

$$C_{п.,ж} \geq C'_{п.,ж}; \quad K_{п.,ж} < K'_{п.,ж}.$$

* – средняя годовая выручка 1 санатория < среднего годового рекламного бюджета 1 межрегионального туроператора.

** – средняя чистая прибыль 1 санатория / сумма инвестиций на обновление о.ф. < < среднерыночной процентной ставки по банковскому долгосрочному кредиту.

t – сроки заезда в зависимости от вида туризма:

– рекреационный туризм, индивидуально или семьей – от 7 (10) дней;

– деловой туризм (конференции, семинары), группа от 10 чел. – от 2 дней.

$C_{п.,ж}, K_{п.,ж}$ – средние цены и качество услуг питания и проживания в АРК.

$C'_{п.,ж}, K'_{п.,ж}$ – средние цены и качество услуг питания и проживания на зарубежных курортах.

○ ○ ○ – отображение относительного масштаба и степени раздробленности видов участников туристического бизнеса.

Рис.3. Схема осуществления туристического бизнеса в Украине, в АР Крым

Источники и литература

1. Алейникова Г.М. Организация и управление турбизнесом. – М., 2002. – 183 с.
2. Балабанов И.Т. Экономика туризма. – М., 2003. – 176 с.
3. Герасименко В.Г. Основы туристического бизнеса. – Одесса, 1997. – 160 с.
4. Гуляев В.Г. Организация туристской деятельности. – М., 1996. – 311с.
5. Квартальнов В.А. Стратегический менеджмент в туризме: современный опыт управления. –М., 1999. – 491 с.
6. Сокол Т.Г. Організація туристської діяльності в Україні. – К., 2002. – 256 с.
7. Предпринимательство / под ред. Горфинкеля. – М.: Банки и биржи, 1999.

Иваненко И.А.

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЕВРОКАПИТАЛА В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ

Условия для возникновения и развития рынка еврокапитала возникли в результате создания полной отмены в 70-х годах XX в. ограничений на перемещение капитала в развитых странах [1]. Таким образом осуществлять заимствования на иностранных рынках оказалось значительно выгоднее, чем на национальных. На протяжении последних десятилетий появилось большое количество различных инструментов привлечения финансовых ресурсов на рынках еврокапитала. В связи с этим у участников рынка возникла проблема выбора из множества евроинструментов таких, которые бы максимально отвечали их требова-

ниям и способствовали повышению экономической эффективности.

Проблеме исследования инструментов рынка еврокапитала в той или иной степени посвящены работы таких ученых, как Д.М. Михайлов, Т.Б. Бердникова, С.В. Лялин, М. Энг, В. Ромеш, О. Ю. Ромашко, М. Пейро, А. Г. Саркисянц, и других. Вместе с тем недостаточно проработанными остаются вопросы сравнения между собой отдельных инструментов рынка еврокапитала, выявления принципиальных различий между ними с целью предоставить ориентиры участникам рынка еврокапитала. В связи с этим целью настоящей статьи является осуществление комплексного анализа рынка еврокапитала, определение его количественных и качественных характеристик, параметров, тенденций и перспектив развития.

В составе рынка еврокапитала можно выделить такие основные компоненты: рынок еврооблигаций, рынок евроакций, рынок еврокредитов и рынок кредитных услуг (рис. 1).

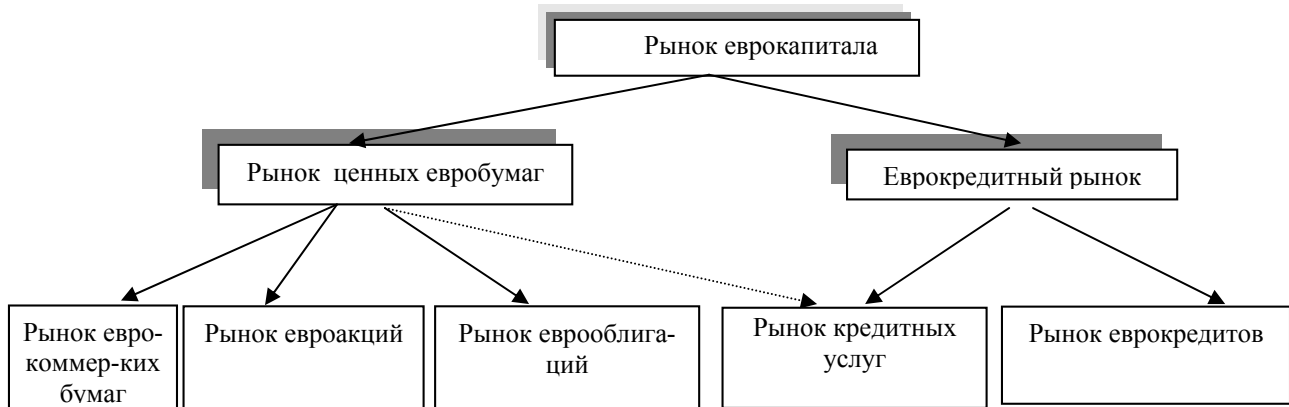


Рис. 1. Структура еврокапитала.

Наиболее крупным и динамично развивающимся сегментом еврокапитала является рынок еврооблигаций (eurobonds). На сегодняшний день его доля в общем объеме рынка евробумаг составляет более 90%. Еврооблигации представляют собой облигации, размещаемые одновременно на нескольких национальных финансовых рынках и номинированные в валюте, отличной от валюты страны эмитента и кредитора. Первая эмиссия еврооблигаций была осуществлена в 1963 г. в Лондоне американской фирмой Warburg. С тех пор рынок возрос с 75 млн. долл. (1963 г.) до 230 млрд. долл. (1991 г.) и 720 млрд. долл. в 1997 г. Общий объем рынка еврооблигаций по состоянию на конец 2001 г. составил 7,085 трлн. долл. [2].

Стремительное развитие рынка еврооблигаций объясняется целым рядом причин, основная из которых - отсутствие государственного регулирования. Именно нерегулируемость рынка еврооблигаций, отсутствие налогообложения, разнообразие видов и валют ценных бумаг, способное удовлетворить любые запросы заемщиков и инвесторов, выгодно отличают еврооблигационный рынок от национальных рынков облигаций. Кроме этого, рынок еврооблигаций представляет собой значительный шаг вперед по пути к полностью интегрированному европейскому рынку капитала [3, стр. 297].

Евроакции (euroequities) – это долевые ценные бумаги, которые выпускаются в валюте, являющейся иностранной для эмитента, и размещаются одновременно на нескольких национальных фондовых рынках. Евроакции котируются в оффшорном финансовом центре (чаще всего в Лондоне, реже в Люксембурге и Сингапуре) [4, стр. 342]. Размещаются евроакции, так же как и еврооблигации, международными банковскими синдикатами и покупаются за евровалютой.

Рынок евроакций появился в 1983 г. и с тех пор развивался быстрыми темпами в основном благодаря активному участию ТНК в качестве эмитентов. Уже в 1986 г. объем эмиссий евроакций составил 7 млрд. долл.

Евроакции являются более привлекательным инструментом, чем акции внутреннего рынка в силу следующих причин:

- отсутствие государственного регулирования рынка евроакций;
- меньшие требования по раскрытию информации;
- возможность международной диверсификации портфеля ценных бумаг;
- неликвидность отечественных фондовых рынков;
- более низкая стоимость привлечения средств;
- распыление собственности среди зарубежных инвесторов;
- предотвращение национализации собственности.

Таким образом, по многим параметрам евроакции являются более выгодным инструментом, чем акции внутреннего рынка, как для инвесторов так и для эмитентов.

Вместе с тем следует учесть, что размещение евроакций на зарубежных рынках – достаточно затратная и длительная процедура, которая по силам лишь крупным компаниям, отличающимся прозрачностью, международным уровнем корпоративного управления и перспективами быстрого роста. Именно поэтому лидерами среди эмитентов евроакций являются крупные транснациональные корпорации.

Несмотря на ряд преимуществ данного инструмента, рост объема рынка евроакций был непродолжительным, поскольку кризисные явления в мировой экономике затормозили его развитие. На сегодняшний

день рынок евроакций значительно уступает по объемам еврооблигационному рынку, оставаясь рынком крупных корпораций мира. Так, в середине 90-х годов объемы предлагаемых к размещению евроакций составляли всего 4-7% совокупного объема эмиссий ценных бумаг на еврорынке [5].

Более быстрый рост рынка еврооблигаций, чем рынка евроакций объясняется различными преимуществами еврооблигаций перед акциями как для инвесторов, так и для эмитентов. Во-первых, это более широкие возможности получения прибыли от инвестиций в еврооблигации, поскольку в прибыль по облигации включаются такие ее виды: рыночный рост стоимости, номинальный процентный доход, а также курсовая прибыль при обмене валют. Во-вторых, возможность селективного снижения рисков инвесторов (валютного, портфельного, селективного). В-третьих, отсутствует риск размытия капитала для заемщика (как при эмиссии акций). В-четвертых, большое разнообразие видов еврооблигаций способно удовлетворить требованиям любого участника. В-пятых, рынок еврооблигаций характеризуется большей ликвидностью, чем рынок евроакций в силу своего значительного объема. В таблице 1 приведены принципиальные различия между евроакциями и еврооблигациями.

Табл. 1. Сравнительная характеристика евроакций и еврооблигаций

Инвестиционные характеристики	Евроакции	Еврооблигации
1. Взаимоотношения инвестора и эмитента	Отношения собственности	Долговые отношения
2. Категория ценной бумаги	Долевые	Долговые
3. Форма доходности	Дивиденды	Проценты
4. Источник выплат	Чистая прибыль	Затраты эмитента
5. Порядок выплат	После налогообложения	До налогообложения
6. Характер выплат	Сроки и размеры предварительно не определены	Фиксированные, в заранее установленные сроки
7. Влияние на структуру капитала	Ведет к размытию	Не ведет
8. Способ привлечения капитала	Только через программу первичного размещения	Всегда
9. Категории эмитентов	Крупные корпорации и банки	Наднациональные институты, суверенные, муниципальные заемщики, корпорации и банки
10. Роль рейтинговой оценки	Незначительная	Решающая

Еврооблигации и евроакции являются важными инструментами международного финансирования, при этом они не исключают, а дополняют друг друга. Подтверждением может служить выпуск облигаций, конвертируемых в акции, которые занимают промежуточное положение между рынками долгового и долевого финансирования. Исследования, проведенные на рынках США, показали, что доходность конвертируемых облигаций очень сильно коррелирует с доходностью акций, составляя 0,82–0,85, в то время как для долгосрочных облигаций коэффициент корреляции составляет 0,39, а для среднесрочных – 0,44 [6].

Основной угрозой для развития рынка евробумаг в будущем может стать отмена государствами регулирования национальных рынков капитала. В этом случае потребность в рынке еврооблигаций и евроакций может резко сократиться [7].

Альтернативным источником международного финансирования являются еврокредиты. Еврокредиты (или евровалютные синдицированные кредиты) представляют собой банковские займы, которые формируются лид-менеджером и затем синдицируются среди банков участников (менеджеров займа).

Механизм получения еврокредита во многом схож с механизмом эмиссии еврооблигаций, поскольку предполагает участие группы банков, формирующих синдикат для совершения сделки. Однако в остальных еврокредиты и еврооблигации имеют различия по следующим параметрам:

- по срокам: еврокредиты являются преимущественно среднесрочными инструментами финансового рынка (срочность еврокредитов варьируется от 3-х до 10-ти лет, средний срок составляет 7–8 лет для первоклассных заемщиков), в то время как еврооблигации – долгосрочными (выпускаются на срок от 5-ти до 30-ти лет);

- по периодичности получения: при эмиссии еврооблигаций заемщик получает средства, как правило, один раз по окончании размещения (хотя существует практика размещения еврооблигаций несколькими траншами), в то время, как еврокредиты предоставляются в виде револьверной или возобновляемой кредитной линии с указанием лимита финансирования на весь срок займа, при этом отдельные транши заемщик может получать с определенной периодичностью (один или два раза в год);

- по объему привлечения: объем привлекаемых средств путем получения еврокредита в основном не превышает 50 млн. долл., минимальный размер эмиссии еврооблигации составляет 100 млн. долл.

- по целевому использованию: еврокредиты чаще всего выдаются под финансирование определенных проектов (лизинговых, инновационных, коммерческих и др.), реже выдаются кредиты на общие цели; при размещении еврооблигаций наличие конкретного проекта является желательным, но не обязательным условием;

- по обеспечению: еврокредиты выдаются под залог какого-либо имущества; при размещении еврооблигаций обеспечение не требуется;

- по затратам на получение: привлечение еврокредита осуществляется с меньшими организационными и накладными расходами, чем эмиссия еврооблигаций; также еврокредиты не сопровождаются рекламной кампанией, необходимой для евроэмиссий;

- по процентным ставкам: ставки по еврокредитам устанавливаются на основе ставки LIBOR с учетом

маржи, которая варьируется от 0,5 до 6-7% в зависимости от кредитоспособности заемщика, в период действия кредитного соглашения маржа может пересматриваться; ставки по еврооблигациям в большинстве случаев являются фиксированными на момент эмиссии (существует, однако, разные виды облигаций, процентные по которым меняются во время их обращения);

– по степени ликвидности: еврооблигации, являясь ценными бумагами, обращаются на рынке евробумаг и имеют кроме номинальной стоимости рыночную; еврокредиты представляют собой неликвидные финансовые инструменты.

Сравнительные преимущества, которые обеспечивает финансирование посредством привлечения еврокредитов, позволили им за период с 1992 по 1999 год увеличить объем заимствований в 5 раз. Однако в последующие годы произошел спад объемов привлечения еврокредитов (табл. 2). Таким образом, наряду с ростом рынка еврооблигаций в мире наметилась тенденция к сокращению рынка еврокредитов.

Табл. 2. Динамика объемов выданных еврокредитов, в 1992–2000 гг.

Годы	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000*
Объем, млрд. долл.	194	279	477	698	901	1136	902	957	566
Темп роста, в % к предыдущ. году.	-	143,8	171,0	146,3	129,1	126,1	79,4	106,1	59,1

*- данные за первое полугодие

Источник: Bank of International Settlements, Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments. August 2000., P. 64.

Заемщики на рынке еврокапиталов все чаще отдают предпочтение еврокредитным услугам банков – программам евроотных эмиссии (Note Issuance Facility, NIFs), которые представляют собой промежуточную форму между еврокредитами и еврооблигациями. Программы евроотных эмиссии предусматривают многократный выход эмитента на рынок со своими ценными бумагами и предлагает гибкие и динамичные формы реализации стратегии регулярных заимствований. Эти программы начали применяться в 1986 г., однако в начале 90-х гг. их объем в обращении не достигал 10 млрд. долл., тогда как в 1993 г. составил уже 124 млрд. долл., а в 1996 г. превысил 500 млрд. долл. Таким образом, программы евроотных эмиссии являются перспективным инструментом привлечения финансовых ресурсов.

При выборе инструментов финансирования для участников еврорынков целесообразно учитывать их преимущества и недостатки общего характера, а также принимать во внимание конкретные случаи привлечения еврокапитала. Евро рынки капитала открывают возможность привлечения заемных средств практически всех степеней зрелости, начиная с краткосрочных и заканчивая «вечными» (например, бессрочные облигации) и собственными средствами (акции), иногда без банковской гарантии (ценные коммерческие евробумаги). Кроме того, банки предоставляют еврокредиты на сроки от одного дня до десятков лет. Т.о. евро рынки способны удовлетворить все виды потребностей как заемщиков в финансовых ресурсах, так и инвесторов в способах финансовых вложений.

Следует учитывать, что отдельные инструменты рынка еврокапитала, например, еврооблигации, имеют свыше 100 различных видов, каждый из которых обладает определенными характеристиками. Детальное изучение видов еврооблигаций планируется выбрать темой дальнейшего исследования.

Источники и литература

1. Котляров. С. Фондові ринки країн, що розвиваються, в умовах інтернаціоналізації та глобалізації. // Ринок цінних паперів України. – № 1–2. – 2004 р. стор. 7–184.
2. Лялин. С.В. Корпоративные облигации: мировой опыт и российские перспективы. – М.: ООО «Дэкс-Пресс», 2002. – 336 с.
3. Международный бизнес: внешняя среда и деловые операции. Дж. Дениэлс, М. Радеба. – М.: Дело ЛТД, 1997. – 784 с.
4. Пейро М. Международные экономические, валютные и финансовые отношения.- М.: Прогресс, Универс, 1994. – 496 с.
5. Міжнародні фінанси: Підручник / О.І. Рогач, А.С. Філіпенко, Т. С. Шелест та ін. за ред. О.І. Рогача. – К.: Либідь, 2003. – 784 с.
6. Стеценко Б. Ринок корпоративних облигацій: сучасні тенденції та перспективи. // Газета “Цінні папери України”. – 02.09.2004. стор. 9–10.
7. “Markets into the 1990’s”, Euromoney Supplement, March 1990, pp. 1–3.

Нехай В.В.

ПРОБЛЕМЫ ОРГАНИЗАЦИИ МАРКЕТИНГА НА ПРЕДПРИЯТИЯХ СЕЛЬСКОХОЗЯЙСТВЕННОГО МАШИНОСТРОЕНИЯ

В условиях активного реформирования экономики сельскохозяйственное машиностроение Украины переживает трудные времена: крупные предприятия на грани выживания. Наряду с этим, технический потенциал, который имеется в сельском хозяйстве страны не удовлетворяет требованиям современного производства. «Программой развития производства сложной сельскохозяйственной техники на 2004- 2006 годы», разработанной Минпромполитики Украины, предусмотрено, кроме прочих мер, обновление предприятий- производителей сельскохозяйственной техники. Кроме того, Минагрополитики разработан «План мер по улучшению качества основной сельскохозяйственной техники», которым на протяжении