

Table 2. Russian (YES)

Question	%
1. I am calm and relaxed while participating in group decisions	92,06
7. Ordinarily I am very calm and relaxed in conversations	76,19
9. I like to get involved in groups discussions	85,71
11. I have no fear of giving a speech	69,84
13. I have no fear of speaking up in conversations	73,01
15. I am usually calm and relaxed when participating in meetings	73,01
17. Generally, I am comfortable while participating in a group discussion	88,88
26. People seem to enjoy what I write	76,19
30. It is easy for me to write well on writing projects	73,01
31. I feel confident in my ability to clearly express my ideas in writing	82,53
35. I look forward to writing my ideas	68,25

REFERENCES

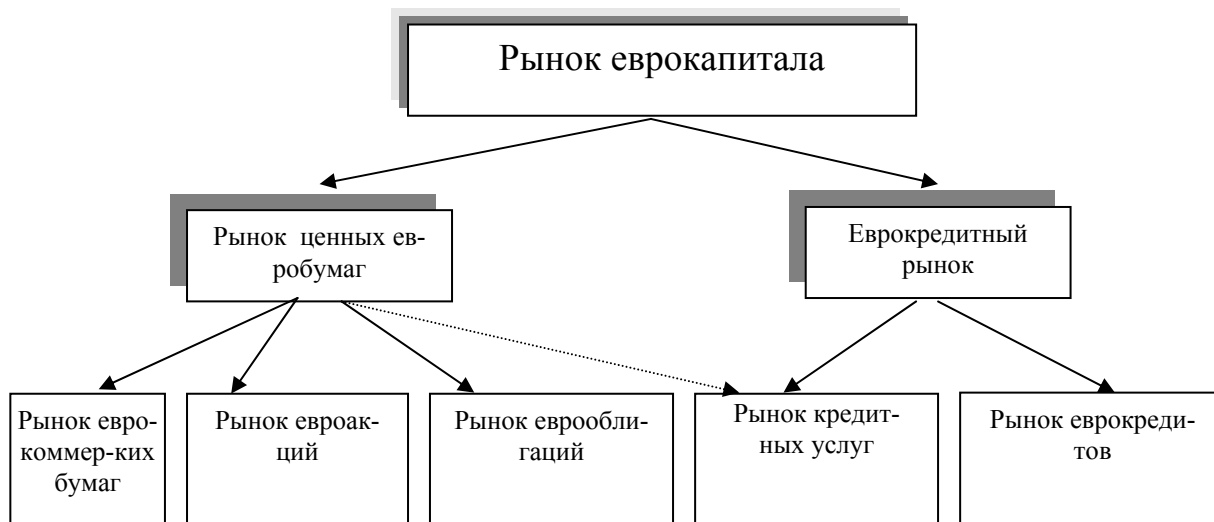
1. Shanon, C.& Weaver, W (1948) The Mathematical Theory of Communication.
2. Urbana: University of Illinois Press.
3. Gibb, J (1961) Defensive Communication. Journal of Communication, 3, 141-148.
4. Roy J. Lewiski, Joseph A. Litterer (1985) Negotiation.
5. IRWIN, Homewood, Illinois 60430 .
6. 4. Roy J. Lewiski, Joseph A. Litterer (1985) Negotiation: Readings, Exercises, and Cases.

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 требованиям 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. Пебро, 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 еврорынка капитала.

Наиболее крупным и динамично развивающимся сегментом еврорынка 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, разно-

образе 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 евровалюты.

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, возможности селективного снижения рисков инвесторов (валютного, портфельного, селективного). В-третьих, отсутствует риск размывания 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.

Таблица 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 размыванию	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 остальном 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 компанией, 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.

Таблица 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 евроэмитсии (Note Issuance Facility, NIFs), которые представляют собой промежуточную форму между еврокредитами и еврооблигациями. Программы евроэмитсии 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 евроэмитсии 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 облігацій: 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.

Карташевская И.Ф.

МЕТОДИЧЕСКИЕ ПРИНЦИПЫ ФОРМИРОВАНИЯ ЗОН И ТЕРРИТОРИЙ ПРИОРИТЕТНОГО РАЗВИТИЯ В ТУРИСТСКОЙ ОТРАСЛИ (НА ПРИМЕРЕ АВТОНОМНОЙ РЕСПУБЛИКИ КРЫМ)

Введение. Вопросы, связанные с приоритетными зонами экономического развития, инвестициями привлекают внимание ученых и политиков, экономистов, финансистов, руководителей предприятий. Значительная часть научных работ посвящена анализу экономической эффективности функционирования инвестиционных зон и систематизации льгот и налогов, которые получают регионы, предприятия, инвесторы. На фоне этих работ невелик перечень работ, представленных исследованиями экономгеографов по вопросам методических подходов определения территорий приоритетного развития, определения наиболее важных объектов, нуждающихся в инвестировании.

Туристско-рекреационная отрасль является бюджетонаполняющей в Автономной Республике Крым. По данным Всемирной Туристской Организации (ВТО) доход от туризма в 2001г в госбюджет Автономной Республики Крым составлял 20,46 % от всех доходов, поступающих от туризма в госбюджет Украины, Севастополя – 4,84 % (Эд.Инскип.) Для сравнения: доход от туризма в госбюджет в Закарпатской области составляет 3,15%, Львовской – 3,79%, Одесской – 7, 11% и только Киева составляет 41, 41 %.

Рекреационные ресурсы маленького полуострова не безграничны. Уже сегодня остро звучит вопрос, какие предприятия индустрии туризма необходимо создавать, где их строить за счет каких ресурсов?

Постановка задачи. С 1 января 2000года на территории Автономной Республики Крым вступил в силу Указ Президента Украины «О специальном режиме инвестиционной деятельности на территориях приоритетного развития и специальной экономической зоны «Порт Крым» в Автономной Республике Крым». К территориям приоритетного развития отнесены «Большая Ялта», «Алушта», «Судак», «Восточный Крым», «Керчь», «Феодосия», «Сиваш». Границы территорий приоритетного развития и социально-экономической зоны «Порт Крым» определяются в соответствии с картами, которые являются неотъемлемой частью Указа (оригиналы карт хранятся в Верховном Совете Автономной Республики Крым) [1]. В то же время по данным Республиканского комитета по земельным ресурсам АРК, Министерства курортов и туризма АРК до сегодняшнего дня не составлен единый реестр рекреационных земель.

Следовательно, застройка территорий перспективного развития осуществляется на усмотрение узкого круга чиновников без учета мнения специалистов. Местное население полуострова лишено прав участвовать в формировании планов стратегического развития своих регионов, городов, лишено права участвовать в обсуждении целесообразности строительства тех или иных гостиничных, комплексов туризма, шоу- бизнеса, аттракционов.

Целью данного исследования является: - изучение международного опыта определения и освоения зон приоритетного развития в туристско-рекреационной сфере, выявление основных критериев и закономерностей при определении этих зон.

При решении поставленной задачи использованы исторический и интегральный анализ, картографирование как основные методы исследования.

Результаты. Емкий анализ инновационных подходов, применяемых в международной практике при создании специальных экономических зон проведены Питером Фоли, Чандлером Харрисоном Стивенсом [6]. Авторы отмечают, что концепция создания стратегических, географических регионов, где местные предприятия освобождаются от налогов, подкреплена международной практикой. Такие зоны существовали с разной степенью успеха в 830 регионах мира. Они создавались как в развитых, так и в развивающихся странах. Не существует единой схемы освобождения от регулирования и налогов, которая применялась бы во всех странах. Такие схемы приспосабливались к режиму регулирования и налогообложения конкретной страны или определенным видам бизнеса. В Германии, в Испании и в Италии имеются по три зоны, свободные от налогообложения. Два таких региона существуют во Франции. Среди западных стран лидером является США, где насчитывается более 450 таких зон. В течении ряда лет в США были созданы две модели: общие экономические зоны, открывающаяся для нескольких видов бизнеса, и особые подзоны специального развития, которые применялись только в отношении какой-либо определенной компании. В 1991г. все свободные экономические зоны США произвели продукции на 84,4 миллиардов долларов США и трудоустроили 239 000 человек. Рост в особых подзонах развития был ошеломляющим – через 10 лет, начиная с 1996 г (года создания первой такой зоны), стоимость их общей ежегодной продукции возросла с нуля до 38 миллиардов долларов. В Европе Шенгенская свободная экономическая зона (ШСЭЗ), в графстве Клер в Ирландии может быть воспринята как модель, примененная в условиях экономических проблем. Согласно этой программе предприятия были освобождены от НДС, акциза, пошлин на импорт, частично от корпоративных налогов и налогов на прибыль.

В Турции существует 5 экономических зон. В каждой – особые налоги, сборы. В Китае, например, создание свободных экономических зон стало мерой, которую приняло китайское правительство, чтобы открыть свою страну для остального мира и привлечь иностранные инвестиции. По прогнозам международных экспертов Китай станет в ближайшие годы мировым лидером по туристским прибытиям, т.е. по экспорту в туристическом бизнесе.

Во Франции еще в 1967 году был принят план современного развития сельской местности и туризма в Аквитании. Финансирование плана осуществлялось частным сектором, а координация развития возлагались на правительственную комиссию. По этому плану прибрежный район разделялся на 16 секторов, из которых девять должны были развивать рекреационный комплекс, т.е. оборудовать пляжи, зоны отдыха на берегу озер в зеленых зонах с условием сохранности ландшафта и дикой природы. По этому плану предусматривались: сохранение уже существующих курортов, обновление и расширение существующих поселений, например, Лакан, строительство новых курортов типа Малиец. Планировка и строительства новых средств размещения производились с целью удовлетворения потребностей внутреннего туризма страны. Весь комплекс своевременно принятых мер позволил туризму Франции развиваться, даже в годы экономического спада.