яти років (так звані ноти) відсотки виплачуються раз на півроку. Відома облигація під назвою *дохідна*. За нею емітент зобов'язується виплатити суму боргу, а щодо відсотків, то вони виплачуються лише тоді, коли емітент одержує дохід, розмір якого дає йому можливість робити виплату.

Досить поширеним є спосіб позички через *безвідсоткові* (але не бездохідні) облигації, які реалізуються зі знижкою (проти номіналу), а погашаються за номінальною ціною, створюючи тим самим дохід інвестора. Такі облигації належать до дисконтних цінних паперів.

Дисконт – це різниця між номінальною вартістю цінного папера та його ринковою (курсовою) ціною;

За такою дисконтною облигацією (до неї належать облигації з нульовим купоном) інвестор одержує дохід тільки під час викупу облигацій, одноразово, а не щорічно, але він може не сплачувати податок на дохід від облигацій (за відповідними законодавчими нормами). Отже, дисконтні облигації належать до ризикових, але привабливих, бо передбачають одержання великого доходу.

Різговидом міжнародних боргових зобов'язань є *євроноти*, які мають кілька форм: банківські акцепти, комерційні європапери, депозитні сертифікати. Євроноти поступово замінюють традиційні банківські кредити, оскільки мають переваги більшої ліквідності для кредитора, а також дають можливість вкладення капіталу небанківським інвесторам.

Облигації місцевих позик, що випускаються місцевими органами влади, іноді називають *муніципальними*. Вони привабливі для всіх учасників обігу:

- емітенти одержують позикові кошти для здійснення місцевих програм і проектів, у результаті чого їм немає необхідності збільшувати місцеві податки для забезпечення підвищених витрат з місцевого бюджету або ж просити дотації з центру;
- інвестори теж мають вигоду, оскільки одержують у власність надійні цінні папери, які дають, хоча й невеликий, але стабільний дохід;
- населення регіону одержує важливі для нього об'єкти у сферах виробництва, торгівлі й обслуговування, не підлягаючи при цьому обкладанню підвищеними податками.

Популярність облигацій підтверджується і такими цифрами. Якщо світове фінансове багатство взяти за 100 %, то готівка становитиме 14%, акції – 40%, а облигації – 46%.

5.8. Особливості торгівлі облигаціями на різних національних ринках і ринку єврооблигацій. Індeksi ринків облигацій

Серед різних країн світу існує достатньо відмінностей в організації облігаційних ринків, які необхідно враховувати при розробці інвестиційної стратегії. Так, на європейських ринках домінує біржова торгівля облігаціями через брокерів. У США розвинутий позабіржовий ринок облігацій за посередництвом спеціалізованих фінансових інститутів, хоча деякі їх види, особливо іноземні облігації, деноміновані в доларах США, котируються на Нью-Йоркській фондовій біржі. В американській позабіржовій торгівлі облігації котируються зі спредом, тобто вказується ціна купівлі (bid) і ціна продажу (offer). Позабіржова торгівля неурядовими облігаціями існує також у деяких країнах Європи (Швейцарія, Великобританія, Німеччина, Нідерланди). У Японії облігації продаються й купуються як на позабіржових, так і на біржовому ринках. У Росії державними облігаціями торгують на біржах, а також на позабіржовому ринку. При торгівлі облігаціями на біржах продавці й покупці платять ту ж ціну зі сплатою комісійних брокеру.

Зазвичай ціна облігації котирується окремо від процентного купона, нарахованого від останньої дати купонних виплат на дату торгів. У цих випадках покупець сплачує, продавець отримує ринкову ціну облігації і нараховані відсотки. Котирування курсу облігацій без врахування купону дає можливість порівнювати різні облігації, як купонні так і дисконтні. Однак зазначимо, що облігації з плаваючими ставками, конвертовані облігації, а також деякі облігації з постійною ставкою котируються за повною ринковою ціною включаючи купонний дохід.

На відкритому ринку облігації котируються за $\frac{1}{10}$ її вартості. Так, якщо національна ціна облігації становить 1000 дол., то в котирувальних валютах вона зазначатиметься як 100. Якщо облігація продається з премією, наприклад, по 1100 дол. США, то буде вказана ціна 110, якщо ж вона продаватиметься з дисконтом, наприклад по 890 дол. США, то вказується ціна 89. Ціна купівлі/продажу облігацій, як акцій, змінюється на $\frac{1}{8}$ пункта. Так, ціна $89\frac{1}{4}$ ($89\frac{2}{8}$) відповідає 892,5. Ціна облігацій зазначена як $105\frac{5}{8}$, становить 1056,25 долара США.

Ціна ж державних облігацій виражається частками по $\frac{1}{32}$ пункта. Так, ціну державної облігації, зазначену як 94-23 (94,23) можна записати як $94\frac{23}{32}$, що відповідає 947,1875 доларів США. Така форма запису характерна насамперед для державних облігацій Великобританії та США, тоді як дробові частини цін облігації інших країн зазвичай наводяться в десятковому вигляді (наприклад, 95,3110 (953,11 доларів США) або 101,8800 (1018,8 доларів США)).

Будь-який міжнародний інвестор, що збирається включати в свій портфель облігації, придбані на міжнародному ринку, повинен вміти інтерпретувати форми даних про випуск (ціни) облігацій. Розглянемо такі форми – для облігацій з постійною ставкою та змінною ставкою (табл.).

Таблиця

Випуск облігацій з постійною ставкою

	Issued	Bid	Offer	Change	Yield
U.S. Dollar Straights					
Belgium 5 S 03	1000	$93\frac{1}{4}$	94	$-\frac{1}{8}$	6,67
Siemens 7 $\frac{1}{4}$ 02	1000	$105\frac{1}{8}$	$105\frac{3}{8}$	$-\frac{1}{4}$	6,84

Із даних, наведених в табл. 5.2, видно, що міжнародний інвестор може придбати бельгійські облігації з постійною ставкою, які номіновані в доларах США (Belgium - U.S. Dollar Straights) з купонною ставкою $5\frac{1}{2}\%$ процента і строком погашення в 2003 році і/або облігації німецької компанії Siemens, номіновані в доларах США з купонною ставкою $7\frac{1}{4}\%$ процента і строком погашення в 2002 році. Кожен з цих видів облігацій був випущений загальним номіналом 1000 млн. доларів США (Issued).

Бельгійські облігації купувалися (bid) за курсом $93\frac{1}{4}\%$ номіналу (тобто за ціною 932,5 долара за облігацію) і продавалися (offer) за курсом 94% від номіналу (940 дол. США). Зміна середньої ціни бельгійської облігації за день (Change) становила $\frac{1}{8}\%$ від номіналу (1,25 долара), а їх доходність до погашення (Yield), виходячи з ціни BID становила 6,67% річних. Аналогічно можна

проаналізувати дані по облігаціях Siemens. Зазначимо, що облігації Бельгії котирувалися з дисконтом, а облігації Siemens – з премією.

Таблиця 4.3.

Випуск облігацій зі змінною ставкою

Floating Rate Notes						
			Issued	Bid	Offer	C. cpn
France	-1/4	01	2000	99,73	99,90	5,2500
Ontario	0	02	2000	100,15	100,25	5,5000
Dresdner Finance	1/32	02 DM	1000	99,95	100,02	3,1602

З даних, наведених у табл., видно, що інвестор може придбати:

- облігації Франції зі строком погашення в 2001 році, і мінімальною ставкою купона, яка менша від базової ставки кредитів в доларах США на $1/4\%$ річних, випущені загальним номіналом 2000 млн. дол. США;
- облігації канадської провінції Онтаріо зі строком погашення в 2000 році і мінімальною купонною ставкою, яка дорівнює базовій ставці кредитів в доларах США, випущені загальним номіналом 2000 млн. дол. США;
- облігації банку Dresdner Finance зі строком погашення в 2002 році і мінімальною ставкою купона, яка перевищує на $1/32\%$ базову ставку по 6-місячних кредитах в доларах США, емітовані загальним номіналом 1000 млн. німецьких марок.

У графі C.cpn (Current Coupon) наведені значення поточної купонної доходності у вигляді річної відсоткової ставки.

Євроринок (ринок єврооблігацій).

З усіх ринків облігацій, ринок євробондів – найбільш привабливий, оскільки на нього не розповсюджуються національні законодавчі вимоги й обмеження. Єврооблігації не оподатковуються, а тому відсоткові ставки по них дещо нижчі, ніж по інших облігаціях.

Випуск і первинне розміщення єврооблігацій – складний і багатоплановий процес. Емісія здійснюється міжнародним банком, який має назву лід-менеджера (lead manager), а також кількома со-menegers, які формують групу менеджменту, відповідальну за випуск, визначення основних характеристик єврооблігацій, створення групи продажу (selling group). Більша частина емітованих євробондів відразу підписується (купляється) групою менеджменту.

Група продажу складається з менеджерів, андеррайтерів і додаткових банків з хорошою базою для продажу (розповсюдження) єврооблігацій.

Ринок єврооблігацій не має фізичного розміщення, але більша частина облігацій, які на ньому обертаються, котируються на Люксембурзькій фондовій біржі, оскільки існують вимоги про публічне котирування принаймні раз в квартал або в рік. Однак на біржі здійснюється дуже мало угод з єврооблігаціями. Вторинний ринок єврооблігацій представлений неформальною мережею маркет-мейкерів і дилерів, які входять в Асоціацію дилерів міжнародних облігацій – повністю автономна організація і не підпадає під жодні урядові впливи.

Стандартні облігації з фіксованою купонною ставкою, або прямі єврооблігації (Euro Straights) не мають забезпечення, тому випускаються установами високого класу надійності.

Існують також випуски єврооблігацій, відсотки по яких виплачуються в одній валюті, а основна виплата здійснюється в іншій. Це так звані *двовалютні випуски*. Євроринок представлений також конвертованими єврооблігаціями, які можуть бути переведені в інший фінансовий актив, а також облігації з приєднаним варантом. **Варант** дає право власнику такої облігації здійснити іншу фінансову оборудку з емітентом. Варант може бути відділеним від облігації, тобто власник може не реалізувати його, а продати.

Ринкові облігаційні індекси (Bonds Indexes).

Облігаційні індекси значно менше доступні та поширені, ніж індекси ринку акцій, оскільки існує тісна кореляція між зміною відсоткових ставок на грошовому ринку і цін на облігації. Однак для порівняння різних ринків за їх сегментами (видами облігацій) і валютами розраховуються і публікуються індекси загальної доходності облігацій, які включають і накопичений відсоток.

Для оцінки поточного стану ринка облігацій індекси розраховуються щоденно. Для оцінки якості існуючого портфеля облігацій міжнародному інвестору достатньо знати індекси, розраховані на місячній або кварталній основі. Для розрахунку щоденних індексів використовується невелика вибірка облігацій, якими найбільш активно торгують на ринку. Для розрахунку щомісячних індексів використовується підхід, згідно якого розглядаються всі облігації даного ринка. Індекси облігацій розраховуються для національних ринків щотижнево, щомісячно і часом щоденно.

Однак міжнародним інвесторам досить складно орієнтуватися на індекси, розраховані різними інституціями, оскільки для їх отримання і порівняння потрібно переглянути велику кількість джерел, до яких доступ часто непростий. Для спрощення міжнародної інвестиційної діяльності на ринку облігацій декілька організацій публікують уніфіковані індекси, як для національних, так і для міжнародних ринків, які розраховуються за гіпотетичним портфелем, що включає певну кількість облігацій, деномінованих в тій чи іншій валюті.

5.9. Пасивний і активний підходи до формування міжнародного портфеля облігацій

Згідно **пасивного підходу** структура міжнародного портфеля облігацій повинна відповідати структурі капіталізації їхнього світового ринка. Однак сформувати такий портфель практично неможливо, оскільки на світовому ринку котирується понад 100 тис. різноманітних випусків облігацій. Тому для реалізації пасивного підходу усі представлені на міжнародному ринку облігації поділяють на однорідні групи, а потім з кожної групи в портфель включаються облігації, відповідно до питомої ваги групи в капіталізації світового ринка.

Як і міжнародний портфель акцій, міжнародний портфель облігацій можна формувати з різною послідовністю:

- "країни —> випуски облігацій" (спочатку обирається країна з найвищою капіталізацією на обраному національному ринку);
- "валюти —> випуски облігацій —> конкретні облігації";
- "випуски облігацій —> країни";
- "конкретні облігації —> валюти".

Зазначимо, що структура капіталізації – не єдина інформація, яка використовується при пасивному підході. Суттєве значення мають також види облігацій. Так, є облігації з умовами довгострокового відклику на вимогу емітента, а також такі, що мають вельми низьку ліквідність до строку погашення. Тому інституційні інвестори віддають перевагу інвестуванню в облігації держав, причому з високим кредитним рейтингом.

Активний підхід до формування міжнародного портфеля облігацій передбачає необхідність аналізу показників доходності ринків облігацій, доходності конкретних облігацій, а також показників ризику облігацій.

Вибір національних ринків облігацій, найпривабливіших з точки зору їх доходності, здійснюється на основі даних про їх капіталізацію і ринкові індекси. Наприклад: зростання відсоткової ставки призводить до підвищення привабливості і доступності розміщення капіталу на грошовому ринку. Для збереження в цих умовах привабливості ринка облігацій для потенційних інвесторів їх доходність, (яка визначається як відношення обсягу річного відсотка (купона) до ціни облігації (поточна доходність)) теж повинна зрости, а ціна відповідно впасти, оскільки ціна облігації і її доходність знаходяться в оберненій залежності. А зниження цін на облігації призводить до зменшення капіталізації відповідних національних ринків та ринкових облігаційних індексів.

Таким чином, інвестор, який притримується активного підходу до формування міжнародного портфеля облігацій послідовністю "країни → випуск облігацій", повинен прогнозувати зміну відсоткових ставок на національних ринках, а також курсів їх валют.

Міжнародний інвестор, базуючись на загальнодоступній інформації та власних розрахунках, може виявити облігації невірно оцінені ринком, а саме недооцінені (бажані для включення в портфель) або переоцінені (які рекомендується продати). Для визначення "правильності" можна використовувати два методи:

1) порівнювати доходність до погашення облігації зі значенням, що базується на характеристиках даної облігації і на поточній ринковій ситуації (так звана правильна доходність). Якщо доходність до погашення вища, ніж "правильна", то облігація недооцінена. Якщо навпаки – переоцінена;

2) визначити істинну (внутрішню) вартість облігації і порівняти її з ринковим курсом. Якщо поточний ринковий курс нижчий, ніж внутрішня вартість облігації, то це недооцінена облігація, якщо вищий – переоцінена. В даному випадку визначається чиста теперішня вартість.

5.10. Інвестиційний сертифікат та похідні цінні папери

Інвестиційний сертифікат — це цінний папір, який випускається компанією з управління активами пайового інвестиційного фонду та засвідчує право власності інвестора на частку в пайовому інвестиційному фонді. Таким чином, емітентом інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду виступає компанія з управління активами цього фонду.

Пайовий інвестиційний фонд створюється за ініціативою компанії з управління активами шляхом придбання інвесторами випущених нею інвестиційних сертифікатів. Для створення пайового інвестиційного фонду компанія з управління активами має розробити та зареєструвати в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку регламент інвестиційного фонду, укласти договори з аудитором (аудиторською фірмою), зберігачем, реєстратором, оцінювачем майна, зареєструвати пайовий інвестиційний фонд у реєстрі інституту спільного інвестування та організувати відкриті підписки на інвестиційні сертифікати фонду або їх приватне розміщення. Відкрита підписка на інвестиційні сертифікати здійснюється відповідно до порядку проведення відкритої підписки на цінні папери, встановленого законодавством, з урахуванням особливостей, встановлених законодавством України. Строк відкритої підписки на інвестиційні сертифікати пайового інвестиційного фонду відкритого або інтервального типу не обмежується. Приватне розміщення інвестиційних сертифікатів здійснюється у порядку, встановленому компанією з управління активами.

Інвестиційні сертифікати надають кожному його власникові однакові права та можуть розміщуватися шляхом відкритого продажу або приватного розміщення. Випуск компанією з управління активами похідних цінних паперів на основі інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду, активами якого ця компанія управляє, не допускається. Дивіденди за інвестиційними сертифікатами відкритого та інтервального пайового інвестиційного фонду не нараховуються і не сплачуються. Кількість проголошених інвестиційних сертифікатів пайового інвестиційного фонду зазначається у проспекті емісії.

Цінні папери, які фіксують проміжні права партнерів під час укладання угоди, називають **похідними**. Вони не дають їх власникові ні права власності, ні права на одержання доходу, але засвідчують право на купівлю або продаж в майбутньому цінних паперів того чи іншого виду (частіше за все акцій). Відповідні строкові угоди бувають тверді й умовні. Перші – обов'язкові до виконання, а другі надають одній із сторін угоди право виконати або не виконати її. До твердих належать форвардні й ф'ючерсні угоди, а до умовних – опціонні угоди.

У практиці ринку строкових угод вживається ряд спеціальних термінів. Так, коли особа купує контракт, то говорять, що вона відкриває (або займає) довгу позицію. Навпаки, особа, яка продає контракт, займає (або відкриває) коротку позицію. Якщо інвестор купив (або продав) контракт, то він може потім закрити свою позицію за допомогою продажу (або купівлі) його.

Угода, що закриває відкриту позицію, називається **офсетною** (протилежна дія), тобто протилежною щодо початкової угоди. Довгий контракт означає купівлю контракту, а короткий – продаж контракту.

Форвардний контракт являє собою угоду між контрагентами про майбутнє постачання предмету контракту (активу). Форвардний контракт укладається поза фондовою біржею. Умови договору обумовлюються на момент укладення контракту, а його виконання здійснюється відповідно до цих умов у зазначений термін.

Форвардний контракт укладається звичайно для здійснення реального продажу або купівлі відповідного активу і має на меті страхування постачальника або покупця від можливої несприятливої для нього зміни на ринку. Угоди, які передбачають негайне постачання активу, називаються *касовими, або спотовими* («спот» означає «наявний»), а ринок таких угод — касовим, або спотовим. Ціна, що виникає в результаті укладення касових (спотових) угод, називається відповідно касовою, або спотовою.

Форвардний контракт може укладатися не тільки для страхування (хеджування) від можливих збитків, але й для гри на різниці ринкової (курсової) вартості активів. При цьому особа, яка відкриває довгу позицію (купує контракт), розраховує на майбутнє зростання ціни активу, а особа, яка займає коротку позицію (продає контракт), розраховує на зниження ціни активу. Саме протилежність прогнозів сторін є основою для укладення такого контракту.

Ліквідувати свою позицію за форвардним контрактом одна зі сторін, як правило, має право лише за згодою іншої сторони.

Ф'ючерсний контракт нагадує форвардний, але в той же час відрізняється від нього. Найсуттєвіша відмінність полягає в тому, що ф'ючерсний контракт укладається лише на фондовій біржі і є стандартним за складом умов і процедур виконання, які розробляє біржа для кожного виду активу. Тому ф'ючерсні контракти є ліквідними і для них існує широкий вторинний ринок. Цим ф'ючерсний контракт відрізняється порівняно з форвардним, надаючи своєму власникові суттєву перевагу. Однак необхідно визнати, що стандартний характер контракту інколи буває незручним для учасників ринку, які бажають постачати актив в іншому обсязі, в іншому місті і в інший час, ніж це передбачено ф'ючерсом. І все ж таки, частіше віддають перевагу ф'ючерсному контракту. Адже його виконання гарантується розрахунковою палатою біржі, і тому інвесторам немає потреби з'ясовувати фінансове становище контрагента.

Після укладення і реєстрації ф'ючерсного контракту посередником між продавцем і покупцем стає розрахункова палата біржі: для покупця палата є продавцем, а для продавця — покупцем. Механізм таких взаємовідносин уже відпрацьований. Коли в учасника контракту з'являється бажання здійснити або прийняти поставку, то він не ліквідує свою позицію до дня поставки і в установленому порядку інформує палату про готовність виконати свої зобов'язання за даним контрактом. У даному разі розрахункова палата вибирає за допомогою офсетної угоди особу з протилежною незакритою позицією і повідомляє учасника контракту про необхідність здійснити або прийняти актив, що зумовлений контрактом.

Укладення ф'ючерсного контракту не вимагає від інвестора негайних витрат (за винятком комісійних), але саме під час укладення розрахункова палата висуває певні вимоги до учасників. З відкриттям позиції інвестор (як з довгою, так і з короткою позиціями) зобов'язаний внести на рахунок брокерської компанії певну суму грошей як заставу. Ця застава називається *маржею*. Мінімальний розмір маржі встановлюється розрахунковою палатою на підставі обліку максимальних денних відхилень ціни активу, що лежить в основі контракту, за минулі періоди. Розрахункова палата встановлює також нижній рівень маржі. Якщо за форвардним контрактом виграші і втрати реалізуються тільки після закінчення терміну контракту, то за ф'ючерсним розрахункова палата біржі робить у кінці кожного торгового дня перерахунок позицій інвесторів і переказує суму виграшу з рахунка тієї сторони, що програла, на рахунок тієї, що виграла. Дана сума грошей називається варіаційною (змінною) маржею. Коли на маржевому рахунку інвестора накопичується сума, що перевищує встановлений палатою нижній рівень маржі, то він може скористатися цим надлишком, знявши його з рахунка. Якщо сума вкладника

на рахунку виявляється нижче за встановлений мінімум, брокер повідомляє клієнта про необхідність внесення додаткових коштів. У разі, коли інвестор не вносить суму, що вимагається, брокер може ліквідувати його позицію.

У випадках, коли інвестор не сумнівається у прогнозах щодо розвитку ситуації на фондовому ринку, він надає перевагу укладенню ф'ючерсного контракту. Але ф'ючерсний контракт вимагає обов'язкового виконання операції і, якщо прогноз помилковий, інвестор може зазнати втрат.

Для зменшення фінансового ризику інвестор звертається до *опціонних контрактів* (опціонів). Слово «опціон» означає вибір. Право вибору надається покупцеві опціону. Володар опціону має право на здійснення операції з цінними паперами, але він не зобов'язаний цю операцію виконувати, оскільки опціон, як і ф'ючерс, є стандартизованою угодою. У ній вказуються кількість активів, ціна виконання контракту і дата здійснення операції.

Опціони бувають різними за своїми ознаками. Це насамперед **тип опціону і позиція учасників угоди**. Існують *два типи опціону*:

1. опціон колл, тобто опціон на купівлю (опціон покупця);
2. опціон пут, тобто опціон на продаж (опціон продавця).

Той, хто продає опціон, надає право вибору тому, хто цей опціон купує. Купуючи опціон колл, покупець набуває права купити у продавця опціону актив у встановлені терміни за ціною виконання або ж відмовитися від купівлі. Купуючи опціон пут, покупець набуває права продати продавцеві опціону актив у встановлені терміни за ціною виконання або ж відмовитися від такого продажу.

Існують дві позиції по опціону: довга (позиція покупця опціону) і коротка (позиція продавця опціону). Сполучення типів і позицій створюють чотири види опціонів:

- довгий колл;
- короткий колл;
- довгий пут;
- короткий пут.

Отже, кожний, в принципі може стати:

- покупцем опціону на купівлю;
- покупцем опціону на продаж;
- продавцем опціону на купівлю;
- продавцем опціону на продаж.

Взаємовідносини між учасниками опціонної операції мають два особливих етапи: момент укладення угоди і момент її виконання. Під час купівлі-продажу опціону (на першому етапі) продавець виписує опціон і передає його покупцеві, одержуючи замість нього винагороду у вигляді премії (свого роду комісійні). Покупець опціону розглядає премію як плату за визначення права вибору (здійснювати угоду чи ні). Премія є компенсацією за ризик, що виникає під час купівлі-продажу цінних паперів. Отримана продавцем опціону премія залишається у нього незалежно від того, яке рішення прийме покупець — виконувати угоду чи ні. Отже, купівля-продаж опціону (на першому етапі) є не купівлею-продажем акцій активу, а передачею права покупцеві на здійснення в майбутньому (на другому етапі) купівлі або продажу цього активу.

Покупець опціону колл має гроші, а продавець опціону колл — актив. І навпаки, покупець опціону пут має актив, а продавець опціону пут — гроші. Опціон колл передбачає купівлю активу покупцем опціону, а опціон пут — купівлю активу продавцем опціону. Під час укладання контракту на опціон колл покупець опціону залишається покупцем активу, а продавець опціону залишається продавцем активу. Інакше кажучи, одна сторона двічі є покупцем, а інша — двічі продавцем. Навпаки, якщо укладається контракт на продаж активу, тобто опціон пут, то відбувається метаморфоза: покупець опціону на етапі виконання угоди стає продавцем активу, а продавець опціону — покупцем.

Покупець опціону (колл чи пут) може відмовитися на другому етапі від виконання операції, в той час як продавець не може відмовитися від виконання зобов'язань (якщо їх виконання вимагатиме покупець опціону). Продавець добровільно поставив себе у залежність від вибору покупця опціону, одержавши за це певну премію від покупця. Покупець опціону може продати опціон третій особі, не питаючи для цього згоди продавця опціону, якому після такого продажу доведеться виконувати умови контракту вже щодо нового власника опціону. Контракт на опціон є цінним папером (акцією чи облігацією), який може бути в обігу.

1. Цінні папери повинні проходити:

- А) процедуру апробації
- Б) процедуру реєстрації**
- В) процедуру фіксації

2. Акція – це:

А) пайовий цінний папір, що закріплює права його власника на одержання частки прибутку акціонерного товариства у вигляді дивідендів і на участь в управлінні цим товариством

Б) це борговий цінний папір, що визначає боргові відносини між власником (володарем, держателем) облігації та емітентом і підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облігації її номінальну вартість в обумовлений термін, а також виплачувати визначений відсоток (винагороду)

В) право на позику

3. Лістинг – це:

А) встановлення ринкової вартості акцій

Б) одночасне обертання акцій на багатьох національних фондових біржах

В) внесення акцій компанії у список акцій, що котируються на певній біржі

4. Американські депозитарні розписки дають можливість інвесторам США:

А) купляти і продавати акції іноземних компаній без проведення операцій безпосередньо на закордонних біржах і ринках

Б) не голосувати на зборах акціонерів компанії-емітента

В) купувати та продавати цінні папери за власний рахунок

5. Емісійний синдикат має право:

А) розміщення та гарантований випуск цінних паперів

Б) надавати консультативні послуги під час випуску та обігу цінних паперів

В) здійснювати випуск акцій з метою мобілізації грошових коштів інвесторів та вкладати їх від імені фонду в цінні папери, а також на депозитні рахунки та вклади

6. Цінний папір є облігацією, якщо він засвідчує:

А) право на одержання у фіксований термін його номінальної вартості або іншого майнового еквівалента

Б) право на власність

В) право на одержання не фіксованого відсотка від номінальної вартості

7. Облігації вважаються погашеними, якщо:

А) якщо вони належать до «вічних»

Б) інвесторам здійснено виплату відсотків за останній період і за номінальною вартістю облігацій

В) інвесторам здійснено виплату шляхом викупу партій облігацій на біржі

8. Дисконт – це:

А) знижка (проти номіналу)

Б) різниця між номінальною вартістю цінного папера та його ринковою (курсовою) ціною

В) дохід тільки під час викупу облігацій

9. На відкритому ринку облігації котируються за:

А) $\frac{1}{10}$ її вартості

Б) $\frac{1}{10}$ та $\frac{1}{32}$ її вартості

10. Емісія єврооблігацій здійснюється:

А) банком-емітентом цінних паперів

Б) міжнародним банком, який має назву лід-менеджера (lead manager), а також кількома со-menegers

В) кількома со-menegers

Г) групою андеррайтерів

11. Цінні папери, які фіксують проміжні права партнерів під час укладання угоди, називають:

А) інвестиційними сертифікатами

Б) похідними

В) сертифікатами пайового інвестиційного фонду

12. Маржа – це:

А) виграші і втрати, що реалізуються тільки після закінчення терміну контракту

Б) застава, яку з відкриттям позиції, інвестор (як з довгою, так і з короткою позиціями) зобов'язаний внести на рахунок брокерської компанії

В) помилковий прогноз на ринку облігацій

ТЕМА 6. МІЖНАРОДНІ ФОНДОВІ ІНВЕСТОРИ ТА ОСОБЛИВОСТІ ЇХ ДІЯЛЬНОСТІ НА СВІТОВОМУ ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ

6.1. Міжнародні фондові інвестори та особливості їх діяльності

6.2. Інвестиційні фонди на міжнародному інвестиційному ринку. Інвестиційні фонди відкритого типу.

6.3. Інвестиційні фонди закритого типу (closed-end funds)

6.1. Міжнародні фондові інвестори та особливості їх діяльності

Інституційна структура міжнародних валютно-кредитних і фінансових відносин включає численні міжнародні організації. Одні з них, маючи великі повноваження і ресурс, здійснюють регулювання міжнародних валютно-кредитних і фінансових відносин. Інші являють собою форум для міжурядового обговорення, вироблення консенсусу і рекомендацій з валютної і кредитно-фінансової політики. Треті забезпечують збір інформації, статистичні й науково-дослідні видання з актуальних валютно-кредитних і фінансових проблем і економіки у цілому. Деякі з них виконують усі названі функції.

Міжнародні фінансові організації (МФО) створюються шляхом об'єднання фінансових ресурсів країнами-учасницями для вирішення визначених завдань у галузі розвитку світової економіки. Цими завданнями можуть бути:.

- операції на міжнародному валютному і фондовому ринках з метою стабілізації й регулювання світової економіки, підтримки й стимулювання міжнародної торгівлі;
- міждержавні кредити — кредити на здійснення державних проектів і фінансування бюджетного дефіциту;
- інвестиційна діяльність/кредитування в сфері міжнародних проектів ;
- інвестиційна діяльність/кредитування у сфері «внутрішніх» проектів (проектів, що безпосередньо зачіпають інтереси однієї країни чи комерційної організації-резидента;
- благодійна діяльність (фінансування програм міжнародної допомоги) і фінансування фундаментальних досліджень.

Якщо у довоєнні роки існував лише Банк міжнародних розрахунків у Базелі (Швейцарія), то тепер функціонує ціла система міжнародних валютно-кредитних організацій як глобального, так і регіонального характеру.

Міжнародний банк реконструкції и розвитку (світовий банк)

МБРР, більш відомий як Світовий або Всесвітній банк, був створений у 1944 році з метою надання допомоги у відновленні й розвитку економіки західноєвропейських країн, господарство яких було підірване Другою світовою війною. Світовий банк як спеціалізований інститут ООН надає країнам, що розвиваються, фінансову допомогу, виступає в ролі радника у розробці програм їхнього економічного розвитку, координує дії промислово розвинутих країн і сприяє розвитку міжнародних економічних організацій.

Членами МБРР можуть бути країни, що вступили в МВФ, оскільки зобов'язані проводити валютно-фінансову політику, що відповідає Статуту МВФ. Членами МБРР є 180 країн, однак завдяки системі розподілу голосів ведучу роль у Байку грає група з 10 найбільш розвинутих країн на чолі зі США. Рішення в Раді керуючих приймаються простою більшістю голосів.

Для поповнення своїх ресурсів МБРР виступає як позичальник на світовому фінансовому ринку, розміщуючи на ньому в окремі роки облігаційні позики на суму більш 10 млрд дол. Оскільки МБРР має добру репутацію, а облігації приносять солідний прибуток (близько 7% річних), приватні банки й інші кредитно-фінансові інститути охоче вкладають вільні капітали в облігації МБРР.

Міжнародна асоціація розвитку

У той час як МБРР, що запозичає капітал в основному на фінансових ринках, надає позики на трохи більш пільгових, ніж звичайні комерційні банки, умовах (в основному країнам, що відповідають визначеним вимогам, а саме повертають кредити), то МАР, що отримує свій капітал з інших джерел, надає безвідсоткові кредити найбільш розвинутих країнам. МАР має три основні джерела фінансування: прибутки МБРР, внески держав-членів, внески заможних країн-членів. А також повернення раніше наданих кредитів.

Кожен профінансований МАР проект піддається політико-економічній експертизі з метою найбільш ефективного використання фінансової допомоги.

Міжнародна фінансова корпорація

МФК була створена з метою мобілізації національного й іноземного капіталу для розвитку приватного сектора у країнах, що розвиваються. МФК кредитує також державні підприємства, що працюють як самостійні акціонерні компанії. Кредити направляються на реалізацію високорентабельних проектів у найбільш розвинутих країнах, які розвиваються, що пов'язано з високою вартістю кредитів. Джерелами фінансування МФК є внески членів у статутний капітал, кредити МБРР, відрахування від прибутків, кошти від повернутих кредитів і кошти, залучені на міжнародних фінансових ринках.

Багатостороннє агентство з гарантування інвестицій

Багатостороннє агентство з гарантування інвестицій (БАГІ) засновано 12 квітня 1988 року і є наймолодшим членом групи Всесвітнього банку.

БАГІ покликана сприяти підтримці потоків капіталовкладень і поширювати інформацію щодо можливостей інвестування у країнах-членах, що розвиваються.

Міжнародний центр із розв'язання інвестиційних конфліктів

Головним завданням Міжнародного центру із розв'язання інвестиційних конфліктів, створеного у 1966 році, є посередництво у розв'язанні інвестиційних суперечок між урядами й іноземними інвесторами.

МЦРІК створений відповідно до Конвенції про урегулювання інвестиційних суперечок між державами й резидентами інших країн (Convention on the Settlement of Investment Disputes between States and Nationals of Other States), підписаної на той момент 139 країнами. Звертання сторін, що сперечаються, за допомогою до МЦРІК є цілком добровільним. За час діяльності МЦРІК зафіксовано більш 40 звертань.

Міжнародний валютний фонд

Міжнародний валютний фонд (МВФ) почав свою діяльність у 1946 році після ратифікації договорів, розроблених на Бреттон-Вудській конференції Організації Об'єднаних Націй з валютно-фінансових питань (1944 р.). МВФ входить у систему Організації

Об'єднаних Націй як спеціалізована установа. Уданий час членами МВФ є близько 180 країн, включаючи всі колишні союзні республіки.

Кожна країна-член має 250 голосів + 1 голос за кожен частину квоти, яка дорівнює 100 тис. СДР. Цілями МВФ є:

- 1) заохочення міжнародного співробітництва у сфері валютної політики;
- 2) сприяння збалансованому зростанню світової торгівлі для стимулювання й підтримки високого рівня зайнятості та реальних доходів, для розвитку виробничого потенціалу всіх членів як головного показника економічної політики;
- 3) підтримка стабільності валют і упорядкування валютних відносин між країнами-членами, а також стримування девальвації валют із розумінням конкуренції;
- 4) участь у багатосторонній системі платежів, усунення обмежень на трансфер валюти;
- 5) надання коштів для ліквідації незбалансованості платіжних балансів країн-членів.

У сфері регулювання платіжних балансів і зовнішньої заборгованості МВФ надає кредити країнам-членам за умови проведення ними визначених змін у своїй економічній політиці. Перед отриманням кредитів країна-позичальник повинна узгодити із Фондом програму фінансово-економічної стабілізації. Надання валютних коштів здійснюється в залежності від виконання цієї програми. У сфері боргового регулювання МВФ активно взаємодіє з Всесвітнім банком.

Європейський банк реконструкції та розвитку

Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР) — міжнародна організація, створена на підставі Угоди від 29 травня 1990 року. Засновниками ЄБРР були 40 країн — усі європейські країни (крім Албанії), США, Канада, Мексика, Марокко, Єгипет, Ізраїль, Японія, Нова Зеландія, Австралія, Південна Корея, а також ЄС і Європейський інвестиційний банк (ЄІБ).

Головне завдання ЄБРР — сприяти переходу європейських постсоціалістичних країн до відкритої, орієнтованої на ринок економіки, а також розвитку приватної і підприємницької ініціативи.

У своїй діяльності ЄБРР використовує такі форми операцій для підприємств приватного і державного секторів, що переходять на ринкові методи господарювання: надання кредитів (включаючи спільне фінансування) на розвиток виробництва, інвестування в капітал; гарантоване розміщення цінних паперів; полегшення доступу на ринки капіталу шляхом надання гарантій і сприяння в інших формах; розміщення ресурсів спеціальних фондів відповідно до угод, що визначають їх використання; надання позик (включаючи спільне фінансування) і технічного сприяння під реконструкцію й розвиток інфраструктури.

Банк міжнародних розрахунків

Банк центральних банків, членами якого є 29 центральних банків різних країн. БМР є банком центральних банків. Майже всі європейські центральні банки, а також центральні банки США, Канади, Японії, Австралії і Південної Африки приймають участь чи тісно пов'язані з різноманітною діяльністю БМР. БМР допомагає центральним банкам у розміщенні валютних резервів, служить форумом для міжнародного валютного співробітництва, виступає як агент чи довірена особа при здійсненні міжнародних кредитних угод, а також веде великі наукові дослідження. Керуючи резервами центральних банків, БМР здійснює традиційні форми інвестування. Кошти, не затребувані для кредитування інших центральних банків, розміщуються на світових фінансових ринках. Основними формами інвестицій є депозити у комерційних банках і купівля короткострокових цінних паперів, включаючи казначейські векселі США.

Регіональні банки розвитку створені в 60-х рр. у Азії, Африці, Латинській Америці для вирішення специфічних проблем і розширення співробітництва країн цих регіонів, що розвиваю і їй я.

Міжамериканській банк розвитку (МаБР, Вашингтон, створений у 1959 році). **Африканський банк розвитку** (АфБР, Абіджан, створений у 1963 році) **Азіатський банк розвитку** (АзБР, Маніла, створений у 1965 році) переслідують єдині цілі: довгострокове кредитування проектів розвитку відповідних регіонів, кредитування регіональних об'єднань. Загальною рисою цих банків є істотний вплив на їх діяльність розвинутих країн, яким належить значна частина капіталу банків і вони складають приблизно 1/3 їх членів. У регіональних банках розвитку встановлено єдиний принцип формування ресурсів, залучення позикових коштів у соціальні фонди, проводиться кредитна політика багато в чому за зразком групи МБРР.

Регіональні валютно-кредитні та фінансові організації західноєвропейської інтеграції являють собою складову частину її інституціональної структури. Вони мають на меті зміцнення інтеграції та створення економічної й валютної спілки (ЄС) відповідно до Маастрихтської угоди 1993 року, проведення погодженої політики стосовно країн, що розвиваються, асоційованим з ЄС.

До основних регіональних організацій ЄС відносяться:

Європейський інвестиційний банк (ЄІБ, Люксембург), надає кредити на термін від семи до двадцяти років, а країнам, що розвиваються, — до сорока років. Мета ЄІБ — розвиток відсталих регіонів країн ЄС, реконструкція підприємств, створення спільних господарських об'єктів, розвиток пріоритетних галузей;

Європейський фонд розвитку (ЄФР, 1958 р.) здійснює колективну політику ЄС стосовно країн, що розвиваються, координує двосторонні програми офіційної допомоги розвитку цих країн;

Європейський фонд орієнтації й гарантування сільського господарства (1969 р.) сприяє створенню загального аграрного ринку («Зелена Європа»);

Європейський фонд регіонального розвитку (ЄФРР, 1975 р.) надає кредити за рахунок коштів спільного бюджету ЄС з метою вирівнювання регіональних диспропорцій у країнах-членах, оскільки там нараховується 25 найбідніших районів, рівень життя у який у 2,5 рази нижчий, ніж у 25 найбільш процвітаючих країнах;

Європейський валютний інститут (ЄВІ, Франкфурт-на-Майні, 1994 р.) замінив Європейський фонд валютного співробітництва, створений у 1973 році, — це наднаціональний орган у складі керуючих дванадцяти центральних банків, що здійснює координацію грошової й кредитної політики цих банків, сприяє створенню системи європейських центральних банків і переходу на єдину валюту.

6.2. Інвестиційні фонди на міжнародному інвестиційному ринку

Інвестиційний фонд являє собою вид інвестиційної компанії, що отримує гроші від своїх вкладників і від їх імені розміщує ці гроші у різноманітні цінні папери.

Купуючи частку в інвестиційному фонді, інвестор стає співвласником цього фонду (так само як він стає співвласником підприємства у випадку купівлі його акцій). При цьому він отримує доступ до переваг, характерних для інвестиційних фондів:

1. Диверсифікованість, тобто можливість інвестувати одночасно у велику кількість цінних паперів.

Професійний менеджмент, представлений звичайно досить великою групою людей, включаючи керуючого фондом, безліччю асистентів, дослідників, аналітиків, трейдерів, що постійно стежать за станом ринку і при необхідності оперативно вносять зміни до складу інвестиційного портфеля.

Початкова величина необхідних інвестицій може бути дуже мізерною. Вкладання вільних коштів в різного виду інвестиційні фонди найбільш широко розповсюджена форма власного інвестування. Існують два основні види інвестиційних

фондів — «відкриті» та «закриті».

Інвестиційні фонди відкритого типу

Взаємний фонд, інвестиційна компанія відкритого типу, фонд відкритого типу — всі ці різні назви по суті є синонімами й означають майже те ж саме.

В інвестиційній компанії відкритого типу інвестори купують акції безпосередньо у самої компанії і їй же продають (акції цього виду компаній або взаємних фондів не продаються на біржі). Коли інвестор купує акції такої компанії, то компанія робить новий випуск своїх цінних паперів і виконує замовлення з цього випуску. Таким чином, кількість акцій, яку може випускати взаємний фонд, не обмежена. Єдине обмеження — об'єм попиту інвесторів. Якщо ж інвестор має намір продати належні йому цінні папери, він продає їх самому фонду, при цьому фонд зобов'язаний сплатити інвестору суму, рівну вартості чистих активів фонду, що припадають на акції інвестора, і анулювати акції.

Існує два основні типи взаємних фондів:

- фонди з навантаженням (Load Funds), що стягують комісійні при продажу своїх акцій (звичайно 3-8%). Іноді такі фонди називають «із перепусткою на вхід»;
- фонди без навантаження (No-Load Funds), що не стягують зборів за продаж своїх акцій.

Фонди з навантаженням можуть бути з «переднім навантаженням» (front-end load), коли збір стягується при купівлі та з «заднім навантаженням» (back-end load), відповідно збір стягується при зворотному продажі акції фонду.

На даний час у світі існує величезна кількість взаємних фондів. Зараз тільки у США їх нараховується більш 8000, сумарна вартість їх активів складає близько 7 трл. доларів США і, можливо, до моменту видання нього посібника це число значно зміниться у більший бік. Для полегшення проблем вибору інвестора, що має намір вкласти свої гроші у взаємний фонд, ці фонди підрозділяються на кілька типів і підтипів, у залежності від ступеня ризику, прибутковості, переваги вибору цінних паперів і т.д.

На ринку США виділяються наступні взаємні фонди.

1. Фонди звичайних акцій – основну частину своїх коштів ці фонди інвестують у звичайні акції. Час від часу в портфель таких фондів входять привілейовані акції, облігації і деякі інші види цінних паперів.

2. Облігаційні фонди

Інвестують свій капітал у облігації різних видів і якості і намагаються підбрати оптимальне співвідношення паперів з коротким, середнім і тривалим термінами погашення.

3. Збалансовані фонди

Інвестиційною метою таких фондів є помірний приріст капіталу й отримання поточного прибутку. Ця мета досягається побудовою збалансованого портфеля акцій і облігацій. Частка облігацій в інвестиційному портфелі таких фондів складає звичайно 20-50% активів у залежності від стану ринку (при умовах, несприятливих для інвестування в акції, частка облігацій у портфелі зростає і навпаки). Портфель складається з «блакитних фішок» і облігацій тільки високого інвестиційного рейтингу, що рекомендуються для довгострокових вкладень.

4. Фонди грошового ринку

Взаємні фонди цього типу збирають капітали групи інвесторів і використовують їх для купівлі короткострокових фінансових інструментів грошового ринку. Фонди грошового ринку можуть бути корисні для тих інвесторів, яким кошти можуть знадобитися через короткий час. На відміну від банківських депозитів, які не можна реалізувати протягом щонайменше 6 місяців, папери фондів грошового ринку можна продати в будь-який момент.

6.3. Інвестиційні фонди закритого типу (closed-end funds)

Насамперед слід зазначити, що це не різновид взаємних фондів, це зовсім інше поняття, а саме різновид інвестиційних фондів, що існує паралельно з різними видами взаємних

фондів. На відміну від взаємних фондів, що можуть випускати практично необмежене число акцій, кількість акцій закритого фонду суворо обмежена і спочатку розміщується у ході первинного розподілу (IPO-Initial Public Offering), після чого торгуються на біржі точнісінько так само, як і акції будь-якої акціонерної компанії. Вартість акцій закритого фонду визначається не загальною вартістю активів фонду (як акції взаємних фондів), а попитом та пропозицією на його акції на ринку. Тому акції закритих фондів продаються або з премією, або з дисконтом (що трапляється частіше) до чистої вартості активів у розрахунку на одну акцію.

Пайові інвестиційні трасти (Unit Investment Trust, UIT)

Це різновид закритих інвестиційних фондів з тією лише різницею, що портфель цінних паперів інвестиційних трастів не призначений для керування. Портфелі цих фондів звичайно складаються з державних і корпоративних облігацій, при цьому перевага віддається неоподатковуваним муніципальним облігаціям. Один раз створивши свій інвестиційний портфель, трастові інвестиційні фонди не мають права змінювати його, продаючи чи купуючи цінні папери.

Виняток складають випадки, коли закінчується термін дії паперів, що входять до складу портфеля, або папери достроково відзиваються емітентом, або можливі заміни у портфелі спеціально обумовлені у проспектах фонду. Так, наприклад, існують пайові інвестиційні трасти, що використовують стратегію інвестування так звану «Dogs of the Dow», яка полягає в тому, щоб придбати 10 найбільш високоприбуткових акцій, що входять до складу «Dow Jones Industrial Average», утримувати їх протягом року, а потім повторити розрахунок і при необхідності зробити заміни у «десятьці». Зрозуміло, що у такому фонді склад портфеля в більшій чи меншій мірі буде змінюватися щороку.

Ще одним прикладом пайового інвестиційного трасту, портфель якого може періодично змінюватися, може бути довгостроковий пайовий траст «SPDR Trust», портфель якого включає всі акції, що входять до складу індекса «Standard & Poors 500».

1. Яка з міжнародних фінансових організацій ставить за мету наступні цілі:

- заохочення міжнародного співробітництва у сфері валютної політики;
- сприяння збалансованому зростанню світової торгівлі для стимулювання й підтримки високого рівня зайнятості і реальних доходів, для розвитку виробничого потенціалу всіх членів як головного показника виробничої політики;
- підтримка стабільності валют і упорядкування валютних відносин між країнами-членами, а також стримування девальвації валют із розумінням конкуренції;
- участь у створенні багатосторонньої системи платежів, усунення обмежень на трансфер валюти;
- надання коштів для ліквідації незбалансованих платіжних балансів країн-членів:

- а) ЄБРР;
- б) МВФ;
- в) БАГІ;
- г) Банк міжнародних розрахунків.

2. Інвестиційні фонди на інвестиційному ринку США підрозділяються на:

- а) відкриті фонди (взаємні фонди);
 - закриті фонди;
 - трастові інвестиційні фонди;
- б) відкриті фонди;
 - закриті фонди;
 - фонди звичайних акцій;
- в) фонди звичайних акцій;
 - облігаційні фонди;
 - збалансовані фонди;
- г) трастові інвестиційні фонди;

фонди з навантаженням;
фонди без навантаження.

3. Відкриті фонди (взаємні фонди) підрозділяються на:

- а) фонди звичайних акцій;
облігаційні фонди;
- б) збалансовані фонди;
фонди грошового ринку;
- в) фонди з навантаженням;
фонди без навантаження;
- г) закриті фонди;
трастові інвестиційні фонди.

4. Членами МБРР є:

- а) країни, що вступили в МВФ
- б) країни, що вступили в МФО
- в) країни, що вступили в МАР

5. Головним завданням Міжнародного центру із розв'язання інвестиційних конфліктів є:

- а) участь у багатосторонній системі платежів, усунення обмежень на трансфер валюти
- б) посередництво у розв'язанні інвестиційних суперечок між урядами й іноземними інвесторами
- в) надання коштів для ліквідації незбалансованості платіжних балансів країн-членів

6. Фонди з навантаженням:

- а) стягують комісійні при продажу своїх акцій
- б) не стягують зборів за продаж своїх акцій
- в) отримують гроші від своїх вкладників і від їх імені розміщують ці гроші у різноманітні цінні папери

7. Вартість акцій закритого фонду визначається:

- а) загальною вартістю активів фонду
- б) попитом та пропозицією на його акції на ринку

8. Пайові інвестиційні трасти :

- а) різновид відкритих інвестиційних фондів
- б) портфелі цих фондів звичайно складаються з державних і корпоративних облігацій, при цьому перевага віддається неоподатковуваним муніципальним облігаціям
- в) це різновид закритих інвестиційних фондів

9. Облігаційні фонди:

- а) збирають капітали групи інвесторів і використовують їх для купівлі короткострокових фінансових інструментів грошового ринку
- б) їх портфель складається з «блакитних фішок» і облігацій тільки високого інвестиційного рейтингу
- в) інвестують свій капітал у облігації різних видів і якості

10. Міжнародна асоціація розвитку:

- а) запозичає капітал в основному на фінансових ринках
- б) надає безвідсоткові кредити найбільшим країнам
- в) кредитує державні підприємства, що працюють як самостійні акціонерні компанії.

ТЕМА 7. РЕГУЛЮВАННЯ МІЖНАРОДНОЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

7.1 Основні режими інвестиційної політики держави.

7.2 Система державних гарантій іноземним інвесторам.

7.3 Засоби державного регулювання іноземних інвестицій.

7.4. Основні напрями і засоби здійснення політики стимулювання залучення іноземних інвестицій.

7.5. ВЕЗ як один із засобів стимулювання залучення іноземних інвестицій.

7.1 Основні режими інвестиційної політики держави

Розрізняють кілька інвестиційних режимів, які застосовуються в державній і міждержавній практиці регулювання капіталопотоків:

1. режим найбільшого сприяння;
2. національний режим;
3. справедливий і рівноправний режим;
4. режим транспарентності.

1. Основою інвестиційних договорів є стандартний **режим найбільшого сприяння (РНС)**. Його суть полягає в тому, що приймаюча країна створює для інвесторів однієї країни такі ж сприятливі умови, як і для інвесторів будь-якої іншої країни. РНС гарантує інвесторам захист від будь-яких форм дискримінації з боку приймаючої країни й у такий спосіб є вирішальним для створення рівних конкурентних можливостей між інвесторами різних держав.

РНС дає змогу приймаючій країні маневрувати стосовно змісту майбутніх інвестиційних договорів, оскільки дає більше свободи в тому розумінні, що приймаюча країна може розширювати на односторонній основі додаткові права, які надаються третім країнам у майбутніх угодах. Глобалізація інвестиційної діяльності ускладнює визначення національної приналежності корпорацій і відповідної законодавчої основи для розмежування сфер впливу між компаніями. Це створює труднощі для визначення національної приналежності, тоді як національні компанії одержують переваги від дії РНС.

На практиці застосовується РНС ширшого тлумачення, ніж необхідний мінімальний стандарт у рамках міжнародного права. Він фіксує тільки рівноправні відносини між іноземними інвесторами і національними підприємцями в приймаючій державі.

Одночасно є й винятки з РНС. Вони розрізняються як:

- винятки загального плану (наприклад, стосовно національної безпеки);
- винятки, засновані на взаємних домовленостях (наприклад, питання оподаткування, захисту прав інтелектуальної власності);
- особливі виключення, засновані на односторонній основі.

Як приклад винятків із РНС можна навести практику КНР, згідно із законодавством якої винятком є будь-яка угода про формування митного союзу, зони вільної торгівлі, економічного союзу чи угода про запобігання подвійному оподаткуванню, а також стимулювання прикордонної торгівлі.

У Мексиці виключення з РНС застосовуються стосовно всіх двосторонніх і багатосторонніх угод, підписаних країною до набуття чинності Угоди про північноамериканську зону вільної торгівлі (НАФТА), і стосуються авіації, рибальства, морського судноплавства, телекомунікацій, виробництва, продажу й ліцензування радіотелевізійних програм.

2. Національний режим — найважливіший режим, оскільки визначає ставлення приймаючої країни до діяльності іноземних інвесторів. Водночас він є найскладнішим стандартним режимом у розумінні досягнення, бо стосується «чутливих» економічних і політичних питань. Фактично, жодна країна до цього не надавала національний режим без обмежень, особливо коли йдеться про функціонування інвестицій.

Національний режим — це режим, при якому приймаюча країна створює для іноземних інвесторів принаймні такий же сприятливий режим, як і для національних підприємців. Національний режим порушує найважливіші питання розвитку у сфері ПІІ. Він визначає формальну рівність між іноземними й національними інвесторами. Проте національні інвестори (які діють у слаборозвинених галузях чи галузях, що зароджуються, або керівництво якими є економічно неефективним у порівнянні з іноземними інвесторами) можуть мати економічно

нерівноправні позиції у порівнянні з більш конкурентноздатними ТНК. Подібна економічна асиметричність може вимагати певної гнучкості стосовно національних підприємців, особливо з держав, що розвиваються, наприклад, на основі винятків із національного режиму.

3. Протягом останніх років поширилася концепція надання справедливого й рівноправного режиму в інвестиційних угодах між країнами. У перші післявоєнні роки цей режим фіксувався в багатьох багатосторонніх проектах (наприклад, проект створення Міжнародної торгової організації, яка так і не була сформована в 1947 р. внаслідок негативної позиції США), в останні два десятиліття — у двосторонніх інвестиційних угодах.

Справедливий і рівноправний режим пропонує критерій, за допомогою якого можна оцінити взаємини між іноземним інвестором та урядом приймаючої країни. Цей режим служить сигналом з боку останнього, оскільки означає, що бажання держав приймати закордонний капітал на умовах, які враховують інтереси інвестора, має бути справедливим і рівним. Оскільки багато країн-імпортерів капіталу уклали безліч угод, що включають цей режим, прагнення застосувати його може порушити питання про ставлення приймаючої держави до іноземних інвесторів.

Усі країни прагнуть ставитися до національних і закордонних підприємців рівноправно й справедливо. Тому включення умов розглянутого режиму в інвестиційні угоди не викликає яких-небудь проблем. Винятком є чітке визначення справедливого й рівноправного режиму, що може різнитися в різних контекстах.

4. Принцип транспарентності, який поширився у світовій практиці порівняно недавно, вимагає своєчасного інформування інвесторів про зміни в інвестиційних режимах приймаючих країн, у т. ч. через публікацію та/чи інший спосіб доведення інформації про інвестиційні режими, про чинне законодавство і внесення до нього змін чи доповнень та ін., а також проведення брифінгів, присвячених темі поточної інвестиційної політики, можливим у майбутньому крокам уряду в цьому напрямі, пояснення специфіки адміністративних процедур і практики реєстрації, ліцензування та ін.

7.2. Система державних гарантій іноземним інвесторам

Приймаюча держава гарантує іноземному інвестору захист його прав і інтересів, що декларується в національних конституціях, законах про іноземні інвестиції і багатьох інших законодавчих і нормативних документах.

Можна виділити такі *форми державних гарантій*:

1. надання недискримінаційного (як правило, національного) режиму іноземним інвесторам;
2. захист від можливої експропріації чи націоналізації, інших форм втрати іноземної власності;
3. як правило, безперешкодне переведення прибутку й інших видів доходів за кордон;
4. введення «дідусевого застереження» для захисту інвестора при прийнятті в майбутньому законодавчих актів, що погіршують його становище (для цього протягом регламентованого законодавством терміну діють колишні нормативні акти, які були чинними на момент вкладення інвестицій);
5. визначення порядку вирішення інвестиційних спорів.

У дослідженні, проведеному МВФ у 49 країнах, виділено такі форми державних гарантій іноземним інвесторам:

1. гарантії захисту прав акціонерів:

- дозвіл відправляти поштою бюлетень голосування;
- відсутність вимоги на депозит акцій до проведення загальних зборів акціонерів (тобто відсутність блокування акцій);
- дозвіл проводити спільне голосування і для більшості, і для меншості акціонерів на основі пропорційного представництва меншості в раді директорів;
- дія механізму підпорядкування меншості думці більшості;
- визначення мінімального відсотка акцій, що дає змогу власнику вимагати скликання надзвичайних зборів акціонерів, нарівні не більш як 10 % (середній показник);
- чи всі акціонери мають переважне право на скликання таких зборів;

2. гарантії захисту прав кредиторів:

- обмеження на проведення реорганізації фірми, яка може бути здійснена тільки за згодою кредиторів;
- встановлення мінімального обсягу виплати дивідендів лише за згодою кредиторів;
- кредитори, що мають заставне чи іпотечне забезпечення, можуть вимагати захисту безпеки своїх інтересів після схвалення планів реорганізації компанії;
- кредиторам, що мають забезпечення, належить пріоритетне право при розподілі засобів, отриманих після оголошення банкрутства фірми; якщо резолюція зборів про реорганізацію компанії перебуває у стадії розгляду, боржник має право не повертати адміністрації свою власність;

3. заходи щодо забезпечення виконання гарантій захисту прав інвесторів залежать від рівня корупції у приймаючій країні, від ефективності правової і судової системи та ін.

Джерела правового захисту інвесторів розрізняються в різних країнах залежно від чинної системи права.

У державах із загальною системою права (Великобританія, США, Канада, Австралія, Нова Зеландія, багато африканських країн, Південно-Східна Азія) інвестиційні права захищаються найбільш суворо. У Франції, Іспанії і їхніх колишніх колоніях, що входять до французької системи цивільного права, — найменш суворо. Проміжне положення займають дві групи: система німецького цивільного права (Німеччина, країни, що належать до романо-германської мовної груп окремі країни Східної Азії) і система скандинавського цивільного права. При цьому є відмінності між цими правовими системами. Зокрема, у німецькій групі більш суворий захист інтересів кредиторів і м'якший — акціонерів.

У цілому права інвесторів гарантуються у всіх країнах, що є важливим елементом інвестиційного клімату. Але ступінь захисту може трохи різнитися в залежності від чинної системи права.

7.3 Засоби державного регулювання іноземних інвестицій

Історично багато країн світу застосовували різні обмеження на іноземні інвестиції, насамперед прямі.

Причини введення обмежень:

1. побоювання країн щодо встановлення надто високого закордонного контролю над національною економікою;
2. побоювання щодо втрати частини національного надбання;
3. прагнення сприяти участі місцевого населення у керівництві компаній, сприяти зростанню його зайнятості;
4. бажання контролювати приплив технологій та управлінського досвіду з точки зору їхнього ретельного відбору з урахуванням якості.

Засоби державного регулювання припливу іноземних інвестицій умовно поділяють на дві групи:

- прямі, чи формальні, засоби;
- приховані, чи неформальні, засоби.

До **прямих чи формальних** належать засоби, що регулюють приплив іноземних інвестицій на основі законодавчих норм і правил.

Вони мають очевидний характер і впливають на приплив інвестицій. До них відносять:

- порядок реєстрації і діяльності компаній з іноземними інвестиціями;
- законодавчі чи інші обмеження на частку закордонної власності і контроль в окремих галузях;
- вимоги, пов'язані з торговими аспектами інвестицій, — встановлення мінімального обсягу експорту, вимога максимального рівня цін на збут продукції на внутрішньому ринку та ін.;
- вимоги стосовно умов виробничої діяльності компаній — частки місцевого компонента у вартості готової продукції, встановлення мінімального обсягу внутрішньо фірмових

досліджень, мінімального обсягу використання місцевої робочої сили.

У свою чергу, прямі обмеження поділяють на абсолютні й відносні. Відмінності між ними полягають у тому, що абсолютні обмеження створюють бар'єри стосовно іноземних інвестицій і компаній, що належать іноземним інвесторам чи контролюються ними.

Абсолютні обмеження передбачають визначення максимальної частки іноземної власності чи контролю над діяльністю компанії (тобто відсоткові обмеження на частку в статутному капіталі) або в окремих галузях (відсоткові обмеження на частку в обсязі активів у тій чи іншій галузі).

Приклади відносних обмежень: вимоги щодо найму місцевої робочої сили, проведення внутрішньо фірмових досліджень у приймаючій країні, передачі торгової марки материнської компанії та ін.

Абсолютні обмеження на іноземну власність і/чи контроль за кінцевим ефектом еквівалентні квотам на імпорт. Відносні обмеження аналогічні тарифам, оскільки вони негативно позначаються на припливі інвестицій за рахунок збільшення витрат при реєстрації і/чи функціонуванні іноземних філій у приймаючій країні.

Як уже зазначалося, останні два десятиліття характеризуються лібералізацією прямого регулювання інвестицій, насамперед, у промислово розвинених державах. Було зменшено галузеві обмеження, але є й винятки. Як приклад можна навести американську практику: у 80-х рр. прийнято поправку Ексон-Флоріо, яка дає змогу уряду країни забороняти допуск прямих іноземних інвестицій в окремі галузі через загрозу порушення національної безпеки.

Асиметричність динаміки інвестицій між країнами відбиває несхожість економічних структур, а також структур власності фірм і зв'язків між різними економічними суб'єктами й у меншій мірі пов'язана з вимогами щодо перегляду раніше виданих дозволів на допуск іноземних капіталовкладень, галузевих обмежень інвестицій.

Умови допуску інвестицій у промислово розвинуті країни практично не змінилися, незважаючи на лібералізацію. Причина цього в тому, що лібералізація прямого регулювання допуску ПЗІ не спричинює посилення транспарентності правових режимів. Практично всі країни зберегли (хоча й мало використовують) механізм заборони допуску ПЗІ в окремі галузі з метою забезпечення національної безпеки. Крім того, діють антитрестовське законодавство, галузеві обмеження.

Приховані, чи неформальні, державні обмеження на приплив іноземних інвестицій (друга група) являють собою бар'єри, пов'язані зі специфікою адміністративних процедур, жорсткою інституціональною структурою приймаючих країн, з діяльністю політичних і соціально-культурних організацій. Тобто вони безпосередньо не обмежують приплив інвестицій і не застосовуються з дискримінаційних міркувань проти іноземних інвесторів. Але їх не можна ігнорувати. Більше того, у даний час прихованим обмеженням надається пріоритет, зважаючи на значний їх вплив на діяльність іноземних компаній.

Можна розглянути засоби державного регулювання допуску інвестицій з погляду хронології здійснення капіталовкладень. Відповідно до цієї класифікації усі засоби поділяють на чотири групи:

1-ша група: засоби регулювання *на стадії допуску* — дозвіл і ліцензування для всіх фірм. У цій групі адміністративних бар'єрів головна складність для іноземних інвесторів пов'язана із затримкою одержання відповідних дозволів, а, відтак, і з додатковими витратами внаслідок зайвого контролю з боку держави при проведенні відбору і схваленні проектів, детальному вивченні їхніх характеристик, а також через відсутність транспарентності чи Інформації. Простим, але суттєвим джерелом затримки видачі дозволу на вкладання іноземних капіталів є відповідність інвестиційного проекту різним вимогам, які висувають урядові органи: торговий реєстр, реєстр компаній, податкові органи влади, статистичні органи. Як правило, відсутність інформації в іноземного інвестора про специфіку подібних вимог є серйозним неформальним бар'єром; інше обмеження — відсутність координації між місцевими й

центральними органами влади приймаючої країни при видачі дозволу і проведенні податкових процедур;

2-га група: засоби регулювання *на стадії вкладання* — специфічні чи галузеві дозволи, необхідні фірмам в окремих галузях. Уряд приймаючої країни може вимагати додаткової оцінки інвестиційного проекту для окремих галузей: туризму, гірничодобувної галузі, рибного господарства, інфраструктури, сільського господарства. Умови процедури можуть бути нетранспарентними, особливо в туризмі й інфраструктурі. У деяких країнах адміністрація призначає структури керування і висуває кваліфікаційні вимоги до менеджерів, що часто суперечать державній політиці, визначеній загальним законодавством країни. В окремих країнах може бути вимога одержання особливих схвалень з метою надання податкових пільг для пріоритетних іноземних інвестицій (наприклад, сільське господарство);

3-тя група: *відбір проектів з іноземними інвестиціями і можливість використання земельних ресурсів* для здійснення підприємницької діяльності. У цих випадках додаткові витрати іноземного інвестора пов'язані з купівлею чи здачею в оренду землі, проведенням будівельних робіт. Так, у країні можуть вимагати надання трьох документів від різних інспекцій для легального завершення будівництва, їх одержання може зайняти кілька місяців, що обмежує потужності національної системи послуг. Або можлива вимога надання гарантії довгострокової оренди землі з виплатою відповідної грошової суми;

4-та група: *на стадії діяльності* — ліцензування та інші вимоги, необхідні для функціонування фірми. При здійсненні підприємницької діяльності компанії зіштовхуються з необхідністю встановлення відносин з урядовими органами. Це наявність типових правил і контролю в зовнішній торгівлі, валютному регулюванні, охороні праці і соціальній безпеці. Для їхньої адаптації варто підвищити роль моніторингу.

У деяких країнах необхідні імпорتنі ліцензії, навіть якщо уряд скасував їх у рамках загальної зовнішньоторговельної реформи.

Кожна адміністративна процедура, узята окремо, не є істотною перешкодою для вкладення капіталу, але взяті разом, вони можуть затримати інвестиційні вкладення на термін до двох років (цей строк визначений експертами UNCTAD). Наприклад, підраховано, що приватний інвестор має підготувати 23 папки відповідних документів і звернутися до 31 державного органу. При цьому принаймні в шести з них діють численні формальності.

Урядові спроби зменшення або скасування цих неформальних перешкод можуть виявитися складним завданням, оскільки стосуються широкого кола політичних, адміністративних та інституціональних питань і проблем. Однак якщо інвестиційні процедури плануються, то легше визначити сфери повторного, комплексного й ретельного аналізу й відбору чи неефективної реалізації того чи іншого проекту. Звичайно, рекомендації сфокусовано на сферах, у яких адміністративні процедури можна просто ліквідувати чи полегшити. Там, де зберігаються правила контролю або неформальні вимоги, рекомендації часто наголошують на поліпшенні реалізації проекту, що приводить до зміни діяльності урядового органу й посилення недовіри до послуг, які він надає.

Розглянемо найпоширеніші **засоби державного контролю за допуском і діяльністю іноземних інвестицій**, які найчастіше зустрічаються:

На практиці державне регулювання іноземних інвестицій виходить із поєднання двох основних засобів – *реєстрації і ліцензування*. Усі іноземні інвестиції підлягають обов'язковій реєстрації в уповноваженому державному органі, а в ряді випадків і ліцензуванню. Фактично, між реєстрацією і ліцензуванням існує безпосередній взаємозв'язок. Можна відмітити й іншу цікаву тенденцію. Інвестиційні бар'єри, як правило, сконцентровані в окремих галузях: в автомобілебудуванні, хімічній, нафтохімічній галузях, у виробництві комп'ютерів.

1. Реєстрація — це автоматичне ліцензування, і воно може бути скасоване. Приймаючи рішення про видачу ліцензії або реєстрацію іноземних інвестицій, державний орган виходить із відповідних критеріїв, зокрема оцінки потенційного впливу закордонного капіталу на

національну економіку в цілому і на розвиток тієї чи іншої галузі, на здійснення зовнішньої і зовнішньоекономічної політики приймаючої держави та ін.

2. Ліцензування – було основною формою державного контролю за допуском інвестицій до початку — середини 80-х рр. У даний час застосовується в обмеженому ряді галузей, що включаються в негативний список. Як правило, це стратегічні й «чутливі» галузі економіки приймаючої країни.

У широкому розумінні ліцензування потрібне при інвестиційних вкладеннях, що завдають шкоди національній безпеці, суспільному порядку, здоров'ю населення, а також при вкладеннях у галузі, що входять до переліку винятків, визначених у рамках Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР): сільське господарство, лісове господарство, рибне господарство, гірничорудна індустрія, нафтова промисловість, шкіряна індустрія. У вузькому розумінні попереднє одержання ліцензії потрібне при капіталовкладеннях у галузі, що регулюються специфічним законодавством: радіомовлення, морський та авіаційний транспорт, банківська справа і страхування, телекомунікації, нафтопереробка.

Отже, ліцензування застосовується досить обмежено – з урахуванням характеру галузі чи (набагато рідше) суми вкладених інвестицій

3. Відсоткове обмеження частки іноземного інвестора – це ще один часто використовуваний засіб державного контролю, який використовується головним чином в окремих галузях приймаючої економіки.

4. Заборона на вкладання ПЗІ застосовується дуже рідко. вона обмежується, як правило, галузями ВПК, газо- і водоаопостачання і деякими іншими стратегічними напрямками. У США деякі штати забороняють іноземним юридичним й фізичним особам придбання у власність нерухомості.

5. Процедурні обмеження можуть мати різний характер і пов'язані, наприклад, із порядком реєстрації компанії в місцевому реєстрі, необхідністю надання відповідних документів, визначення вартості реєстрації та ін.

6. Обмеження на повернення капіталу й переведення прибутку за кордон використовують досить рідко і стосовно, як правило, визначення мінімального періоду інвестиційних вкладень, після закінчення якого дається дозвіл на переведення прибутку й капіталу з приймаючої країни.

7. Обмеження, які пов'язані із найманням іноземної робочої сили, в цілому, можуть стосуватися до порядку в'їзду в країну й одержання дозволу на роботу для іноземного персоналу, а також встановлення мінімального рівня заробітної плати, вимоги мінімального рівня підготовки чи зайнятості місцевої робочої сили.

8. Вимога продажу частини акцій, які належать іноземному інвестору, національним юридичним і фізичним особам. Така практика, хоча і рідко, але спостерігається в деяких країнах Південно-Східної Азії. Так, у Філіпінах закордонна фірма повинна прийняти філіпінські інвестиції, а після закінчення 30 років передати 60% статутного капіталу філіпінським юридичним і фізичним особам. Але ця вимога не діє, якщо фірма повністю (100%) експортує вироблену продукцію.

9. Вимога щодо використання місцевого компонента. Дана вимога діє для країн, що розвиваються, протягом 5 років, а найменш розвинуті країни протягом 7 років, можуть використовувати цей бар'єр. Вимоги щодо використання місцевих компонентів є важливим в автомобілебудуванні, у хімічній і нафтохімічній індустрії.

10. Контроль за експортом продукції із приймаючої країни, виробленої на підприємствах з іноземними інвестиціями. Вимога обов'язкового експорту найчастіше діє у виробництві комп'ютерів, у хімічній і нафтохімічній галузях.

7.4. Основні напрями і засоби здійснення політики стимулювання залучення іноземних інвестицій

Головна мета політики стимулювання — впливати на напрям, обсяги й характер інвестиційних потоків. В основі стимулювання залучення закордонного капіталу лежать програми приватизації, реалізовані раніше і які реалізуються нині в різних групах країн. Між приватизацією і припливом ПІІ Існує взаємозв'язок:

- приватизація може бути використана іноземним інвестором як засіб розширення ринків збуту, тоді як державна власність зберігає монопольне право на збут для державних компаній;
- для іноземного інвестора і для національного підприємця приватизація — один із макроекономічних факторів, що становлять основу сприятливого інвестиційного клімату.

Основним напрямом стимулювання припливу ПІІ є надання різних пільг. Національного режим передбачає, що іноземний і національний інвестори мають рівні права на одержання стимулів. *При цьому пільги надаються підприємцям за дотримання таких умов:*

- сприяння зростанню зайнятості населення;
- сприяння дрібному й середньому підприємництву;
- проведення НДДКР у приймаючій країні;
- сприяння проведенню регіональної політики;
- сприяння розширенню експорту.

Починаючи із середини 90-х рр., спостерігаються деякі зміни в державній політиці приймаючих країн стосовно залучення ПІІ. У зв'язку з цим можна виділити три напрями реалізації даної політики:

1) *підвищення іміджу приймаючої країни* реалізується завдяки поширенню рекламних матеріалів, що характеризують дану країну, її потенційні можливості щодо залучення ПІІ. Для цього використовуються засоби масової інформації, спеціальні видання, проводяться дискусії, спеціальні зустрічі й т. п. з метою інформаційного висвітлення умов інвестування.

2) надання державою *комплексного пакета послуг* можливим іноземним інвесторам щодо підтримки їхньої інвестиційної діяльності. Це консультаційні послуги, полегшення проходження через різні бюрократичних етапів реєстрації і податкового контролю, одержання дозволів та ін.

3) надання іноземним і національним підприємцям *фінансових, фіскальних та інших пільг*. На фінансові пільги більше орієнтовані розвинуті держави. Фінансові субсидії надаються на рівні регіонів, міст чи районів з метою стимулювання регіонального розвитку окремих галузей економіки приймаючої країни.

У розвинених державах також широко використовуються податкові пільги, зокрема прискорена амортизація, зниження ставок корпоративного податку. У країнах, що розвиваються, частіше застосовується практика зниження податкових ставок, повернення податків, надання податкових канікул, їх період може сягати 1-5, іноді 10-25 років. Ще одна форма стимулювання — знижені ставки мита, що надаються на період 5-10, а для деяких проектів — 15-23 роки.

Отже, у практиці стимулювання іноземних інвестицій промислово розвинених країн переважають фінансові засоби, а в практиці держав, що розвиваються, і країн з перехідною економікою — фіскальні, чи податкові, засоби стимулювання. Частіше використовуються пільгове мито на імпортоване виробниче устаткування (що в промислово розвинених країнах є малоефективним заходом через невисокі ставки мита на більшість видів промислового устаткування — кілька відсотків), зменшення ставок корпоративного податку на прибуток, надання податкових канікул.

У країнах із перехідною економікою застосовуються такі методи стимулювання: зменшення стандартного рівня ставки податку на корпоративні доходи, надання податкових канікул, пільгові ставки мита на сировину чи устаткування. У деяких країнах використовується система так званої податкової стабілізації, яка гарантує постійність податкових ставок протягом

установленого терміну. Подібна система діє з огляду на фінансову і правову нестабільність цієї чи іншої приймаючої держави.

У цілому пільги (головним чином податкові) мають індивідуальний характер. Їхнє застосування залежить від характеру чи галузі експортної спеціалізації підприємства. У галузевому розрізі пріоритет надається найбільш наукомістким і техноємним галузям. Секретаріат UNCTAD розробив класифікацію засобів стимулювання іноземних капіталовкладень, яка включає три групи стимулів:

- фіскальні пільги;
- фінансові пільги;
- інші пільги.

Фіскальні стимули поділяються на такі види:

- 1) зниження ставки податку на прибуток корпорацій;
- 2) податкові канікули – відставка від сплати податку протягом декількох років, починаючи з дня одержання першого оголошеного прибутку. Терміни та умови надання податкових канікул різні в різних країнах. Як правило, вони надаються на строк від 2 до 10 років;
- 3) збільшення сум амортизаційних відрахувань (прискорена амортизація – це операція, у наслідок якої частина прибутку потрапляє до витрат виробництва і звільняється від оподаткування);
- 4) дозвіл на подальший залік витрат, отриманих протягом першого періоду роботи, у рахунок майбутніх прибутків;
- 5) інвестиційні та реінвестиційні знижки;
- 6) скорочення внесків у соціальні фонди;
- 7) скорочення суми оподаткованого прибутку залежно від кількості працюючих та інших витрат на робочу силу;
- 8) стимули, пов'язані зі зниженням ставки ПДВ, включаючи зменшення податку на прибуток корпорацій чи надання кредитів у зв'язку зі збільшенням частки місцевої сировини чи напівфабрикатів;
- 9) зниження експортного мита;
- 10) преференційне оподаткування доходів від експорту;
- 11) скорочення податкових ставок на спеціальні надходження іноземної валюти, у тому числі за експорт вироблених товарів;
- 12) податкові кредити на внутрішні продажі в обмін на експортні надходження;
- 13) податкові кредити у зв'язку з використанням місцевої сировини у виробництві товару, призначеного на експорт;
- 14) скорочення оподаткування експортно орієнтованого виробництва.

Група фінансових стимулів включає:

- 1) прямі субсидії на покриття частини капітальних витрат, виробничих чи маркетингових витрат конкретного інвестиційного проекту;
- 2) субсидовані позики;
- 3) гарантії на надані позики;
- 4) гарантовані експортні кредити;
- 5) участь державного капіталу в інвестиціях у проекти з високим комерційним ризиком;
- 6) урядове страхування пільгових кредитів, надане для деяких видів ризику. Наприклад, при зміні курсу валюти чи девальвації по некомерційних ризиках — експропріації, зміні політичного ладу країни та ін.

Третя група засобів стимулювання — **інші пільги** — поділяється на:

- 1) субсидування витрат на створення чи реконструкцію інфраструктури інвестиційного проекту;
- 2) субсидування послуг, у т. ч. допомога в пошуках джерела фінансування, у розробці проектів, надання інформації про кон'юнктуру ринків, наявність сировини, допомога в

підготовці кадрів, надання технічних можливостей для розвитку ноу-хау або поліпшення контролю за якістю;

- 3) укладання преференційних державних контрактів;
- 4) закриття ринку для приходу інших виробників або надання монопольних прав на виробництво тих чи інших товарів;
- 5) захист від імпортової конкуренції;
- 6) спеціальні програми з надання іноземної валюти (у т. ч. за спеціальними валютними курсами), гарантування ризику при одержанні іноземних позик, концесій по кредитах в іноземній валюті і спеціальні пільги по репатріації доходів і капіталу.

7.5. ВЕЗ як один із засобів стимулювання залучення іноземних інвестицій

Вільні економічні зони (ВЕЗ) – зони з особливим юридичним та економічним статусом, що створює сприятливі умови для залучення іноземних інвестицій на основі надання ряду пільг. Іншими словами зона-франко – це частина території країни, на якій товари розглядаються як об'єкти, що знаходяться за межами національної митної території, і тому не піддаються звичайному митному контролю й оподаткуванню.

Розрізняють наступну класифікацію ВЕЗ за такими критеріями:

Залежно від *виду господарської діяльності* розрізняють п'ять груп зон:

- **зона вільної торгівлі** – це зони, виведні за межі національної митної території, у рамках яких здійснюються операції зі складування й адаптації товарів, завезених з інших країн, до умов ринку (такі операції, як упакування, маркування, контроль за якістю та ін.). Такі зони вимагають невеликих фінансових вкладень на початковому етапі створення і відрізняються швидкою окупністю. Можна зустріти такі різновиди зон вільної торгівлі, як вільні митні зони, вільні порти і транзитні зони;

- **промислово-виробничі** — зони зі спеціальним митним режимом, у яких промислові компанії виробляють експортну чи імпортозаміщуючу продукцію, використовуючи систему стимулів. Вони можуть включати імпортні й імпортозаміщуючі зони, експортно-імпортозаміщуючі зони, експортні зони;

- **техніко-впровадувальні** – зони, в яких знаходяться національні й іноземні дослідницькі, проектні й науково-виробничі компанії, які користуються діючою системою пільг. Різновиди: науково-промислові зони, технополіси;

- **сервісні** — території з пільговим режимом для підприємницької діяльності фірм та інститутів, які надають різні види фінансових і нефінансових послуг. До них відносять рекреаційні (чи курортно-туристичні) зони, зони банківських і страхових послуг, офшорні зони;

- **комплексні** — зони з пільговим режимом господарської діяльності на території окремого адміністративного району. Це зони вільного підприємництва в Західній Європі, Канаді, що сформовані в депресивних районах, спеціальні економічні зони в Китаї, території з особливим режимом в Аргентині, Бразилії.

На стику між цими п'ятьма групами знаходяться торгово-виробничі зони, науково-промислові й інноваційні центри.

Залежно від *способу організації і площі території* розрізняють дві групи зон:

- **територіальні** — зони з відособленою територією, на якій резидентні компанії користуються пільговим режимом господарської діяльності;

- **функціональні** — зони пільгового режиму, який застосовується до певного виду діяльності, незалежно від розташування фірми.

Залежно від *ступеня інтеграції* в національну економіку розрізняють також дві групи зон:

- **інтегровані в національну економіку.** Ці зони орієнтовані на розвиток зв'язків з галузями національної економіки, що знаходяться за межами зони, а також спрямовані на вирішення проблем експортного виробництва, підвищення технологічного рівня виробництва, покращення якості продукції, задоволення внутрішніх потреб;

- **анклавні** (експортно орієтовані) зони, виробництво в яких орієтоване на експорт і поповнення валютного виторгу.

Можна виділити такі *характерні риси ВЕЗ*:

- 1) відособлена система керування з правом самостійного прийняття рішень;
- 2) підтримка центральної влади;
- 3) надання базових і особливих пільг.

Завдяки застосуванню пільг норма прибутку у ВЕЗ становить 30-35%, а в азіатських державах — 40% на рік. Також у 2-3 рази скорочуються строки окупності Інвестицій. Нормальним явищем для ВЕЗ вважається максимальний строк окупності в 3-3,5 роки.

Кожна ВЕЗ має особливі пільги стосовно інфраструктури, банківських послуг, дрібного й середнього бізнесу. Але **базові пільги** однакові для всіх типів зон:

- *зовнішньоторговельні пільги* — безмитний ввіз і вивіз товарів на територію ВЕЗ;
- *податкові пільги* — податкові канікули на строк 5-20 років, повне чи часткове звільнення від податків прибутків, що реінвестуються, на строк до 5 років, знижки з податку на прибуток. Іноземні інвестори звільняються від сплати податків на власність, податку з обороту;
- *фінансові пільги* — інвестиційні субсидії новим вкладникам капіталу, пільгові державні кредити, знижені ставки на оплату комунальних послуг, орендної плати за користування виробничими приміщеннями, землею та ін.;
- *адміністративні пільги* — спрощений порядок реєстрації компаній, спрощений порядок режиму в'їзду-виїзду іноземних громадян та ін.

У цілому наявність тільки одних пільг не є достатнім стимулом для залучення капіталу. Необхідні інші фактори, які складають поняття інвестиційного клімату: політична й економічна стабільність, рівень розвитку інфраструктури, вартість і кваліфікація робочої сили.

Велике значення при ухваленні рішення про інвестиційні вкладення має якість інфраструктури тієї чи іншої зони. Зведення об'єктів інфраструктури, що відповідають світовому рівню, вимагає величезних фінансових вливань. У середньому для нормальної облаштованості території вільної митної зони площею 1 кв. км потрібно 10-15 млн. дол. США, а для експортно-виробничої зони – 40-45 млн. дол. США.

ВЕЗ покликані виконувати такі *функції*:

- служити засобом розширення припливу закордонного капіталу;
- служити засобом зміцнення експортного потенціалу національної економіки і посилення її інтеграції у світову економіку;
- утворювати центр економічного зростання чи економічного розвитку на основі цілеспрямованої концентрації інвестицій у певних галузях і використання технологічних, виробничих, соціально-економічних та інших інновацій.

При зваженій державній політиці ВЕЗ можуть відігравати значну роль в економічному розвитку того чи іншого регіону і всієї країни в цілому, їхній *позитивний вплив* можна визначити на основі таких критеріїв:

- сприяння більш раціональному використанню місцевих природних ресурсів;
- одержання нової технології;
- розвиток виробництва в межах зони;
- структурна перебудова економіки регіону;
- підвищення зайнятості місцевого населення;
- покращення добробуту місцевого населення, вищий рівень доходів, повніше задоволення внутрішніх потреб у високоякісних товарах;
- нові можливості для підвищення рівня кваліфікації зайнятих;
- розширення доступу до нових джерел фінансування.

Одночасно ВЕЗ можуть негативно впливати на деякі показники національної економіки через порівняно високу частку імпортного компонента:

- часто новостворена у ВЕЗ вартість нижча за середній показник по країні;
- менший фактичний валютний виторг від експорту у ВЕЗ (за винятком вартості імпортих

компонентів);

- відбувається відтік капіталу з інших регіонів приймаючої країни на територію ВЕЗ.

1. Режим найбільшого сприяння полягає у тому, що:

А) приймаюча країна створює для інвесторів однієї країни такі ж сприятливі умови, як і для інвесторів будь-якої іншої країни

Б) при якому приймаюча країна створює для іноземних інвесторів принаймні такий же сприятливий режим, як і для національних підприємців

В) приймаюча держава гарантує іноземному інвестору захист його прав і інтересів, що декларується в національних конституціях, законах про іноземні інвестиції

2. До форм державних гарантій іноземним інвесторам належить:

А) проведення брифінгів, присвячених темі поточної інвестиційної політики

Б) безперешкодне переведення прибутку й інших видів доходів за кордон

В) глобалізація інвестиційної діяльності

3. Засоби державного регулювання припливу іноземних інвестицій умовно поділяють на дві групи:

А) прямі, приховані

Б) прямих, формальних

В) приховані, неформальні

4. Найпоширеніші засоби державного контролю за допуском і діяльністю іноземних інвестицій –це:

А) інвестиційні бар'єри

Б) специфічне законодавство

В) реєстрації і ліцензування

5. Надання державою інвесторам комплексного пакета послуг включає :

А) консультаційні послуги, полегшення проходження через різні бюрократичних етапів реєстрації і податкового контролю, одержання дозволів та ін.

Б) інформаційне висвітлення умов інвестування

В) фінансові субсидії на рівні регіонів

6. Надання іноземним і національним підприємцям фінансових, фіскальних та інших пільг включає:

А) консультаційні послуги, полегшення проходження через різні бюрократичних етапів реєстрації і податкового контролю, одержання дозволів та ін.

Б) інформаційне висвітлення умов інвестування

В) фінансові субсидії на рівні регіонів

7. Група фінансових стимулів при залученні ІІІ включає:

А) зниження експортного мита

Б) прямі субсидії на покриття частини капітальних витрат, виробничих чи маркетингових витрат конкретного інвестиційного проекту

В) скорочення суми оподатковуваного прибутку залежно від кількості працюючих та інших витрат на робочу силу

8. Зона-франко – це:

А) територія де котирується швейцарський франк

Б) зони з особливим юридичним та економічним статусом, що створює сприятливі умови для залучення іноземних інвестицій на основі надання ряду пільг

В) територія, де підприємство з іноземною участю одержує статус пріоритетного і право отримувати додаткові пільги

9. ВЕЗ покликані виконувати такі функції:

А) утворювати центр економічного зростання на основі цілеспрямованої концентрації інвестицій

Б) закриття ринку для приходу інших виробників

В) надання монопольних прав на виробництво тих чи інших товарів

10. У практиці стимулювання іноземних інвестицій У промислово розвинених країн переважають:

- А) фінансові засоби
- Б) фіскальні

ЗМІСТОВИЙ МОДУЛЬ 2. СТРАТЕГІЯ І АНАЛІЗ НА МІЖНАРОДНОМУ ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ.

ТЕМА 8. ІНСТРУМЕНТИ АНАЛІЗУ МІЖНАРОДНОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ.

- 8.1. Індeksi фондового ринку. Загальні поняття та методика розрахунку
- 8.2. Основні фондові індeksi США. Dow Jones Industrial Average (DJIA)
- 8.3. Фондовий індекс S&P 500 (Standard and Poor's 500 Composite Stock Price index)
- 8.4. Зведений індекс акцій NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation Index). Інші відомі й авторитетні світові індeksi
- 8.5. Інвестиційні рейтингові агенції та інвестиційні рейтинги

8.1. Індeksi фондового ринку. Загальні поняття та методика розрахунку

Індексом фондового ринку називається деяке число, яке характеризує його якісний стан і є приблизною оцінкою динаміки фондового ринку. Саме по собі значення цього числа не несе у собі цінної інформації. Важливе не саме значення цього числа, а його відношення до тих значень, які воно приймало раніше.

Для розрахунку індексів ринку, звичайно використовують два підходи:

1. Відбирається репрезентативна група акцій (звичайно це акції найбільших компаній) й з урахуванням ринкових цін цих акцій на день розрахунку й кількості випущених акцій розраховується значення індекса:

$$I = c (A_1 X_1 + A_2 X_2 + \dots + A_n X_n) ,$$

де С — коефіцієнт (або, як його називають у літературі, - девізор), який служить для корекції індекса у разі зміни кількості компаній, які входять у розрахунок індeksi, в разі заміни компаній, проведення дроблення акцій;
n — кількість компаній, які входять до розрахунку індекса;
А та X — відповідно кількість та ціни акція компаній, які входять у розрахункову базу індекса.

2. Відбирається репрезентативна група акцій і визначається сума цін цих акцій на даний момент часу. У результаті мають деякий середній індикатор:

$$Ind = c(X_1 + X_2 + \dots + X_n) .$$

Умовні позначення — тотожні тим, що I в попередньому випадку.

Саме таким чином розраховується промисловий індекс Доу Джонса. Коректніше буде отриману величину називати не індексом, а саме середнім показником або середнім індикатором.

Dow Jones Industrial Average (DJIA) — саме під такою назвою згадується цей індекс в американських фінансових виданнях.

Крім цього показника, великою популярністю в США користуються також **S&P 500 (Standart & Poor's 500 Composite Stock Price Index)**, зведений індекс ринку акцій **NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Qnatialion Index)** та деякі інші.

В Японії основним Індексом є індекс Ніккей (**Nikkei 225 index**) — скорочено від словосполучення nihon kcizai, («nihon» — по-японськи — Японія, «keizai» -

фінанси, економіка), до розрахункової бази якого входять 225 ведучих японських компаній які торгуються на Японській фондовій біржі й публікується з 1950 року. Ніккей розраховується як сума цін акцій без урахування їх кількості за тією ж схемою, що і DJIA. Ніккей 300 (Nikkei 300 index) об'єднує 300 крупних японських компаній й розраховується з урахуванням кількості акцій випущених кожною компанією. Крім цих двох індексів в Японії є популярний індекс **Topix** (який розраховується з 1968 року за всіма акціями, які торгуються на першій секції Токійської фондової біржі) та JPN.

На Лондонській фондовій біржі розраховується **FTSE-100 (Financial Times Stock Exchange 100 - Share Index)**, широко відомий як «**Footsie**» (футсі 100). Розраховується на базі 100 найкрупніших за ринковою капіталізацією компаній. На компоненти «футсі» припадає до 70% всієї капіталізації фондового ринку Великої Британії.

Також на Лондонській фондовій біржі популярні такі індекси, як FTSE 30 Share Index, який охоплює 30 промислових та торгових компаній, та FTSE Mid 250 - розраховується на базі 250 компаній що йдуть після перших 100, які входять до FTSE 100.

У Германії основним індексом є **DAX 30**, який охоплює 30 найбільш привабливих акцій на Франкфуртській фондовій біржі. До найбільш популярних тут також належать індекси Xetra DAX, DAX 100 і CDAX.

У Гон Конзі (зараз Сян Ган) найбільш відомий індекс **Hang Seng Index**, розраховується по акціям 33 компаній, капіталізація яких складає близько 70% від всієї капіталізації ринку, і т. д.

Але на сьогоднішній день найпотужнішою економікою поки що залишається економіка США, й будь-яка помітна зміна у макроекономічних показниках, цієї країни або добра чи погана новина миттєво відбивається на ведучих світових фондових ринках.

Саме тому більш детальніше розглянемо основні фондові індекси США.

8. 2. Dow Jones Industrial Average (DJIA)

Цей найбільш відомий та всеохоплюючий показник був розроблений Чарльзом Доу, засновником «Dow Jones Company» і видавцем газети «The Wall Street Journal».

Вперше показник Доу Джонса був розрахований у 1884 році по акціям 11 залізничних компаній. Надалі цей індекс змінювався, але до його розрахункової бази завжди входили тільки транспортні компанії. Цей індекс існує й сьогодні, але з 1970 року він називається **Транспортний індекс Доу Джонса (Dow Jones Transportation Average)**. На сьогоднішній день він розраховується по акціям 20 найбільш крупних транспортних, компаній США.

Промисловий індекс Доу Джонса (середня Доу Джонса) вперше був розрахований у 1896 році по акціям 12 промислових компаній, й саме цей індекс еволюціонував сьогодні у широко відомий й популярний Dow Jones Industrial Average. З 1928 року й до тепері нього часу цей показник охоплює 30 найкрупніших висококласних промислових компаній США, поведінка акцій яких вважається репрезентативною для загальної динаміки ринку цінних паперів. Акції цих компаній називають «блакитними фішками» (blue chips). (Цей термін прийшов з ігрового бізнесу. Фішки блакитною кольору вважалися найціннішими у таких іграх, як покер чи рулетка.)

Час від часу цей список підтягав перегляду. Ті чи інші акції вибували у зв'язку зі злиттям компаній, втратою активності на ринку чи банкрутством. У таких випадках до розрахунку включають акції інших компаній, і тому весь індикатор коршується, щоб його можна було зіставити з попереднім показником. Для цього використовується спеціальний коефіцієнт.

Крім середньої Доу Джонса, яка належить до найбільш використовуваних індексів фондового ринку, в фінансових виданнях публікуються **три інші середні Доу Джонса:**

1. **Транспортний індикатор курсів акцій Доу Джонса (Dow Jones Transportation Average)**, до розрахункової бази якого входять 20 транспортних компаній.
2. **Комунальний індикатор курсів акцій Доу Джонса (Dow Jones Utilities Average)**, який

включає 15 електроенергетичних компаній комунального господарства.

3. **Зведена середня Доу Джонса (Dow Jones Composite Average).** Включає 65 перелічених вище компаній (DJIA - 30, DJTA — 20, DJUA— 15).

Всі ці середні, як і DJIA, розраховуються без урахування кількості акцій окремих компаній, тобто простим складанням курсів акцій, які до них входять, з наступним використанням коригуючого коефіцієнту. Цей коригуючий коефіцієнт потрібен для того, щоб у показнику Доу Джонса не було стрибків, викликаних заміною однієї компанії на другу, дробленням акцій (stock split) чи виплатою компаніями дивідендів.

8.3. Фондовий індекс S&P 500 (Standard and Poor's 500 Composite Stock Price index)

Цей індекс був розроблений відомим видавництвом фінансових новин корпорацією Standard and Poor's у 20-х роках минулого століття й спочатку включав лише 90 компаній (числа 500 у назві індексу тоді ще не було). У сучасному вигляді він був сформований у 1957 році. На відміну від середніх фондових індексів Доу Джонса при розрахунку S&P 500 враховуються як ціни акцій, що входять до розрахункової бази, так і кількість акцій кожної компанії, які знаходяться в обігу на ринку, а отримане значення співвідносять з базовим значенням індексу (рівним 10), розрахованим для періоду 1941-1943 років. Іншими словами, якщо сьогодні індекс дорівнює наприклад 1200, то це означає, що середній курс акцій, включених до розрахункової бази індексу, збільшився у 120 разів ($1200 : 10$) в порівнянні з періодом 1941-1943 років.

На сьогодні S&P 500 віддзеркалює динаміку майже 70% капіталу, Інвестованого у ринок акцій США.

Враховуючи той факт, що індекс розраховується на основі курсів акцій багатьох ведучих компаній, акції яких котуються як на біржовому, так і на нозабіржовому ринках цінних паперів, багато професійних, а особливо інституційних інвесторів віддають перевагу саме цьому індексу. Вони вважають, що S&P 500 точніше відображає загальну динаміку фондового ринку, ніж середні Доу Джонса. Склад індексу S&P 500 регулярно переглядається. Одні раз на місяць на 44-му поверсі хмарочоса на Уол-Стріт у Нью-Йорку в обстановці повної конфіденційності проводиться засідання комітету Standard & Poor's, який складається з 7 осіб.

Ідея індексу завжди полягала в тому, що він повинен віддзеркалювати американський фондовий ринок, а через ринок американську економіку в цілому. Тому представники комітету систематично виводять із складу індексу повільно зростаючі акції компаній «старої» економіки, замінюючи їх «гарячими» акціями більш нових секторів економіки, таких як інтернет-сектор, сектор виробників засобів телекомунікацій, виробників комп'ютерної техніки та програмного забезпечення, виробників напівпровідникових матеріалів, біотехнологічний сектор та ін. Якщо у період з 1990 по 1994 рік Комітет провів заміну лише 10 компаній, то починаючи з 1995 року темпи змін в індексі значно зросли й тільки за один 2000 рік у розрахункову базу індексу S&P 500 було внесено 58 змін, що є рекордом за всю, більш ніж 75-річну, історію його існування.

8.4. Зведений індекс акцій NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation Index)

Це найбільш молодий з розглянутих вище індексів. Він був розроблений у лютому 1971 року. Методика розрахунку ідентична до розрахунку S&P 500. За базу, рівну 100, приймається вартість акцій на 5 лютого 1971 року.

Індекс NASDAQ віддзеркалює обіг цінних паперів на позабіржовому ринку. Сьогодні до його розрахункової бази входять більше 5000 компаній — в основному відносно невеликих та зростаючих. Дуже великий відсоток складають компанії «нової» економіки: комп'ютерні, телекомунікаційні, біотехнологічні інтернеткомпанії та ін.

І якщо у перші 15 років свого існування він був мало кому відомий, то зараз жоден інвестор, бажаючий включити у свій інвестиційний портфель папери крупних технологічних компаній, не зможе обійти своєю увагою індекс, компонентами якого є акції ведучих компаній технологічного сектору, таких як: Microsoft Corp., Cisco Systems Inc., Intel Corp., Oracle Corp..

Dell Computer Corp., Sun Microsystems Inc. та ін.

Наприкінці 90-х років зростання цих акцій стимулював загальний підйом фондового ринку, тоді як втрати, які понесли вони з березня 2000 року, стали одним з важливіших факторів, спричинивши спад NASDAQ до кінця 2000 року на 39,28% впродовж року. То було найбільше річне відсоткове падіння індекса, зафіксоване за період його існування (попередній рекорд падіння— 35,1% у 1974 році) і так не схоже на завершення попереднього, 1999 року, який надав індексу рекордного зростання у 85%.

Інші відомі й авторитетні світові індекси

Зведений індекс Нью-Йоркської фондової біржі NYSE (New York Stock Exchange). Публікується з 14 липня 1966 року. Включає всі компанії, акції яких нотуються на цій біржі. На відміну від раніше розглянутих індексів цей показник вимірюється в доларах. Обчислюється з урахуванням вартості й кількості випущених акцій. За базове значення, рівне 50, прийнята вартість акцій, які котувалися на Нью-Йоркській фондовій біржі 31.12.65р.

Зведений індекс американської біржі акцій AMEX (American Stock Exchange Index). Включає до своєї розрахункової бази акції більш ніж 800 компаній та інші цінні папери, які циркулюють на цій біржі. Розраховується з урахуванням вартості акцій, їх кількості та, що є особливістю цього індексу, при його розрахунку враховуються виплачені по акціям дивіденди. Дивіденди розглядаються як реінвестовані суми, що дає змогу віддзеркалювати в індексі сумарний прибуток на акції. Базове значення індексу AMEX 100 встановлене за станом на 31.08.73 р.

Расселл 3000 (Russell 3000 index) включає 3000 компаній з найбільшою вартістю пакету акцій (ціни акцій помножені на їх кількість). Цей індекс, розроблений в 1984 році компанією Frank Russell, віддзеркалює 98% всього капіталу, інвестованого у ринок акцій США. Індекс Расселл-3000 розбивається на два важливих індекса: Расселл-1000 та Расселл-2000. Расселл-1000 включає 1000 компаній з найбільшою вартістю пакета акцій, на які припадає близько 92% сукупної капіталізації компаній, які входять до Расселл-3000. Расселл-2000 охоплює останні 2000 компаній. Расселл-2000 — це також дуже важливий індекс для інвесторів. Він використовується для аналізу поведінки акцій порівняно невеликих компаній. Він включає компанії 11 важливіших галузей, з яких найбільш представленими є технологічні, споживчі, фінансові та медичинські.

Індекс Уілшир-5000 (Wilshire-5000). Він являє собою сукупну вартість 5000 випусків акцій (у млрд дол.) з найбільшим об'ємом продажу на фондових ринках, включаючи всі акції, які котуються на Нью-Йоркській та Американській фондових біржах, а також найбільш активні акції позабіржової торгівлі.

Окрім згаданих вище основних індексів, які включають компанії, що є представниками всіх секторів економіки США, існують багато комплексних та галузевих індексів, які віддзеркалюють стан у кожній галузі економіки країни.

Вплив того чи іншого індекса на ринок вимірюється ступенем його популярності серед інвесторів. Якщо, наприклад, індекс, за яким слідкують більшість інвесторів, почне роти, то це може привести до скуповування акцій компаній цього сектору, навіть не дивлячись на те, що інший але менш популярний індекс цього ж сектору може показувати зниження.

Ще один механізм, за допомогою якого індекс може впливати на ринок, це перекомпонування. Як вже зазначалося вище, розрахункова база індексів (таких, як DJIA, S&P-500, Russell-3000) час від часу змінюється. У цьому випадку виключення якоїсь акції зі списку скоріш за все призведе до різкого падіння її ціни, тому що індексні фонди, які супроводжують даний індекс, продають ці акції, щоб змінити свої інвестиційні портфелі у відповідності з новим складом індекса. І, навпаки, акції, які входять до розрахункової бази, зростають в ціні.

На сьогодні існує велика кількість діючих та знову виникаючих індексів, субіндексів, середніх показників тощо, їх якісне призначення не змінюється - всі вони призначені для віддзеркалення стану ринку, для кращого розуміння того, що вже здійснилось, і не один з них

не має переваги у прогнозуванні ринку. Тому основна маса крупних та невеликих інвесторів у США користується в основному трьома індексами: середніми показниками курсів Dow Jones, S&P 500 та NASDAQ.

8.5. Інвестиційні рейтингові агенції та інвестиційні рейтинги

У загальному значенні інвестиційний рейтинг — це інструмент, що дає можливість інвестору кількісно оцінити ступінь інвестиційного ризику. Інвестиційні рейтинги присвоюються буквально всьому, що пов'язано з поняттям інвестиція. Це і різного роду цінні папери, емітент них пінних паперів; це можуть бути державні банки, страхові компанії, спільні фонди та інші фінансові інститути і їх похідні. Система рейтингів дуже корисна для інституціональних і приватних інвесторів. Дрібні інституціональні інвестори враховують рейтинги при формуванні своїх портфельних Інвестицій. Крупні інституціональні інвестори (крупні банки, страхові компанії та ін.), що мають свій штат аналітиків, також звергаються до рейтингів головних рейтингових агенцій, порівнюючи їх з результатами власних досліджень.

Присвоєнням рейтингів займаються багато компаній і статистичних агенцій, найбільш відомими з яких є «Moody's Investors Service», «Standard & Poor's», «Fitch Publishing Company», «Duff & Phelps», «Value Line Investment Survey». З перерахованих перші дві компанії користуються світовим визнанням і на сьогоднішній день є найбільш авторитетними рейтинговими агенціями. Для відображення інвестиційної якості аналізованого об'єкта (будь то цінний папір або емітент, що її випустив) ці агенції використовують буквену символіку від А до D, у якій букві А відповідають об'єкти з мінімальним інвестиційним ризиком, а букві D — відповідно із максимальним. Використовуються також цифрові модифікатори (від 1 до 3) і знаки «+» і «-».

Moody's Investors Service

Історія цього агентства веде початок із 1900 року, кола Джон Муді (1868-1958) заснував компанію John Moody & Company і опублікував інформаційно-статистичний довідник, що включав інформацію про акції й облігації фінансових інститутів, державних агентств, промислових, гірничодобувних, комунальних і продовольчих компаній.

Сьогодні компанія «Moody's Investors Service» покриває своїми рейтингами боргові зобов'язання різноманітних видів на суму більше 30 трильйонів доларів США у 100 країнах світу. У компанії працюють 700 аналітиків і більш 1500 співробітників по усьому світі.

Рейтинги «Moody's Investors Service» для довгострокових боргових зобов'язань

Тут ми докладніше зупинимося на системі рейтингових кодів агентства «Moody's Investors Service» для довгострокових боргових зобов'язань (облігацій і привілейованих акцій), розглянувши табл.

Таблиця

Характеристика рейтингів довгострокових, зобов'язань

Рейтинг	Характеристика
Aaa	Папери найкращої якості мають самий мінімальний ступінь інвестиційного ризику і звичайно називаються «золотовідрізними» («gilt edged»). Своєчасність виплати відсотків забезпечена великим і стабільним прибутком. Зміни у економіці не впливають на фундаментальні показники цих паперів
Aa	Папери високої якості. Разом із паперами групи Aaa складають групу, відому як «висококласні облигації» (high-grade bonds). Оцінені нижче Aaa групи через те, що у довгостроковій перспективі можуть бути у більшій мірі схильні до змін у економіці, ніж група Aaa
A	Папери мають багато привабливих характеристик і вважаються вищими за середню якість (upper-medium-grade obligations). Основна сума боргу і відсотки забезпечені, проте папери можуть бути чутливими до погіршення економічної ситуації в довгостроковому періоді

Продовження табл. 4.

Baa	Папери середнього ступеня якості (medium-grade obligations), що не є ні сильно захищеними, ні слабко забезпеченими. Основна сума боргу і відсотки у даний час захищені, але існує деяка ненадійність у перспективі. Такі папери не мають характерних інвестиційних рис і в той же час мають деякі спекулятивні характеристики
Ba	Папери мають спекулятивні характеристики. У даний час основна сума боргу і відсотки помірно захищені, проте майбутнє непередбачуване
B	Папери цієї групи не мають ознак привабливих інвестицій. Основна сума і відсотки у довгостроковій перспективі захищені слабко
Саа	Слабко забезпечені папери. Несуть елементи небезпеки відносно повернення не тільки відсотків, але й основної суми боргу
Са	Високоспекулятивні папери, що часто залишаються несплаченими
C	Найнижчий рейтинг облигацій або привілейованих акцій. Мають дуже слабкі перспективи досягти коли-небудь рівня реальної інвестиційної якості (неспекулятивного рейтингу)

Для рейтингових груп від Аа до Саа Moody's використовує цифрові модифікатори 1, 2, 3, що уточнюють відносне місце цінних паперів усередині однієї рейтингової категорії:

- 1 - означає, що даний випуск знаходиться у верхньому діапазоні даної рейтингової категорії;
- 2 - у середині рейтингової категорії;
- 3 - у нижньому діапазоні даної рейтингової категорії.

Рейтинги для короткострокових боргових зобов'язань

Короткостроковими вважаються боргові зобов'язання з терміном погашення 12 місяців і менше. Moody's присвоює рейтинги для зобов'язань тільки інвестиційного рівня (довгостроковий рейтинг від Ааа до Ваа). Тому рейтингова система Moody's для короткострокових боргових зобов'язань відображає спроможність емітента повністю і в строк сплачувати свої борги.

Роз'яснення цієї системи наведено в табл.

Таблиця

Рейтинги «Moody's Investors Service» для короткострокових боргових зобов'язань

Рейтинг	Характеристика
Prime-1 (p-1)	Чудова спроможність погашати свої короткострокові борги. Емітенти, відзначені цим рейтингом, звичайно таймають лідируюче положення у працюючій стабільній галузі, мають високі прибутки на інвестований капітал, стабільне надходження коштів
Prime-2 (f-2)	Висока спроможність погашати свої короткострокові борги. Для емітентів цієї категорії характерне усе, що перераховано для емітентів P-1. але в меншій мірі. Крім того, темпи зростання прибутку і надходження коштів у більшій мірі залежать від економічної ситуації
Prime-3 (P-3)	Прийнятна спроможність погашати короткострокові борги. Емітенти цієї категорії у більшій мірі залежать від кон'юнктури ринку. Нестабільність зростання прибутків може призвести до потреби у відносно високих кредитах і уростання співвідношення позикового і власного капіталу

Standard 6- Poor's

Історія цієї компанії починається з 1860 року, коли Генрі Пур (Henry Varnum Poor) опублікував «Історію залізниць і каналів Сполучених Штатів». У 1906 році було створено «Standard Statistic Bureau» для забезпечення інвесторів фінансовою інформацією про американські компанії. У 1916 році (через кілька років після Дж. Муді) Standard Statistic почала присвоювати рейтинги корпоративним облігаціям, а з 1940 році - муніципальним облігаціям. У 1941 році компанії Poor's Publishing (Henry V. Poor) і Standard Statistic об'єдналися, створивши Standard & Poor's Corporation. У 1966 році компанія McGraw-Hill придбала Standard & Poor's, і сьогодні Standard & Poor's є підрозділом цієї корпорації.

Сьогодні в Standard & Poor's працюють 1200 аналітиків і економістів із світовим ім'ям, компанія має 21 офіс і філії по усьому світі, забезпечує інвесторів найдетальнішою інформацією про ринок цінних паперів, перспективи економіки, веде розрахунок сімейства своїх індексів (S&P-500 та ін.) і є визнаною компанією по цінним паперам і біржам, загальнонаціональною рейтинговою компанією.

Рейтинги для довгострокових боргових зобов'язань

Для визначення рейтингу облігацій Standard & Poor's насамперед вивчає прибутки компанії, що випустила це боргове зобов'язання. Оцінюються короткострокові і довгострокові перспективи прибутковості компанії, прибутки минулих періодів і поточні, репутація виробленої продукції, характер галузі, у якій працює дана компанія, положення компанії на ринку, якість менеджменту. Крім того, старанно вивчаються й аналізуються забезпечення облігацій і відсотків основним капіталом, чистими оборотними активами, готівковими коштами і достатність власного обігового капіталу). Результатом такої кропіткої праці є рейтинг облігацій, що виражається у вигляді буквеного коду. Роз'яснення рейтингової шкали наведено у табл.

Таблиця

Рейтинги Standard & Poor's для довгострокових боргових зобов'язань

Рейтинг	Характеристика
AAA	Найвищий рейтинг. Найвища якість облігацій. Повернення основної суми і своєчасність виплати відсотків гарантовані
AA	Облігації, що входять у групу AAA, відрізняються від даної групи тільки чудовим ступенем характеристик. Дуже висока якість облігацій

A	Облігації високої якості. Основна сума боргу і відсотки цілком захищені активами боржника. Від попередніх двох груп відрізняється більшою залежністю від змін економічної ситуації
BBB	Боржник у достатній мірі спроможний повернути борги і виплатити відсотки, але кон'юнктура і загальна економічна ситуація можуть істотно вплинути на стан його фінансів
BB	Боржник у даний час регулярно повертає борги й у строк виплачує відсотки, але негативні зміни у економіці можуть призвести до неможливості своєчасно виплачувати відсотки і повернути основну суму боргу
B	У даний час по облігаціям вчасно виплачуються відсотки, але малоймовірно, що в довгостроковій перспективі фінансові зобов'язання будуть сплачуватися з такою ж пунктуальністю
CCC	Папери цієї категорії несуть визначений ризик бути несплаченими. Лише сприятливі економічні умови дозволяють боржнику сплачувати за своїми зобов'язаннями. Найменші несприятливі зміни в економіці призведуть до неплатежів
CC	Облігації цієї групи несуть високий ризик бути несплаченими
C	Найвищий ризик неплатежів. Цей рейтинг може бути використаний у ситуації, коли боржник подав заяву про банкрутство, але при цьому продовжує платити по облігаціям
D	Боржник не повертає ніяких боргів і не вишіачус ніяких відсотків. Рейтинг- D може бути також присвоєний, якщо компанія подала заяву про банкрутство і при цьому платежі з високою вірогідністю будуть припинені
NR(not rated)	Немає рейтингу- Рейтингове агенство не присвоює рейтинг з двох основних причин: 1. Недостатньо інформації, на основі якої присвоюється рейтинг. 2 Не рейтингує Дане боргове зобов'язання (боржника) по своїм специфічним, політичним або яким небудь іншим причинами.

Рейтингові категорії від AA до CCC можуть уточнюватися ви використанням знаків «+» і «-». Це робиться для того, щоб показати відносне місце цінних паперів усередині однієї значної рейтингової категорії. Так, наприклад, облігації з рейтингом A - займають останнє місце у категорії A, а рейтинг BB+ означає положення у верхній частині категорії BB.

Рейтинги Standard & Poor's для короткострокових боргових зобов'язань

На відміну від рейтингового агентства Moody's, що присвоює рейтинги для короткострокових боргових зобов'язань тільки інвестиційного рівня (Aaa-Baa), Standard & Poor's рейтингує також і спекулятивні папери, тобто ті, за якими можливості емітенту боргового зобов'язання забезпечити виплату відсотків і повернення основної суми боргу не можуть бути передбачені з певністю.

Таблиця 7
Короткострокові рейтинги агенції

Рейтинг	Характеристика
A-1	Найвища категорія. Фінансові можливості боржника дозволяють у повній мірі сплатити свої борги. Деякі зобов'язання цієї категорії можуть бути позначені знаком «+». Це означає надзвичайно високі фінансові можливості боржника.
A-2	Фінансові можливості боржника у достатній мірі дозволяють сплатити свої борги, проте на відміну від A-1 ця категорія зобов'язань більш чутлива до змін економічної ситуації.
A-3	Короткострокові зобов'язання цієї групи адекватно захищені, але погіршення економічної ситуації, швидше за все, призведе до послаблення боржника і поставить під погрозу своєчасність платежів.
B	У даний час боржник у змозі відповідати по усім своїм борговим зобов'язанням. Будь-яка зміна у гірший бік економічних умов призведе до нездатності у достатній мірі й у строк сплачувати борги.
C	Велика можливість, що борги будуть несплачені. У випадку поліпшення економічної ситуації є надія, що боржник може розплатитися.
D	Платіж прострочений. Рейтинг D може бути присвоєний у випадку, якщо Standard & Poor's має надію, що боржник хоч і з відстрочкою, але зможе розплатитися. Цим рейтингом можуть бути також відзначені зобов'язання боржника, що подав заяву про банкрутство або почав які-небудь інші подібні дії, що ставлять під погрозу платежі за своїми зобов'язаннями.

Інші рейтинги агенції Standard & Poor's

Досить часто у фінансових новинах можна зустріти так звану рейтингову перспективу (Rating Outlook), що свідчить про те, що довгостроковий кредитний рейтинг аналізованого об'єкта фінансової діяльності у недалекому майбутньому може бути змінений у кращий або гірший бік. При цьому зовсім не обов'язково, що рейтингова перспектива є провісником зміни рейтингу. Перегляду може і не відбутися. Рейтингова перспектива - це ліпне своєрідний індикатор настрою агенції Standard & Poor's щодо визначеного об'єкта, що свідчить про те, що якщо буде переглядатися рейтинг даного об'єкта фінансової діяльності, то, швидше за все, він буде переглянутий у напрямку рейтингової перспективи.

Standard & Poor's виділяє, такі рейтингові перспективи:

- Positive - рейтинг може бути підвищений.
- Negative - рейтинг може бути знижений.
- Stable - швидше за все, рейтинг змінюватися не буде.
- Developing - рейтинг може бути як підвищений, так і знижений.
- N. M. (not rainingful) - перспектива не визначена.

1. Найбільш відомі фондові індекси США:

- а) - промисловий індекс Доу Джонса (DJIA); транспортний індекс Доу Джонса (DJTA); комунальний індекс Доу Джонса (DJUA); зведена середня Доу Джонса (DJCA); S&P 500; NASDAQ; зведений індекс NYSE; зведений індекс A MEX; Russell — 3000; Wilshire — 5000;
- б) - промисловий індекс Доу Джонса (DJIA); транспортний індекс Доу Джонса (DJTA); комунальний індекс Доу Джонса (DJUA); зведена середня Доу Джонса (DJCA); NASDAQ; зведений індекс NYSE; зведений індекс AMEX; Russell — 3000; Wilshire — 5000;
- в) - промисловий індекс Доу Джонса (DJIA); комунальний індекс Доу Джонса (DJUA); зведена середня Доу Джонса (DJCA); S&P 500; NASDAQ; зведений індекс NYSE; зведений індекс A MEX; Russell — 3000; Nikkei — 225; Wilshire — 5000.

2. Рейтинг Ваа агенції «Moody's Investors Service» для довгострокових зобов'язань означає, що:

а) папери середнього ступеня якості. Основна сума боргу і відсотки у даний час захищені, але існує деяка ненадійність у перспективі. Такі папери не мають характерних інвестиційних рис і в той же час мають деякі спекулятивні характеристики;

б) папери мають спекулятивні характеристики. У даний час основна сума боргу і відсотки вважаються захищеними, проте майбутнє непередбачуване;

в) папери цієї групи не мають ознак привабливих інвестицій. Основна сума і відсотки у довгостроковій перспективі захищені слабо.

3. Емітенти, що позначені цим індексом «Moody's Investors Service», для короткострокових боргових зобов'язань мають достатню спроможність погашати короткострокові борги. Емітенти цієї групи у значній мірі залежать від кон'юнктури ринку. Нестабільність прибутків може призвести до потреби у відносно високих кредитах і зростання відношення позичкового і власного капіталу. Таким емітентом присвоюється рейтинг:

а) Prime — 1;

б) Prime — 2;

в) Prime — 3;

г) Not prime.

4. У даний час за цими облігаціями вчасно виплачуються відсотки, але малоімовірно, що у довгостроковій перспективі фінансові зобов'язання будуть сплачуватися з такою ж пунктуальністю. Агенція «Standard & Poor's» присвоює таким довгостроковим зобов'язанням рейтинг:

а) BBB;

б) BB;

в) B;

г) CCC.

5. Короткострокові зобов'язання адекватно захищені, але погіршення ситуації призведе до послаблення ооржника і поставить під погрозу своєчасність платежів. Агенція «Standard & Poor's» присвоює таким короткостроковим борговим зобов'язанням рейтинг:

а) A — 1;

б) A — 2;

в) A — 3;

г) A — 4.

6. Характеризуючи динаміку інвестицій рейтингу, агенція «Standard & Poor's» рейтинги, що можуть у перспективі знизитися, або підвищитися, кваліфікує як:

а) Positive;

б) Negative;

в) Stable;

г) Developing;

д) N. M. (not minindful).

ТЕМА 9. СТРАТЕГІЯ ЗАЛУЧЕННЯ І ВИКОРИСТАННЯ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

9.1. Необхідність і сутність селективного регулювання іноземних інвестицій.

9.2. Проблема обсягів залучення іноземних інвестицій.

9.3. Селекція інвестицій за суб'єктами, розмірами і термінами.

9.4. Форми стимулювання і критерії обмеження іноземної інвестиційної діяльності.

9.5. Концепція “інвестиційних полів” і активізація прямого іноземного інвестування.

9.1. Необхідність і сутність селективного регулювання іноземних інвестицій.

Сучасна інвестиційна політика країн повинна орієнтуватись на нарощування інвестиційних ресурсів, послідовного збільшення частки капітальних вкладень у ВВП, поліпшення структури інвестиційних джерел та оптимізації напрямів їх вкладення. З цією метою урядами країн розробляються довготермінові стратегії розвитку інвестиційного потенціалу, його ефективне використання передусім у реальному секторі економіки.

Для нормалізації процесу відтворення норма чистих заощаджень повинна зрости не менше як до 20% ВВП. *Інструментами реалізації цього завдання можуть стати:*

- послаблення податкового навантаження та товаровиробників;
- інтенсивне оновлення основних фондів засобами амортизації;
- всебічний розвиток системи лізингу машин і обладнання;
- зменшення витратного навантаження на економіку з боку незадіяних виробництв, виведення з експлуатації фізично зношених основних фондів;
- запровадження ефективної системи страхування інвестицій;
- узгодження грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики із завданням інвестиційної стратегії.

Методологічну основу формування системи селективного регулювання іноземної інвестиційної діяльності становлять кількісні та якісні критерії щодо:

- *загальних обсягів залучення іноземних інвестицій* – з урахуванням співвідношення внутрішніх та зовнішніх джерел фінансування національної економіки, зовнішньої заборгованості і забезпечення критичного імпорту;

- *розміру та термінів конкретних іноземних інвестицій* – з визначенням його мінімальної межі для входження в поле пільгового режиму;

- *суб'єктів іноземного інвестування* – задля оптимізації структури капіталу з точки зору його інституційної природи (державний, приватний, міжнародних організацій, змішаний) та цільової орієнтації (прямі і портфельні інвестиції), а також оцінки позитивних та негативних аспектів інвестиційної діяльності в країні транснаціональних корпорацій;

- *джерел іноземних інвестицій* (первинних та реінвестицій) та їх *видів* (фінансові, товарні, інтелектуальні).

9.2. Проблема обсягів залучення іноземних інвестицій.

Загалом економічне зростання забезпечується збільшенням обсягів основних факторів виробництва — праці і капіталу.

В країнах з перехідною економікою використання капіталу як такого дає значно нижчий (у порівнянні з країнами з розвинутою економікою) ефект. Це в певній мірі пояснюється тими обставинами, що ціни в таких країнах незначно реагують на попит і пропозицію, фактори виробництва не реагують на економічні стимули, наявні недосконалість ринку та високий рівень монополізації, структурна недосконалість економіки тощо. Проблеми та труднощі економічного розвитку у трансформаційний період пов'язані з тим, що внутрішнє споживання є занадто великим, а заощадження — від'ємними, що, в свою чергу, не дозволяє збільшити обсяги ВВП.

За таких умов без масштабного залучення іноземного капіталу у формі кредитів, прямих та портфельних інвестицій стають неможливими не тільки економічне зростання, а й усталена економічна стабілізація.

Разом з тим, важливо забезпечити певний баланс між обсягами внутрішнього та зовнішнього фінансування національної економіки. Світовий досвід, зокрема, показує, що зовнішні (іноземні) інвестиції формують незначну частину сукупних капіталовкладень у національній економіці.

Одночасно важливо враховувати реальний міжнародний інвестиційний потенціал - вільні світові інвестиційні ресурси є достатньо обмеженими. Так, за інформацією Світового банку, потреба в інвестиціях більш ніж у 200 разів перевищує їх пропозицію. Враховуючи, що більшість розвинених країн протягом останніх 4—5 років переживали стадію економічного підйому (у США, наприклад, індекс Доу-Джонса-30 у період з 1995 по 1999 рр. зріс з 3850 до 9600 пунктів). Питома вага східноєвропейських країн з перехідною економікою у щорічних обсягах прямого інвестування складає 3—5%.

Проблема регулювання обсягів залучення іноземного капіталу в економіку можлива і за допомогою крупних кредитів, в тому числі від міжнародних фінансових організацій.

Принципово важливою для перспектив розвитку іноземного інвестування є *проблема зовнішньої заборгованості*. Насьогодні не менш загрозливими є наступні обставини: по-перше, обмежені наявні можливості та низький потенціал обслуговування зовнішнього боргу призводить до необхідності його постійної реструктуризації, що дуже нагадує славнозвісні “боргові піраміди”.

По-друге, загальна тенденція нарощування обсягів обслуговування зовнішнього боргу супроводжується виникненням “пиків”, коли у короткий термін необхідно мобілізувати на такі цілі значні ресурси, оскільки ми маємо нераціональну структуру зовнішнього боргу з превалюванням короткотермінових приватних кредитів .

Зважаючи на можливість не лише позитивного, а й негативного впливу іноземного кредитування та інвестування на національну економіку в умовах їх глобальної залежності, важливо посилити регулятивну функцію держави щодо пропорцій внутрішнього і зовнішнього інвестування. Важливо, щоб по-перше, заходи відповідної політики повинні бути синхронізованими із масштабами і напрямками ринкової трансформації. З одного боку, вирішення сучасних проблем інвестування є передумовою здійснення успішних ринкових реформ, а з іншого – притік інвестицій та їх ефективне використання неможливі без успіху ринкових трансформацій. Інвестиції, таким чином, є і передумова, і, одночасно, наслідок проведення ефективних економічних реформ. І якщо за вихідне беруться реформи, то зв'язок визначається етапністю ринкових перетворень (лібералізація, приватизація, макроекономічна стабілізація, пожвавлення економіки з переходом до економічного зростання). Відсутність явного і усталеного пожвавлення економіки багато в чому обумовлена саме відсутністю пріоритету формування інвестиційного потенціалу при реалізації економічних перетворень. Вихід, що забезпечить у таких умовах внутрішню і зовнішню інвестиційну активність, а значить, і подолання кризи, бачиться в пошуку варіантів динамічної і оживляючої стабілізації.

9.3. Селекція інвестицій за суб'єктами, розмірами і термінами.

З точки зору суб'єктів інвестування принципове значення мають інвестиційні взаємовідносини із транснаціональними корпораціями. Світовий досвід свідчить про певну трансформацію поглядів на “плюси” і “мінуси” інвестування ТНК у національній економіці. Акценти зміщуються на позитивний вплив ППІ транснаціональних корпорацій, що пов'язано з можливостями прямого доступу до передових технологій, бо це не тільки розвиває експортний потенціал, а й створює нові робочі місця. Негативний вплив ТНК можна нейтралізувати заходами з транснаціоналізації національної економіки України, зокрема, шляхом формування фінансово-промислових груп, здатних забезпечити баланс національних інтересів з мотивацією зарубіжних ТНК.

Селекція іноземних інвестицій за термінами їх вкладення має враховувати два аспекти. Стимулювати потрібно насамперед середньо- та довготермінові іноземні інвестиції. Одночасно важливим резервом залучення іноземного підприємницького капіталу залишається стимулювання невеликих короткотермінових капіталовкладень, коли зменшуються ризики іноземних інвесторів, оперативно використовуються їх вільні ресурси.

Стимулювання середньо- та довготермінових первинних іноземних інвестицій і, особливо, реінвестицій може забезпечити розширення прав іноземних інвесторів на власність і їх активну участь у приватизації. Тим більше що це створить умови для обмеження “втечі” капіталів з країни.

Впливаючи на видову структуру іноземного інвестування, необхідно орієнтуватись на перехід від товарних та фінансових інвестицій до інтелектуальних (“ноу-хау”) або матеріалізованих у сучасних технологічних процесах.

Напрями, галузева та регіональна структура використання іноземних інвестицій у їх вільній частині* формуються у відповідності з певними пріоритетами.

Галузевій (секторіальній) селекції іноземних інвестицій передуює аналіз конкурентоздатності і потенційних джерел внутрішнього та зовнішнього фінансування галузей (секторів) національної економіки з виділенням: а) галузей та виробництв, пріоритетних для іноземного інвестування; б) секторів та галузей, де діяльність іноземних інвесторів обмежується; в) галузей, закритих для іноземного капіталу. Подальша деталізація галузевих пріоритетів орієнтує іноземних інвесторів на конкретні інвестиційні проекти. Це, з одного боку, забезпечить їх адресність та ефективність, а з іншого – буде відповідати західній технології реалізації крупних зарубіжних інвестицій.

Спеціального обґрунтування потребують проекти із залученням іноземних інвестицій у сфері послуг. З одного боку, в галузевій структурі міжнародних інвестицій спостерігається довготермінова усталена тенденція до зменшення питомої ваги видобувних та обробних галузей і збільшення сфери послуг, що зумовлене загальним підвищенням ролі послуг у економічному житті, специфікою послуг, коли здебільшого виключається можливість експорту послуг окремо від капіталу, та розвитком матеріальної бази послуг, особливо у сфері комунікацій тощо. З іншого боку, саме у сфері послуг (банківська справа, телекомунікації, внутрішній транспорт тощо) традиційно діють обмеження для іноземного інвестування з метою захисту цих життєво важливих сфер від зовнішнього впливу.

У контексті перспектив глобалізації небезпечною може стати переважно інфраструктурна, а не технологічно-інноваційна орієнтація. В той час, коли економічний розвиток переводиться на нову технологічно-інноваційну основу, зосередження вкрай обмежених інвестиційних ресурсів в одній сфері видається принаймні необґрунтованим.

9.4. Форми стимулювання і критерії обмеження іноземної інвестиційної діяльності.

Визначення *регіональних пріоритетів* розвитку іноземної інвестиційної діяльності має принципове значення для становлення національної економіки як збалансованої системи галузевих та територіальних взаємовідносин. Нерівномірність територіального розміщення економічного потенціалу не тільки спричинює суттєві соціально-економічні диспропорції, а й обумовлює відповідну деформованість структури експорту та зовнішньоекономічних зв'язків у цілому. Багатокритеріальні селективні підходи створюють середовище, в якому іноземні інвестиції реалізуються в умовах пільгового, обмежувального або національного режимів. Сучасними формами заохочення іноземної інвестиційної діяльності шляхом забезпечення пільгового режиму є: фінансово-кредитне

* У сучасних умовах значна частина іноземних інвестицій має використовуватись для забезпечення критичного імпорту

та податкове стимулювання, стимулювання інфраструктурного забезпечення, стимулювання конкретних проектів, протекціоністські заходи (табл.).

Таблиця

Форми стимулювання іноземної інвестиційної діяльності

Форми	Інструменти
1. Фінансово-кредитне стимулювання	1.1. Безпроцентні кредити 1.2. Пільгові кредити 1.3. Інвестиційні гарантії
2. Податкове стимулювання	2.1. Зниження ставки податку 2.2. Податкові угоди з іншими країнами 2.3. Зняття податків на реінвестиції 2.4. Безмитний імпорт обладнання та/або сировини 2.5. Прискорена амортизація 2.6. Податкові кредити
3. Стимулювання інфраструктурного забезпечення	3.1. Надання землі у безкоштовне користування або за пільговими цінами 3.2. Надання будівель і споруд у безкоштовне користування або за пільговими цінами 3.3. Субсидії на користування енергією 3.4. Транспортні гранти 3.5. Пільги щодо фрахту
4. Стимулювання конкретних інвестиційних проектів	4.1. Гранти (цільове фінансування) ресурсо- і природозберігаючого обладнання 4.2. Гранти (цільове фінансування) проектів, орієнтованих на підвищення кваліфікації і перепідготовку кадрів, поліпшення умов праці 4.3. Сприяння в проведенні техніко-економічних обґрунтувань проектів 4.4. Гранти (цільове фінансування) на проведення науково-дослідних та проектно-конструкторських робіт.
5. Протекціоністські заходи	5.1. Тарифи та нетарифні інструменти

Слід зазначити, що протекціоністські заходи (п.5 табл.) по захисту окремих галузей від зарубіжних експортерів є важливим стимулом для іноземних інвесторів, котрі переважно освоюють за допомогою прямих інвестицій ринки, закриті для зарубіжних товарів та послуг. Це, в свою чергу, робить доцільним узгодження та синхронізацію напрямів і конкретних форм регулювання іноземної інвестиційної та експортно-імпоротної діяльності.

Виходячи з інтересів національної безпеки, враховуючи стан і перспективи розвитку сфер і галузей, важливих для життєзабезпечення країни, виділяються галузі, які будуть закриті для іноземного капіталу, та галузі, де участь іноземного капіталу так чи інакше обмежуватиметься: безпосередня експлуатація природних ресурсів, стратегічні об'єкти виробничої інфраструктури, телекомунікації, супутниковий зв'язок, банківська і страхова сфери.

Типовими інструментами обмеження іноземної інвестиційної діяльності є обмеження на частку іноземного інвестора у СП; ліцензії та дозволи, високі ставки податків, обмеження на репатріацію прибутку, прямі галузеві (об'єктні) обмеження.

Обґрунтована обмежувальна політика забезпечує баланс між внутрішніми та зовнішніми джерелами інвестування у стратегічно важливих сферах та галузях, дає змогу цілеспрямовано проводити структурну перебудову національної економіки, захищає культурне середовище України від негативного зовнішнього впливу.

Для іноземних інвестицій, які не підпадають під пільгові або обмежувальні режими, застосовується національний режим. Важливо наголосити, що макроекономічний інтеграційний ефект за рахунок використання іноземних інвестицій досягається країнами, уряди котрих провадять системну політику, яка відбиває не лише макроекономічні пріоритети, а й враховує стратегічні аспекти інвестиційної поведінки іноземних фірм. Це принципово важливо для розвитку *прямого іноземного інвестування*.

9.5. Концепція “інвестиційних полів” і активізація прямого іноземного інвестування.

Для дослідження проблем використання іноземних інвестицій в розвитку виробничо-експортного потенціалу **пропонується концепція “інвестиційних полів”**. Ця концепція містить у собі макроекономічний підхід до вибору напрямків іноземного інвестування в національну економіку і враховує стратегічні особливості інвестиційної поведінки зарубіжних фірм.

Макроекономічну систему інвестування полів (загального, виробничо-експортного, детермінуючого впливу іноземних інвестицій) формують внутрішні фактори конкурентоспроможності (національний “даймонд” за М. Портером) та відповідні інвестиційні пріоритети. Особливо важливою є оцінка тих секторів виробничо-експортного потенціалу, де мобілізуючий ефект іноземних інвестицій може бути найбільшим (поле детермінуючого впливу іноземних інвестицій).

Об’єднання специфічних параметрів інвестиційної привабливості України із загальними мотиваційними групами моделі OLI визначає основні рішення щодо масштабів інтерналізації та ризику і формує поле інвестиційних інтересів іноземних суб’єктів міжнародного бізнесу (рис.).

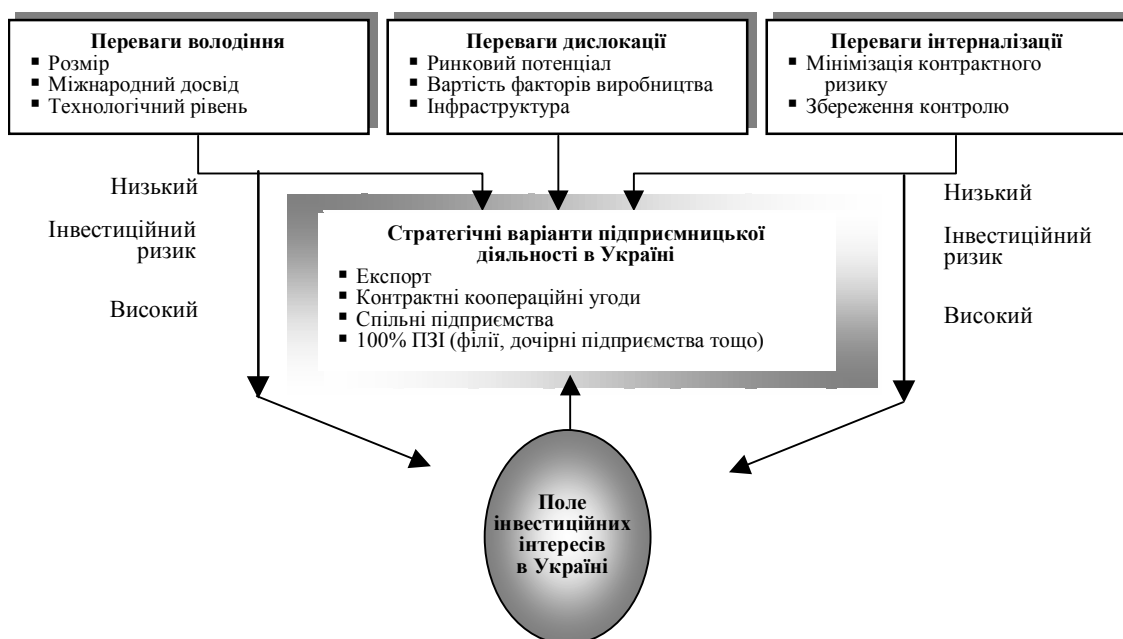


Рис. Стратегічна модель формування поля інвестиційних інтересів іноземних суб’єктів міжнародного бізнесу

Найбільшої уваги заслуговує, безперечно, зона А, в якій досягається баланс між мотивацією іноземних інвесторів і стратегічними інтересами підвищення міжнародної конкурентоспроможності підприємств. Ця зона є найважливішою з точки зору розробки комплексу стимулюючих заходів щодо залучення іноземних інвестицій, який би включав як макроекономічні рішення, так і рішення, що стосуються внутрішньонаціонального фінансування, насамперед розвитку інфраструктури.

Зауважимо також, що зміст подальших досліджень щодо результативності цих заходів має базуватися на розумінні динамічності конфігурації та розміру кожної із зон, що розглядаються, з урахуванням пріоритетності збільшення якісних та

кількісних параметрів зони А. Саме на це мають орієнтуватися аналіз та пошук рішень відносно іноземних інвестицій, які дислокуються в зонах В, Е і F та тих, які в зв'язку з можливими змінами в полі 4 можуть виникнути у зонах С, Е та G (рис.).

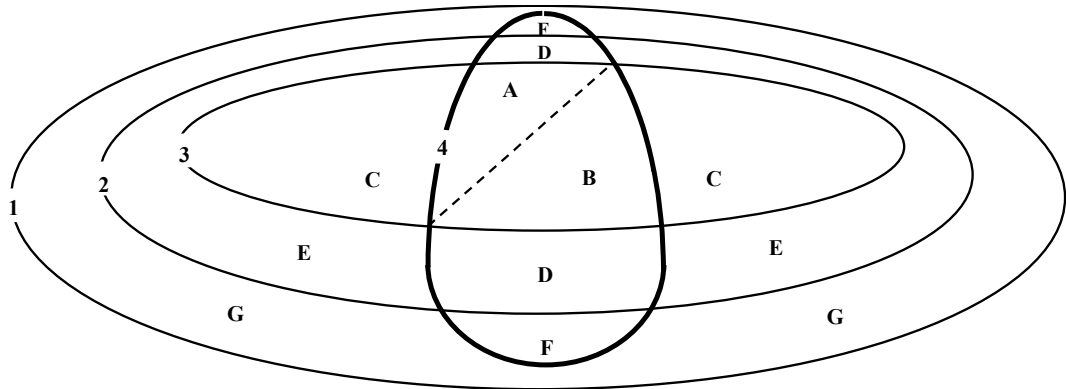


Рис. Зони А-Г в системі інвестиційних полів

Поля:

1 – загальне інвестиційне поле України;

2 – поле виробничо-експортного потенціалу підприємств;

3 – поле детермінуючого впливу іноземних інвестицій;

4 – поле інвестиційних інтересів іноземних суб'єктів міжнародного бізнесу в Україні.

В цілому, концепція “інвестиційних полів” дає змогу виділити ті галузі та підгалузі, де може бути досягнута найбільша результативність участі іноземного капіталу в мобілізації виробничо-експортного потенціалу підприємств на основі збалансованості мотивації останніх з інвестиційними пріоритетами зарубіжних суб'єктів міжнародного бізнесу.

1. Довготермінові стратегії розвитку інвестиційного потенціалу включають:

А) посилення податкового навантаження та товаровиробників

Б) запровадження ефективної системи страхування інвестицій

В) блокування системи лізингу машин і обладнання

2. Визначення загальних обсягів залучення іноземних інвестицій необхідне для:

А) оптимального співвідношення внутрішніх та зовнішніх джерел фінансування національної економіки, зовнішньої заборгованості і забезпечення критичного імпорту

Б) визначенням мінімальної межі для входження в поле пільгового режиму

В) задля оптимізації структури капіталу з точки зору його інституційної природи

3. Галузевий (секторіальний) селекції іноземних інвестицій передусє аналіз:

А) конкурентоздатності і потенційних джерел внутрішнього та зовнішнього фінансування галузей (секторів) національної економіки

Б) ролі послуг у економічному житті

В) економічний розвиток переводиться на нову технологічно-інноваційну основу

4. Сучасними формами заохочення іноземної інвестиційної діяльності шляхом забезпечення пільгового режиму є:

А) захист окремих галузей від національних експортерів

Б) ринки закриті для зарубіжних товарів та послуг

В) фінансово-кредитне та податкове стимулювання

5. Типовими інструментами обмеження іноземної інвестиційної діяльності є:

А) дозвіл на репатріацію прибутку

Б) ліцензії та дозволи, високі ставки податків

В) низькі ставки податків та обмеження на репатріацію прибутку

6. Концепція “інвестиційних полів” – це :

А) об'єднання специфічних параметрів інвестиційної привабливості

Б) баланс між мотивацією іноземних інвесторів і стратегічними інтересами підвищення міжнародної конкурентоспроможності підприємств

В) макроекономічний підхід до вибору напрямків іноземного інвестування в національну економіку