

Международный финансовый рынок в системе финансовых потоков трансграничных банков и компаний

С.В.Ноздрев

Расширение мирохозяйственных связей выдвинуло необходимость формирования международного финансового рынка, обеспечивающего аккумуляцию и перераспределение финансовых ресурсов в соответствии с объёмом и динамикой спроса и предложения на них на мировом рынке капиталов и движением нормы прибыли. Сложившаяся структура МФР в значительной мере отвечала потребностям финансовых рынков развитых стран, обеспечивающих первоначально движение капитала и денежных ресурсов в национальных границах, и в значительной степени соответствует структуре этих рынков (рынок капиталов, валютный рынок, денежный рынок и др.).

УДК 339.7
ББК 65.268
Н-781

Сильнейшее воздействие на размеры и глубину МФР оказали процессы финансовой интеграции, ведущей к устранению барьеров между национальными и международным финансовыми рынками, росту объёмов трансграничных перемещений капитала, формированию новой структуры участников. Развертывающаяся глобализация мировой экономики глубоко затронула международные операции и в конце концов способствовала формированию мирового (глобального) финансового рынка в его современном виде. Складывается качественно новый уровень глобальной финансовой системы, основанный на расширяющейся сети организаций и компаний для оказания различного рода транснациональных финансовых услуг на базе использования информационных технологий. Развитие инфраструктуры глобализации финансового рынка обеспечило необходимые условия для более тесного взаимодействия ключевых направлений развития сферы мировых финансов¹.

¹ Золотов А.В. «Развитие финансовых рынков в условиях глобализации», Вестник Московского университета имени С. Ю. Витте. Серия 1. Экономика и управление, №2, 2013, с.81-83



Усиливается взаимосвязь и взаимопроникновение основных сегментов международного финансового рынка и в целом ряде случаев, особенно при количественных сопоставлениях, отделить их друг от друга представляется достаточно сложным и не всегда осуществимым.

Заметное место на международном финансовом рынке занимают сегменты кредитов и ценных бумаг. Их существование становится одним из факторов финансовой глобализации. Процессы, связанные с долговым характером экономики и рынком ценных бумаг во многом составляют основу финансовой глобализации, поскольку большинство стран в мире, испытывая на внутреннем рынке недостаток ресурсов, прибегают к привлечению средств за пределами своих стран. С другой стороны, существует ряд международных рынков, где представлены государственные организации и частные структуры, которые временно располагают возможностью предлагать кредиты и инвестиции в ценные бумаги.

Институционально международный финансовый рынок представляет совокупность кредитно-финансовых учреждений, через которые осуществляются операции с долговыми и долевыми инструментами. В эту группу входят прежде всего в условиях финансовой глобализации транснациональные банковские группировки и транснациональные корпорации, межгосударственные и государственные организации, фондовые биржи, центральные банки, муниципальные институты. При этом международный финансовый рынок имеет ограниченную группу кредиторов и заемщиков, концентрирующуюся прежде всего в группе ТНК и ТНБ, оказывающих существенное воздействие на движение финансовых потоков между странами.

Одной из основных функций международного финансового рынка является обслуживание быстро развивающейся системы рынков инвестиций в реальный сектор, включающей многообразные формы приложения капитала и различные инвестиционные продукты. Существенно расширяется число участников международной инвестиционной деятельности, оказывающих непосредственное влияние на деятельности МФР. Особое место среди объектов инвестирования в этой группе занимает рынок инновационных инвестиций. Он включает, во-первых, инвестиции, осуществляемые с целью подготовки и внедрения инноваций в производство (новые технологии, инновационные проекты), во-вторых, рынок интеллектуальных инвестиций (финансовые и другие контракты, патенты, лицензии, ведущие к возникновению инвестиционных прав), и в целом выполняет функции обеспечения капиталами процессов обновления техники и технологий, создания новых видов конкурентоспособной продукции.

Среди профессиональных участников на международных рынках капитала большое развитие получили инвестиционные банки, которые выступают в роли посредников, с одной стороны, между государством и корпорациями, желающими разместить свои ценные бумаги, и потенциальными инвесторами, как институци-

ональными, так и частными, с другой. Они могут являться учредителями, организаторами эмиссии ценных бумаг, а также гарантами и брать на себя обязанности по определению размера, условий, сроков эмиссии, выбору типа ценных бумаг, а также по размещению и организации вторичного обращения. Несмотря на формальную ликвидацию в США в последние годы разделения между инвестиционно-банковскими и коммерческими банковскими структурами, их определяющими функциями по-прежнему являются эмиссионные операции, организация слияний и поглощений.

Транснациональные банковские операции охватывают целый ряд направлений, операции по которым осуществляются с помощью различных организационных форм. Объемы международного финансирования быстро увеличиваются по сравнению с прошлым десятилетием, помимо Англии и Соединенных Штатов появляются и успешно развиваются новые центры международного финансирования. В то же время международные долговые рынки, каким является евროрынок, продолжают существовать из-за их способности оказывать диверсифицированные финансовые услуги, относительно свободное регулирование. Он подпитывается способностью предложить широкий спектр продуктов и обеспечить их непрерывную инновацию. Помимо евторынка, долговое финансирование также осуществляется через рынок иностранных облигаций, в частности в швейцарских франках, а также возможно международное доленое финансирование через трансграничный листинг акций.

Характер международного финансирования претерпевает постоянные изменения. Они происходят из-за таких факторов, как дерегулирование национальных финансовых систем, инновации продуктов и расширение участия нетрадиционных поставщиков финансовых услуг. Произошел сдвиг в сторону использования прямого, а не косвенного финансирования с целью снизить операционные издержки. В этих условиях рекомендации Банка международных расчетов (БМР) стали играть центральную роль в практике нормативного регулирования.

Современный период транснационального бэнкинга начался в 60-е годы и сопровождался оффшорной активизацией деятельности американских коммерческих банков. В этот период происходило расширение ассортимента и объема продукции, предлагаемой транснациональными банками. Сегодня она включает в себя: а) операции с иностранной валютой, производными ценными бумагами, золотом и драгоценными металлами; б) операции на евторынке; в) заимствования и кредитования в иностранной валюте; г) торговое финансирование; д) зарубежные рынки ценных бумаг; е) предоставление трансграничных корпоративных финансовых ресурсов.

Этот список услуг включает в себя операции, которые также выполняются и обычными банками. Одной из таких операций являются операции с иностранной валютой. Транснациональный же банк определяется как банк, который владеет и контролирует банковскую деятельность в двух или более странах».



Тем не менее, некоторые авторы используют более узкие определения транснационального банкинга для того, чтобы провести различия между международным и транснациональным банковским рынком.

Проблема с данным определением заключается в том, что оно может быть истолковано как банковская деятельность, которая не требует физического присутствия банка за границей. Примером этого являются евторынки. Сравнительно легко для банка принять участие в еврокредитах, финансируя эти кредиты в оффшорах, не устанавливая физического присутствия. Аналогичная ситуация сложилась и в области торгового финансирования и операций с иностранной валютой. Такой банк будет считаться международным, но не транснациональным.

Международные банки, можно считать, охватывают два основных направления. Первое из них, традиционный зарубежный бантинг – это обеспечение сделок в своей валюте нерезидентам. Эти операции обеспечиваются как отечественными, так и зарубежными банками, которые расположены в принимающей стране. Здесь банки участвуют в евробэнкинге, не выходя с внутреннего рынка. Второе направление деятельности включает в себя некоторые виды финансирования торговли. Транснациональные банковские операции отличаются от международных банковских операций местонахождением банка или его подразделений. В частности, транснациональная банковская система характеризуется структурой, имеющей физическое присутствие в какой-либо стране, которое позволяет заниматься предоставлением банковских услуг за пределами страны базирования материнского банка. Это определение включает такие виды деятельности, как некоторые виды операций на зарубежном евромаркете и торговое финансирование и др., которые осуществляются в другой стране, но контролируются банком в стране базирования. Эти виды операций оказывают заметное влияние на формирование финансовых потоков между странами, состояние их платежных балансов.²

В первое десятилетие XXI в. получили дальнейшее развитие транснациональные банковские группировки, созданные на основе крупных частных банков. Их усиление совпадает с дальнейшим ростом финансирования международных операций в мировой экономике, особенно в развивающихся странах. Они стали доминировать на международных финансовых площадках, определяя во многом основные направления кредитной и валютной политики.

Расширение деятельности транснациональных банков на международных рынках капитала способствует концентрации большей части еврокредитных и еврооблигационных операций под их контролем. Наряду с посредническими функциями они выполняют функции непосредственно кредиторов, беря на себя как краткосрочные, так и средне- и долгосрочные обязательства должников.

Возможность аккумулировать капитал на различных инструментальных и региональных рынках дает им возможность направлять их потребителям заемных

² Dalia Marin. ‘Are Multinational Banks Different?’ Discussion . University of Munich for 51st Economic Policy Panel, April 2010, Madrid

средств, в независимости от их страновой принадлежности. Трансформируя огромные по масштабам операций краткосрочные в среднесрочные и долгосрочные средства, они оказывают существенное влияние на политику корпораций.

Важным направлением в деятельности транснациональных банков является тесное взаимодействие с ТНК, как базирующейся в одной стране, так и различных странах. ТНК делегирует средства в ТНБ, последние финансируют операции ТНК, таким образом идя «рука об руку» в расширении своих операций. В то время как ТНК расширяют свои сбытовые и производственные сети, банки увеличивают предоставление им заемных средств и сами осуществляют расширение деятельности в международном масштабе.

В последние годы наблюдается сокращение трансграничных банковских требований, хотя общее состояние глобального банковского бизнеса нельзя определять однозначно. Банки в Великобритании фактически увеличили иностранные активы, в то время как в других европейских странах наблюдался спад. Банки в США, Канаде и Австралии также расширили свои трансграничные операции, но их увеличение не являлось достаточным, чтобы заполнить пространство, оставленное отступающими европейскими банками. В совокупности, трансграничные банковские требования упали на 2,9 трлн долл. с 2007 года. Новые правила по поддержанию капитала и ликвидности, давление со стороны акционеров и регуляторов снизить риски оказали влияние на географические и другие направления деятельности ТНБ³.

Коммерческие банки продали более 722 млрд долл. активов с начала 2007 года; зарубежные операции составляют почти половину этой суммы. На европейские банки приходится более чем половина этих продаж. Например, с 2009 года HSBC осуществил около 70 продаж активов, на сумму более 25 млрд долл. в 32 странах. Credit Agricole дидинвестировал по 27 операциям в 15 странах. Конечно, в то время как некоторые банки продают активы, другие покупают. С 2009 года Scotiabank сделал десять приобретений в Латинской Америке, в том числе бразильские операции Commerzbank и чилийские операции RBS. В результате, европейские банки были нетто-продавцами активов, а банки из Соединенных Штатов и других стран с развитой экономикой были их покупателями⁴.

Банкам, остающимся активными на зарубежных рынках, приходится сталкиваться с изменениями в нормативном окружении тех стран, где они проводят банковские операции. Во время кризиса многие страны обнаружили, что их собственные налогоплательщики спасали банки, которые несли потери на иностранных

3 INTERNATIONAL ECONOMICS. FINANCE AND TRADE. - Vol II - MULTINATIONAL BANKING AND GLOBAL CAPITAL MARKETS, pp. 1-43, United Nations Educational and Scientific Organization, 2009

⁴ World Bank. 2014. Global Financial Development Report 2014: Financial Inclusion. Washington, DC: World Bank, .2014



операциях, или страховали депозиты от сбоя в деятельности иностранных институтов. Поскольку национальные регуляторы принимали меры по ограничению этих рисков, их действия снижали индуцированную банками долю трансграничных потоков капитала.

Трансграничные банковские операции быстро росли в годы, предшествовавшие финансовому кризису с ростом притока кредитования и депозитов с 1,6 трлн долл. в 2000 году до 5,6 млрд долл. в 2007 г. Это усиление активности сопровождалось различными организационными методами проведения таких действий. Рост мировой экономики до мирового финансового кризиса и повышение роли развивающихся стран существенно расширяют функции ТНБ и ТНК. Во-первых, усиление роли ТНБ на международном финансовом рынке происходит благодаря использованию ими увеличивающихся доходов от экспорта нефти и рефинансирования долговых обязательств развивающихся стран. Во-вторых, проводимая во многих странах либерализация и изменение подходов к регулированию рынков капитала также вызвала усиление позиций ТНБ. В то же время этот период характеризовался дальнейшим развитием ТНК в связи с реализацией проектов по линии приватизационных программ и региональной интеграции, способствуя дальнейшему укреплению позиций ТНБ. В этот период существенно расширяется значение облигационных займов по линии частных организаций, сопровождающиеся увеличением доли европейских банков⁵.

В целом, существует три формы трансграничных банковских операций. С одной стороны, существует модель дочернего предприятия, когда банки создают отдельное юридическое лицо в принимающей стране. Такие дочерние предприятия имеют свои собственные балансы и им необходимо иметь отдельный капитал для деятельности, которую они выполняют. Кредитование через филиал осуществляется с помощью местного офиса, организуемого в стране-получателе, а «чемоданное» кредитование проводится финансовым учреждением с небольшим или практически без физического присутствия в стране-получателе кредитов. Модели кредитования через филиалы и «чемоданное» кредитование позволяют иностранным организациям использовать их балансы в одной стране для кредитования корпораций в другой.

Нормативный подход к каждой из этих форм трансграничного кредитования варьируется в разных странах. Многие национальные регуляторы не регулируют кредитование само по себе, но требуют только банковскую лицензию для размещения депозитов или других действий. Некоторые из них требуют лицензию для потребительского кредитования, а некоторые также регулируют оптовое трансграничное кредитование. На основании анализа материалов международная

⁵ Ralph De Haas and Iman Van Lelyveld. "Multinational Banks and the Global Financial Crisis: Weathering the Perfect Storm." European bank for reconstruction and Development, December 2011, pp. 4-6

юридическая фирма Clifford Chance приходит к выводу, что в большинстве стран из выборки в 43-страны не было явных правил для иностранных лиц для трансграничного «чемоданного» кредитования отечественных корпораций. Рост таких видов трансграничного кредитования, как «чемоданное» кредитование не требует физической инфраструктуры в юрисдикции заемщика. В большинстве стран, нормативные барьеры для создания филиалов были довольно низкими для авторитетных банков до финансового кризиса.

Европейский союз даже пошел на один шаг дальше: его правила «паспортизации» позволяют его банкам открывать филиалы и проводить все банковские операции, в том числе принимать вклады в других государствах-членах. С другой стороны, такие страны, как Саудовская Аравия, запретили большинство видов иностранного кредитования и выдают только ограниченное число банковских лицензий иностранным банкам. Но правила, касающиеся «чемоданного» кредитования не сильно изменилась со времен финансового кризиса. Большинство стран разрешают эту деятельность, потому что кредитору последней инстанции ясна страна-получатель. Но некоторые страны ввели ограничения с целью избежать внезапной остановки притока средств, при которой трансграничное кредитование иностранными банками быстро сокращается во время стрессовых ситуаций и ускоряет кризис.

Оказание жесткого регулирующего контроля над иностранными банками сопровождается определенным двойным подходом. Дочерние компании позволяют регуляторам применять свои собственные стандарты для иностранных банков, сводить к минимуму риск оттока капитала и снизить бремя местных налогоплательщиков по спасению банков. Однако, поскольку дочерние компании должны быть капитализированы и финансируются отдельно, это приводит к «ловушке общего капитала и ликвидности». Такие нормы регулирования уменьшают кредитный потенциал банковской группы в целом и ограничивают возможность использования избытка депозитов в одной стране для кредитования в другой. Это также повышает банковские издержки в принимающей стране и может подорвать «экономии масштабов». В результате, иностранные банки могут принять решение не выходить на какие-то мелкие или более жесткие с точки зрения регулирования рынки вообще, таким образом, ограничивая конкуренцию, а также потенциально лишая местных заемщиков возможности привлечения международных ресурсов. Влияние принятых решений в этом направлении уже ясно обозначилось. За прошедшие четыре года, трансграничное кредитование через филиалы в Европе снизилось в два раза сильнее, чем внешнее кредитование через дочерние компании.

В свете этих и других новых нормативных тенденций, преимущества глобальной экспансии для крупных банков, похоже, идут на убыль. В то время как иностранное присутствие может приносить прибыль банкам и принимающим странам, деятельность по трансграничному кредитованию будет проводиться на более



выборочной основе. Это потребует от банков принятия новых стратегий и создания новых организационных структур, но и делает возможным участие новых посредников, доля которых повысится.

Для международного финансового рынка существует ограниченный доступ заемщиков и инвесторов вследствие громадного оборота финансовых ресурсов, приходящихся на одну компанию. Основным заемщиком и инвестором на этом рынке являются ТНК, правительства и международные финансовые организации. В то же время поставки внутри организационных единиц ТНК расширяют возможности внутрикорпоративного финансирования.

ТНК оказывают сильнейшее воздействие на формирование международных финансовых потоков. Поскольку внутренние финансовые ресурсы транснациональных корпораций не в полной мере могут обеспечить их финансовые потребности, они активно прибегают к использованию внешних источников финансирования. В этой связи создается система относительно независимых финансовых потоков от страны базирования материнской компании. При этом эти источники могут быть более емкими и эффективными по сравнению с источниками как материнской компании, так и страны базирования.

Политика в сфере финансового ресурсного объема определяется взаимоотношениями между головной компаниями и ее подразделениями и реализуется путем организации движения финансовых потоков. При этом следует иметь в виду, что хотя управление внешними финансовыми ресурсами в значительной степени сложнее и связано с дополнительными затратами, в то же время оно обладает целым рядом преимуществ по сравнению с финансовыми ресурсами, находящимся во владении компаний:

- большая способность адаптации к международным и местным финансовым условиям, а именно:
- более разнообразные и дифференцированные источники привлечения средств.

Внешние финансовые ресурсы, полученные транснациональными корпорациями, могут быть квалифицированы по целому ряду признаков с точки зрения возможности привлечения средств на международных финансовых рынках. В конечном итоге казначейство ТНК выбирает ту или иную схему привлечения финансовых ресурсов и определяет риски, которым подвергается компания при операциях на международных рынках капитала.

В целом для ТНК характерна высокая степень взаимодействия с ее дочерними структурами, в то же время деятельность дочерних подразделений ТНК, действующих в различных странах, потребовала особой организации финансов, учитывающих мотивацию инвестирования и риски международного бизнеса. Необходимо учитывать финансовые условия функционирования каждого подразделения корпорации, которые определяются законодательством и регулирующими нормами

страны базирования и страны нахождения компании, а также потребностями координации действий всех подразделений.

С позиции финансового менеджмента большое значение имеет также классификация внешних ресурсов с точки зрения рынков финансовых инструментов. Здесь рынки подразделяются на валютный, кредитный, инвестиционный, куда входит и рынок международных ценных бумаг. Специфика в привлечении и использовании финансовых рынков определяется финансовыми инструментами, участниками, правовой информацией, контролирующими и надзорными органами. Большое значение здесь имеет и классификация по срокам – долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные финансовые инструменты, поскольку это определяет назначение средств⁶.

Поскольку ТНК обычно инвестируют в долгосрочные проекты, их возможности реализовать поставленные цели во многом зависят от перспектив привлечения финансирования на длительные сроки. Финансовые менеджеры должны иметь полное представление о возможных источниках долгосрочных средств для финансирования международных проектов, позволяющих максимизировать производственные и финансовые ресурсы. Имея доступ как к отечественным, так и к зарубежным источникам, казначейство ТНК должно рассмотреть возможные способы финансирования – размещение акций или долговых инструментов, стоимость этого финансирования и риски, связанные с каждым источником.

Глобальная деятельность транснациональных корпораций и банков теснейшим образом связана с привлечением средств международного рынка ценных бумаг, которые находят все более широкое применение наряду с валютными и кредитными инструментами⁷.

Средства, аккумулируемые в ходе эмиссии и размещения долевых ценных бумаг являются для многих корпораций источником значительных финансовых ресурсов. Частные лица, внешние предпринимательские структуры, государственные корпорации принимают непосредственное финансовое участие в формировании основных фондов и оборотных средств. В целом ряде корпораций это и наиболее крупный объем привлекаемых ресурсов.

В качестве одного из вариантов финансирования предлагаются акции на глобальной основе, т.е. эмиссия акций осуществляется в стране базирования и в одной или нескольких зарубежных странах. Такой вариант рассматривается, чтобы получить частичное финансирование в валюте, необходимой для финансовых

⁶ Eun, Cheol S.; Resnick, Bruce G.. International Financial Management, pp. 54-66, 6th Edition. New York, NY: McGraw-Hill/Irwin, 2011.

⁷ www.ukessays.com › Essays › Finance, «Factors That Are Influencing Multinational Corporations Finance Essay»



операций дочерних предприятий за границей. Кроме того, глобальное размещение способствует повышению их престижа корпорации. Иностранцы инвесторы также заинтересованы в глобальном предложении, если ТНК размещает акции в количестве, необходимом для поддержания ликвидности. Таким образом листинг акций проводится и в другой стране с тем, чтобы зарубежные инвесторы могли торговать ими на фондовом рынке.

Далее, они могут предложить частное размещение капитала финансовым организациям в стране, где они расширяют свою сферу деятельности. Частные размещения являются выгодными для корпораций поскольку они снижают операционные издержки. Тем не менее, ТНК путем частного размещения могут не получить все средства, которые им требуются. В этом случае финансирование должно исходить из ограниченного числа крупных инвесторов, которые готовы поддерживать инвестиции в течение длительного периода времени, так как акции имеют ограниченную ликвидность.

В 90-е годы и первые два десятилетия XXI в. одним из основных «двигателей» финансов компаний было быстрое развитие международного сегмента IPO и SPO. В зависимости от поставленных целей транснациональные компании и банки использовали этот метод привлечения капитала либо комбинировали с другими методами финансирования – схемами привлечения стратегических инвесторов или венчурных инвестиций.

В целом мировой рынок публичных размещений, несмотря на достаточно высокий потенциал расширения, сохраняет достаточно большую амплитуду колебания. Согласно статистике компании «Деалоджик», после того как рынок IPO в 2013 г. сократился в 2014 г. вновь отмечался его рост до 263 млрд долл., увеличившись на 49%, не достигнув только уровня 2010 г. (281,3 млрд долл.). По количеству сделок (1234 сделки) этот год был значительно лучше предыдущего года – рост на 52%. В 2014 г. состоялись первичные размещения таких транснациональных компаний и банков, как «Алибаба Групп Холдингс» (25,0 млрд долл.), «Нэшнл Коммершал Бэнк» (6,0 млрд долл.), «Медибанк Прайвит» (4,9 млрд долл.). По отдельным отраслям экономики лидировали компании, связанные с новыми технологиями – 59,9 млрд долл., а также сфера финансов – 38,5 млрд долл., вдвое больше чем в предыдущем году (19,2 млрд долл.). Страны Азии аккумулировали наибольшую часть средств – 106,8 млрд долл., за ними следовали Европа, Ближний Восток и Африка- 87,8 млрд долл., а затем США – 83,8 млрд долл.⁸

Выход компании на IPO является стратегическим решением и определяется целой группой факторов – этапом развития компании с точки зрения жизненного цикла, соответствием круга инвесторов, на который ориентируются компании, кругу инвесторов выбранной фондовой биржи, преимуществами включения в фондовый индекс и др. Среди основных факторов, определяющих выбор бирже-

⁸ EY Global IPO Trends, 2014.EY.com

вой площадки, ведущими являются состояние ликвидности, её инвестиционная база, информационная обеспеченность, предъявляемые требования к компании в ходе подготовки к листингу и после его прохождения, степень её готовности соответствовать предъявляемым на постоянной основе требованиям финансового рынка и регуляторов. Среди биржевых площадок в последние годы наибольший объем сделок приходится на американские биржи – в 2014 г. Нью-Йоркская фондовая биржа – 71,1 млрд долл., и НАСДАК – 23,3 млрд долл., на которых прошли наиболее крупные IPO азиатских компаний.

Кроме того, ТНК могут участвовать в частном размещении акций в своей стране или в том иностранном государстве, где они активизируют свою деятельность. Корпорации также имеют возможность получать долгосрочные кредиты в своей стране или в стране, где они предполагают расширять свои операции. Большинство ТНК получают основное доленое финансирование в своей стране, в то время как финансирование долговых обязательств часто имеет место в зарубежных странах.

Когда ТНК рассматривают возможность финансирования через размещение долга, они имеют аналогичный с долевыми инструментами набор опций. Корпорации могут осуществить публичное размещение долга в своей собственной стране, либо выступить с глобальным предложением долга.

ТНК используют комплекс различных инструментов для обеспечения ликвидности. Одним из эффективных инструментов является эмиссия евровекселей. Такие векселя обычно эмитируются сроком на один три или шесть месяцев под плавающий процент рассчитываемый на базе ставки *libor*. Однако многие транснациональные корпорации применяют конверсионных схемы и немедленно после окончания срока действий своих векселей пролонгируют на новый обычно аналогичный срок. Кроме евровекселей, с целью привлечения внешних краткосрочных финансовых ресурсов ТНК активно используют эмиссии т.н. европейских коммерческих бумаг. Эмиссия этих бумаг осуществляется, как правило, без привлечения андеррайтинговых синдикатов.

Значительную поддержку корпорациям в трансформации краткосрочных средств в долгосрочные оказывают ТНБ. Мобилизуя капиталы, поступающие из разных стран, ТНБ перенаправляют их на международный рынок капиталов, но уже без национального признака. Накопившиеся объемы краткосрочных ресурсов они трансформируют в долгосрочные облигации через различные механизмы, в первую очередь ориентируясь на первоклассных заёмщиков, т.е. ТНК

Наиболее распространенными в международной практике инструментом привлечения внешних финансовых ресурсов являются долгосрочные корпоративные облигации. Специфика структуры и функционирования транснациональных корпораций предопределяют тщательный выбор валюты эмиссии корпоративных облигаций. Особое место занимает такой вид долговых обязательств, как суборди-



нированный долг. Эти долговые обязательства занимают подчиненное место по отношению к «нормальным» кредитам, их ранг по погашению идет после других долговых обязательств в случае ликвидации или банкротства компании. Данная форма долга используется компаниями или частными покупателями, которые близки с кредитуемой организацией, но предпочитают вкладывать средства не в виде покупки акций, а в виде предоставления средств в долг. В силу подчиненности по отношению к обычному долгу такие кредиты более рискованны и по ним предлагаются повышенные ставки доходности. Характеристики и параметры обязательств корпорации номинированы в долговых ценных бумагах, но при необходимости могут быть скорректированы менеджментом ТНК. Субординированный долг востребован в качестве источника финансирования расширения и развития корпорации, реализации крупных проектов.

В ряде случаев между акционерами ТНК и ее дочерних компаний и держателями облигаций данной корпорации возникают разногласия в отношении выпуска новых облигационных займов, в значительной степени носящих международный характер.

ТНК может использовать новое долговое финансирование для продвижения международных проектов, имеющих высокий потенциал прибыльности, но с большей степенью риска. Это является выгодным для акционеров, но отрицательно отразится на держателях облигаций, которые предоставили кредит ТНК. У облигаций, которые были выпущены ранее, имеется определенная процентная ставка на средства, которые они предоставили ТНК. Обычно процентная ставка отражает риск в тот момент, когда предоставлялись деньги. ТНК же повышает риск после поступления денежных средств, увеличивается вероятность того, что долг не будет погашен. Держатели облигаций пытаются предотвратить действия ТНК путем наложения различных ограничений на действия руководства ТНК, поскольку хотя проект имеет высокий потенциал для получения прибыли, но также высокую вероятность неисполнения, т.е. увеличиваются шансы, что ТНК будет не в состоянии погасить свои долги по данному проекту. На решение о долгосрочном финансировании ТНК обычно оказывают влияние процентные ставки, которые устанавливаются по отдельным валютам. Фактическая стоимость долгосрочного финансирования строится на основе действующей процентной ставки, так и изменениях (в процентах) курса валюты заимствованной в качестве кредита. Так же, как процентные ставки по краткосрочным банковским кредитам различаются по отдельным валютам, в зависимости от валюты меняется и доходность облигаций.

Поскольку облигации, выраженные в иностранной валюте иногда имеют более низкую доходность, чем облигации в валюте страны базирования, ТНК прибегают к выпуску облигаций, номинированных в этих валютах. Например, американские корпорации выпустили облигации в японских иенах, чтобы получить дополнительную прибыль на низких процентных ставках в Японии. Но

поскольку фактические финансовые затраты американской корпорации, выпускающей облигации в иностранной валюте, зависят от курса этой валюты к доллару США в течение всего срока финансирования, нет никакой гарантии, что облигация будет дешевле, чем облигации, деноминированные в долларах. Фирма, занимающая средства, должна осуществлять купонные платежи в валюте номинирования облигации. Если эта валюта станет дороже против исходной валюты, необходимы дополнительные средства, чтобы сделать купонные выплаты. По этой причине, фирмы не всегда номинируют долг в валюте, которая имеет низкую процентную ставку. Таким образом, для того, чтобы принять решение о финансировании в долгосрочной перспективе, ТНК должны: 1) определить объем необходимых средств; 2) прогнозировать цену, по которой она выпускает облигации; 3) прогнозировать периодические значения обменного курса валюты облигаций.

Заметное развитие получил финансовый менеджмент трансграничного движения средств японских ТНК. До начала 80-х годов финансирование прямых иностранных инвестиций японских компаний, в основном, поддерживалось крупными банками и государственными финансовыми структурами. С середины 80-х годов, на фоне расширения зарубежного производства произошел быстрый рост японских капиталовложений за рубежом. В результате либерализации и интернационализации финансирования, свободного перемещения капиталов и отмены валютного контроля, японские предприятия получили определенную возможность мобилизовать необходимые деньги для того, чтобы развивать иностранный бизнес. Тем не менее, они неизбежно сталкивались с растущей потребностью в средствах в условиях расширения предпринимательской деятельности. Таким образом, они должны были разработать эффективную финансовую стратегию вследствие относительного увеличения затрат по аккумулярованию средств. В частности, для такой крупной ТНК, имеющей целый ряд филиалов и дочерних компаний по всему миру, как Matsushita Electric, эффективность аккумулярования внешних средств становилась слишком низкой, и их стоимость слишком высока, если бы каждая дочерняя компания самостоятельно привлекала необходимый капитал для своей деятельности.

В результате, многие японские компании стали учреждать зарубежные организационные единицы с целью повышения эффективности использования аккумуляруемых средств и снижения своих расходов. В этот период были созданы дочерние предприятия японских ТНК для целей финансирования и управления фондами. Это явилось первым бумом создания дочерних предприятий по финансированию, второй бум начался в конце 90-х и был вызван финансовыми реформами в этот период («большой взрыв»).

Первый период сопровождался быстрым ростом прямых иностранных инвестиций и ускоренным развитием управляющих фондов в экономике «мыльного пузыря». Основную роль, которую выполняла дочерняя компания по финансиро-



ванию, было дальнейшее снижение расходов по управлению фондами и ограничение издержек мобилизации средств на финансирование группы. Вторым периодом определялись следующими факторами: 1) расширением доступа к финансовому сектору после реформ 1998 г.; 2) давлением реструктуризации, обусловленным быстрым развитием глобализации и усилением международной конкуренции; 3) необходимостью повышения эффективности мобилизации средств в преддверии ужесточения банковского кредитования. Основной функцией этих компаний было улучшение финансового менеджмента путем централизации управления фондами и взаимозачетов платежей по сделкам среди компаний группы. В то же время штаб-квартира ТНК ликвидировала дочерние компании, которые были созданы с целью финансовых спекуляций во время периода «пузыря». ТНК сокращало объемы привлекаемых средств на внешних рынках капитала путем объединения избыточных средств дочерних компаний и регулируя избыток и дефицит средств каждого филиала, снижая консолидированные активы и улучшая финансовую структуру группы в целом.

Так происходит аккумуляция избыточных средств филиалов и других организационных единиц и затем перераспределение средств в зависимости от положения дочерних компаний. Однако, если этих средств не хватало, дочерняя компания по финансированию по-прежнему привлекала ресурсы на внешних рынках капитала. Следует отметить, что организационная единица может компенсировать претензии и долги от операций или действий между основной ТНК и дочерними компаниями, таким образом упрощая процедуру погашения и уменьшая расходы по взаимному погашению долга. Путем упрощения процедуры урегулирования и сокращения издержек по погашению взаимных обязательств дочерняя компания может улучшить эффективность финансового менеджмента группы в целом.

Благодаря их роли в мировой экономике транснациональные корпорации рассматриваются иностранными экспертами как ключевые организации экономической деятельности и рынков, а также агенты по созданию ценовых цепочек, которые выделяют в глобальном масштабе большую часть ресурсов, необходимых для поддержки процесса экономического роста. В литературе предлагаются многочисленные подходы экспансионистской мотивации, которые находятся у истоков решения инвестировать ТНК за рубежом. Мотивация стимулов продвижения инвестиций за рубежом ТНК в форма прямых иностранных инвестиций (ПИИ) могут быть сгруппированы следующим образом: а) ПИИ в поисках новых рынков; б) ПИИ в поисках ресурсов; в) ПИИ в поисках эффективности производственной деятельности и сбыта; г) ПИИ в поисках стратегических активов; д) ПИИ в поисках технологий; е) обострение конкуренции.

В простейшем виде ряд внутренних преимуществ, которые ТНК имеет по сравнению с конкурентами (патенты, товарные знаки и торговые секреты, человеческий капитал, тесные связи с банками, развитая система финансирования и т.д.), дают возможность за пределами своей страны использовать факторы произ-

водства, позволяющие повышать эффективность и обеспечивать рентабельность операций, что приводит к повышению или поддержанию доли рынка. Однако это становится возможным только при привлечении не только собственных средств, но и значительного внешнего финансирования на краткосрочной, среднесрочной и долгосрочной основе в различных формах, которое при определённых условиях также становится конкурентным преимуществом данной корпорации.

Прямые иностранные инвестиции, которые мы определяем как инвестиции, которые устанавливает 10-процентную долю владения в иностранной компании, являются растущим компонентом трансграничного движения капитала в течение последних 30 лет. ПИИ растут по-прежнему во время кризисов и в настоящее время составляют примерно 40 процентов от мировых потоков капитала. Хотя прямые иностранные инвестиции сократились на 15 процентов в 2012 году, что отражало продолжающееся сокращение активности в Европе и неопределенность в Соединенных Штатах, данная тенденция вновь изменилась в 2013 г.

В отличие от трансграничного кредитования, которое может быстро сокращаться, ПИИ являются наименее волатильной группой финансовых потоков на развивающихся рынках и в развитых странах. Это отражает долгосрочный характер таких инвестиций. ПИИ часто осуществляются многонациональными компаниями, которые стремятся разрабатывать природные ресурсы, создавать цепочки поставок или выходить за пределы насыщенных внутренних рынков, чтобы подключиться к экономическому росту в развивающихся странах. Компании трудно принимают решение расширяться за рубежом, и они, как правило, придерживаются таких обязательств, как часть долгосрочной, многолетней стратегии. Рост ПИИ также отражает растущее влияние суверенных фондов и государственных корпораций.

Трансграничное кредитование было наиболее нестабильным типом капитала в течение последних 20 лет, с большими эпизодами крупных скачков и поворотов, чем вложения в облигации и инвестиции в акционерный капитал, особенно в развивающихся экономиках. Это отчасти происходит потому, что трансграничное кредитование, как правило, имеет короткий срок: 56% трансграничных кредитов имеют сроки погашения менее двух лет. В периоды стабильного экономического роста, краткосрочные кредиты, как правило, возобновляются. Но во время экономического стресса, банки могут легко прекратить кредитование без их продления, что означает прекращение финансирования. Даже долгосрочные кредиты являются более неустойчивыми, чем портфельные инвестиции или прямые иностранные инвестиции. Это относится как к развивающимся, так и к развитым рынкам.

Многонациональные компании, вероятно, будут и в дальнейшем более значительным каналом для глобального капитала. Все чаще в эту группу попадают корпорации частного сектора и государственные компании из развивающихся рынков. В 2012 году на развивающихся рынках компании приходилось 37 процентов трансграничных слияний и поглощений, Корпорации из стран с развитой экономи-



кой в настоящее время имеют крупные денежные резервы, и они могут играть еще большую роль в ближайшие годы в качестве поставщиков капитала, особенно по собственным внутрикорпорационным схемам.

В 2013 г. объем неразмещенных средств частных инвестиционных корпораций увеличился до нового рекордного уровня, превысившего 1 трлн долларов. Объем их трансграничных инвестиций снизился на 11% и составил 171 млрд долларов. Доля этих компаний в общем объеме операций в форме слияний и приобретений (СиП) составила 21%, что на 10 процентных пунктов ниже максимального уровня в прошлом. С учетом ресурсов, имеющихся для инвестирования, и сравнительно вялой активности частных инвестиционных компаний в последние годы, потенциал для увеличения их ПИИ является значительным.

Отток прямых иностранных инвестиций из развитых и развивающихся стран в 2013 г. достиг 1417 млрд долл. По-прежнему преобладают средства транснациональных корпораций развитых стран, но ТНК развивающихся стран все более активно приобретают иностранные филиалы компаний развитых стран, находящиеся в их регионах. Вывоз инвестиций из развивающихся стран и стран с переходной экономикой достиг 553 млрд долл., что составляет 39% мирового объема вывоза ПИИ по сравнению с лишь 12% в начале 2000-х годов⁹.

БИБЛИОГРАФИЯ:

1. Levi M. D. *International Finance*, McGraw-Hill, Inc, 2009, 577 p.
2. Eun, Cheol S.; Resnick, Bruce G. (2011). *International Financial Management*, 6th Edition. New York, NY: McGraw-Hill/Irwin, 576 p.
3. UNCTAD, *World Investment Report*, 2014, 265 p.
4. *Debt and Deleveraging: uneven progress on the path to growth*. McKinsey Global Institute, 2012, 64 p.
5. Grosse, R. The Financing of FDI in Latin America. *Journal of Emerging Markets*, № 11, 2006, pp.110-125
6. Ноздрев С.В. Финансовые источники инновационной экономики: международная практика и российские реалии. (в соавторстве с Чалдаевой Л.А., Кузьменко М.Г. Шалашовой Н.В., Ярцевой Н.М.). - М.: Изд. «Юрайт», 2011. – 348 с. (Nozdrev S.V. Finansovye istochniki innovacionnoj jekonomiki: mezhdunarodnaja praktika i rossijskie realii. (v soavtorstve s Chaldaevoj L.A., Kuz'menko M.G. Shalashovoj N.V., Jarcevoj N.M.). - М.: Изд. «Jurajt», 2011. – 348 s.)
7. Ноздрева Р.Б. Современные аспекты международного маркетинга. - М.: РОССПЭН, 2005, 279 с. (Nozdreva R.B. Sovremennye aspekty mezhdunarodnogo marketinga. - М.: ROSSPJeN, 2005, 279 s.)
8. Levitt Th., *The Globalization of Markets*. // *Harvard Business Review*, N. Y. 1983, pp. 2-6

⁹ UNCTAD. *World Investment Report*, 2014, pp.1-3, www.unctad.org/wir

