



КОНФЕРЕНЦИЯ ОРГАНИЗАЦИИ  
ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ  
ПО ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИЮ

Distr.  
GENERAL

TD/B/COM.2/12  
TD/B/COM.2/EM.4/3  
18 June 1998

RUSSIAN  
Original: ENGLISH

СОВЕТ ПО ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИЮ  
Комиссия по инвестициям, технологии  
и смежным финансовым вопросам

**ДОКЛАД О РАБОТЕ СОВЕЩАНИЯ ЭКСПЕРТОВ ПО РАСШИРЕНИЮ ВНУТРЕННИХ  
РЫНКОВ КАПИТАЛА, В ЧАСТНОСТИ В РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАНАХ,  
И ИХ СВЯЗИ С ИНОСТРАННЫМИ ПОРТФЕЛЬНЫМИ ИНВЕСТИЦИЯМИ,**

проходившего во Дворце Наций в Женеве  
с 27 по 29 мая 1998 года

**СОДЕРЖАНИЕ**

	<u>Стр.</u>
I.      Согласованные выводы .....	2
II.     Резюме Председателя .....	4
III.    Организационные вопросы .....	9
<u>Приложение</u>	
Участники Совещания .....	11

## г. СОГЛАСОВАННЫЕ ВЫВОДЫ 1/

1. После оживленного обсуждения вопросов, касающихся связи между расширением внутренних рынков капитала и иностранными портфельными инвестициями, сформировалось общее понимание по следующим вопросам:

- i) Было признано, что портфельные инвестиции приобретают все более важное значение в качестве одного из источников финансирования для развивающихся стран и стран с переходной экономикой, а также для промышленно развитых стран. Кроме того, по мере все большего усложнения внутренней финансовой системы может стираться различие между прямыми и портфельными иностранными инвестициями, поскольку инвесторы могут использовать методы финансового инжиниринга для превращения прямых иностранных инвестиций в более ликвидную форму инвестиций.
- ii) Для сохранения преимуществ свободного движения капиталов необходимо принять меры на национальном и международном уровнях для решения проблем, связанных с финансовой нестабильностью и отрицательными социально-экономическими последствиями финансовых потрясений. В мире, характеризующемся высокой мобильностью капитала и финансовой неустойчивостью, благоприятные основные макроэкономические факторы и надлежащая денежно-кредитная и финансово-бюджетная политика выступают необходимыми, но не достаточными условиями для привлечения стабильных инвестиционных потоков и предупреждения финансовых потрясений.
- iii) Было высказано также общее мнение о том, что существование здоровой финансовой системы, регулируемой с помощью надлежащей нормативной базы и строгого надзора, обеспечивающих контроль за функционированием банковского фондового и страхового секторов, является важным необходимым условием для предупреждения финансовых кризисов. Были признаны потенциальные преимущества применения согласованных на международной основе принципов, таких, как основные принципы для эффективного банковского надзора, разработанные Базельским комитетом.

---

1/ Приняты Совещанием экспертов на его заключительном пленарном заседании 29 мая 1998 года.

- iv) Анализ осуществляющегося процесса финансовой либерализации позволяет предположить, что страны, возможно, предпочитают осуществлять процесс внутренней и внешней финансовой либерализации на основе осторожного подхода с тщательно продуманной последовательностью шагов с учетом уровня своего развития и конкретных условий, анализируя результаты каждого этапа либерализации перед переходом к следующему этапу.
- v) С тем чтобы устранить зависимость от внешнего финансирования инвестиций, необходимо также поощрять внутренние сбережения и развивать внутренние рынки капитала и сектор институциональных инвесторов, включая механизмы коллективного инвестирования, такие, как пенсионные и взаимные фонды. Это позволяет также свести к минимуму последствия международных финансовых признаков.
- vi) Выбор и сохранение надлежащего режима обменного курса с учетом конкретных условий каждой страны также играют важную роль в снижении финансовой нестабильности.
- vii) Было высказано общее мнение о необходимости поощрения регионального сотрудничества с целью укрепления возможностей стран соответствующего региона для решения проблемы финансовой нестабильности. Такое сотрудничество может осуществляться в форме денежно-кредитного и финансового сотрудничества также путем унификации правил раскрытия финансовой информации, стандартов учета и правоприменительных норм.
- viii) Крайне важное значение имеет повышение прозрачности информации на макро- и микроэкономическом уровнях страны. Прозрачность и качество финансовой информации об операторах на рынке и стандартизация статистических данных и финансовых ведомостей также играют важную роль.
- ix) Крайне важное значение имеет также совершенствование существующей международной финансовой системы с учетом задач, вытекающих из глобализации финансовых рынков.
- x) ЮНКТАД рекомендуется продолжить изучение мер, которые могли бы помочь развивающимся странам, и в частности наименее развитым из них, в разработке надлежащей политики с целью привлечения стабильных потоков иностранных инвестиций. Секретариату ЮНКТАД следует продолжить работу в этой области в сотрудничестве с другими соответствующими международными и региональными учреждениями.

## II. РЕЗЮМЕ ПРЕДСЕДАТЕЛЯ

1. Широко признаются преимущества, связанные с потоками капитала и торговлей активами, с точки зрения мобилизации финансовых ресурсов, дополняющих внутренние сбережения, передачи технологии и ноу-хау и улучшения корпоративного управления. Вместе с тем существует необходимость в улучшении понимания рисков, связанных с повсеместной либерализацией и глобализацией финансовых рынков, включая быструю интеграцию стран с формирующимися рынками в глобальную финансовую систему.
2. В целом было признано, что в условиях меняющейся структуры международных финансовых рынков портфельные инвестиции стали играть важную роль в качестве одного из источников внешнего финансирования для формирующихся рынков. В некоторых странах с формирующимися рынками развитие внутренних рынков капитала содействовало также направлению во все большей части внутренних сбережений через эти рынки капитала.
3. Несмотря на привлекательность более долгосрочных портфельных инвестиций, было высказано опасение по поводу крайней неустойчивости этого вида инвестиций. Мнения разошлись в вопросе о роли портфельных инвесторов в развитии недавнего финансового кризиса в Восточной Азии. С одной стороны, было показано, что портфельные инвесторы, в частности взаимные фонды в Соединенных Штатах, как представляется, сдержанно отреагировали на кризис в Восточной Азии. Акционеры взаимных фондов Соединенных Штатов, инвестирующих на формирующихся рынках, изымали небольшую часть своих инвестиций на стабильной основе, а операции по покупке и продаже, осуществлявшиеся менеджерами портфельных инвестиций, хотя и определялись доходностью инвестиций, носили, как представляется, довольно ограниченный характер по сравнению с масштабами колебаний конъюнктуры на рынках. С другой стороны, было указано, что неожиданное общее изъятие инвестиций во время кризиса из стран, имеющих, как представляется, хорошие макроэкономические показатели, вызвало серьезные нарушения в функционировании внутренних финансовых систем в результате резких колебаний в объеме ликвидности и значительного падения курсов на фондовых рынках.
4. С целью решения проблемы неустойчивости портфельных инвестиций были высказаны, в частности, следующие предложения относительно принятия новых мер на страновом и региональном уровнях:
  - i) Поощрение создания "закрытых" инвестиционных фондов, в отличие от взаимных фондов, с учетом относительно стабильного характера инвестиций в них (поскольку они не связаны обязательствами о выкупе своих акций). Вместе с тем было отмечено, что инвесторы проявляют меньший интерес к вложению средств в "закрытые" инвестиционные фонды, поскольку их акции, как правило, продаются со скидкой.

- ii) Выпуск американских и глобальных депозитных расписок и других аналогичных инструментов на региональном уровне, таких, как депозитные расписки Юго-Восточной Азии, которые могут выдаваться в стране с более мощной и стабильной экономикой в соответствующем регионе. Некоторые участники заявили, что выпуск американских и глобальных депозитных расписок не способствует развитию внутренних рынков капитала. Эти инструменты могут снизить неустойчивость инвестиционных потоков, однако из-за арбитражных операций местные рынки не могут быть полностью изолированы от последствий неустойчивости курсов.
- iii) Создание специальных стимулов для поощрения вложения иностранных портфельных инвестиций с определенным минимальным сроком (от шести месяцев до одного года). Эти стимулы должны приниматься среди соседних стран или на региональной основе, с тем чтобы обеспечить их эффективность. В некоторых странах была принята система дифференцированного налогового обложения в зависимости от срока инвестиций. Однако эти налоговые стимулы могут оказаться неэффективными в поощрении долгосрочных инвестиций, поскольку получение новой информации может вызвать продажу активов, несмотря на существующие налоговые стимулы. Было отмечено, что налоговые стимулы и требования о минимальном сроке вложений должны применяться на равной основе к иностранным и отечественным инвесторам. Однако, поскольку взаимные фонды в Соединенных Штатах обязаны в соответствии с законом выкупать свои акции в течение периода от трех до семи дней, установление минимального срока для вложений стало бы фактором, серьезно сдерживающим направление инвестиций в эти фонды. Некоторые страны установили для притока капитала требования в отношении резервов, что фактически равнозначно установлению налога.
- iv) Мобилизация внутренних сбережений с помощью внутреннего законодательства и стимулов с целью сведения к минимуму зависимости от иностранного капитала. В этом отношении развитие внутреннего сектора институциональных инвесторов, таких, как пенсионные и взаимные фонды, могло бы содействовать повышению внутренней нормы сбережений.
- v) Налаживание диалога с менеджерами фондов, с тем чтобы заинтересовать и убедить их в целесообразности подхода к формирующимся рынкам как к долговременными партнерам.
- vi) Региональное валютное сотрудничество могло бы помочь свести к минимуму несогласованность в движении курсов валют в регионе, что способствовало бы снижению опасности спекулятивных атак. С целью уменьшения

случаев конкурентной девальвации было предложено принять систему привязки национальных валют стран определенного региона к какому-либо общему набору валют. Кроме того, представляется целесообразным принять, первоначально на региональной основе, общие стандарты и правила в отношении финансовой отчетности, раскрытия корпоративной информации, деловой этики и принудительного осуществления.

- vii) Стабильность реальных обменных курсов на надлежащем уровне играет ключевую роль в стимулировании здоровых инвестиций, поскольку она рассматривается инвесторами в качестве благоприятного признака. Определенная степень гибкости номинального обменного курса позволит устранить косвенную гарантию от валютного риска, характерную для системы с полностью фиксированным обменным курсом, в особенности в тех случаях, когда для защиты такого фиксированного обменного курса правительству приходится принимать связанные с очень большими расходами меры. Чрезмерная неустойчивость обменного курса может отрицательно сказываться на внешней торговле и приводить к увеличению издержек для компаний, вынужденных защищать себя от колебаний обменных курсов.

5. Было также отмечено, что на более развитых рынках стирается различие между долгосрочными и краткосрочными инвестициями (например, между прямыми инвестициями и потоками краткосрочного капитала), поскольку инвесторы могут использовать сложные методы финансового инжиниринга для превращения своих прямых инвестиций в более ликвидную форму. Вместе с тем это не устраняет основополагающих различий в аспектах, характеризующих иностранные прямые и портфельные инвестиции: если первые из них предполагают долгосрочное вложение средств, то приток вторых притягивается возможными доходами от прироста капитала в результате изменений курсов ценных бумаг.

6. В связи с финансовыми кризисами были отмечены весьма высокие социальные и экономические издержки для затрагиваемых стран. В этом отношении благоприятные основные макроэкономические факторы имеют важнейшее значение для сведения к минимуму уязвимости к влиянию финансовых потрясений. Вместе с тем в свете недавних финансовых кризисов был расширен круг критериев для учета основных макроэкономических факторов, к числу которых теперь, помимо более традиционных факторов, относятся такие новые элементы, как состояние внутренних финансовых рынков, качество регулирования банковской сферы, надзор, законодательство о несостоятельных должниках и правоприменительные нормы.

7. При обсуждении вопросов финансирования в целях развития были выявлены следующие три группы требований, которым должна отвечать надлежащая финансовая система на национальном и международном уровнях: i) эффективное накопление и рациональное распределение сбережений; ii) принятие защитных мер и создание

резервов на случай возможных экономических потрясений и надлежащее реагирование при возникновении кризисов; и iii) обеспечение плавного и устойчивого притока частных финансовых средств в развивающиеся страны. Не следует пытаться разработать совершенную систему, отвечающую указанным трем требованиям, до создания рамочной основы, вместо этого необходимо создать то, что представляется разумно обоснованной системой и затем уже со временем постепенно вносить в нее улучшения.

8. Выполнение первого требования вовсе не обязательно предполагает финансовую либерализацию, которая при определенных условиях может фактически привести к катастрофическим последствиям, хотя это может потребовать перестройки финансового сектора. Для выполнения второго требования соответствующие защитные меры могут быть связаны с созданием системы страхования депозитов, кредитора последней инстанции, чрезвычайных кредитных линий и надлежащих официальных резервов, включая принятие нового подхода к управлению валютными резервами с учетом повышения мобильности потоков капитала. На международном уровне для этого также потребуются создание института кредитора последней инстанции, которым может выступать Международный валютный фонд и, в некоторых случаях, Банк международных расчетов. Решение всех трех задач также должно осуществляться путем создания надлежащих регулирующих и контролируемых механизмов.

9. В связи с вопросом о том, может ли эффективный банковский надзор предупредить раздувание спекулятивных операций с активами, было отмечено, что надлежащие макроэкономические условия в сочетании с эффективным банковским надзором могут в определенной мере сократить частоту возникновения подобных "мыльных пузырей" на операциях с активами, но не устранить их полностью. Было также указано, что, хотя банковский надзор действительно связан со значительными расходами, отсутствие надлежащего контроля оборачивается еще большими издержками.

10. Были отмечены следующие пять необходимых условий для эффективного банковского надзора:

- i) обоснованная и устойчивая макроэкономическая политика;
- ii) хорошо развитая государственная инфраструктура, включающая систему законодательства о предпринимательстве, четко определенные принципы и правила бухгалтерского учета, независимую аудиторскую деятельность и надежную и эффективную платежно-расчетную систему для осуществления финансовых операций;
- iii) эффективные принципы функционирования рынков, зависящие от надлежащего потока информации, получаемой участниками рынка, обоснованных финансовых стимулов, поощряющих рационально управляемые учреждения, и

механизмов, позволяющих избежать такой ситуации, когда инвесторы остаются не затронутыми последствиями своих решений;

- iv) процедуры эффективного решения проблем в банковском секторе;
- v) механизмы, обеспечивающие надлежащий уровень системной защиты (или государственная сеть "безопасности").

11. Система надзора не может и не должна гарантировать невозможность банкротства банков. В условиях рыночной экономики банкротство входят в риск, который берут на себя предприятия. Практическое осуществление является наиболее важным аспектом, и в силу своего характера этот процесс может быть достаточно длительным в зависимости от изначальных условий, существующих в данной стране. В качестве основы должен быть взят комплекс руководящих принципов, направленных на создание общих рамок для эффективного банковского надзора, дополняемых на уровне стран соответствующими мерами с учетом конкретных условий и рисков в странах. В ряде стран правовая и институциональная рамочная основа, необходимая для эффективного осуществления руководящих принципов, уже в значительной мере существует, и полное их осуществление может быть обеспечено сравнительно быстро. В других странах этот процесс может быть связан с необходимостью внесения некоторых основательных изменений, что потребует более значительного времени, включая внесение надлежащих правовых изменений (для принятия норм, касающихся договорного права, прав собственности, механизмов финансирования под обеспечение и процедур объявления о неплатежеспособности и банкротстве), а также принятие шагов для увеличения числа квалифицированных практических работников в области права, бухгалтерского учета, кредитного анализа, управления рисками и использования инструментов частного сектора (включая агентства, занимающиеся установлением кредитного рейтинга, и частных аналитических экспертов).

12. Было отмечено, что эффективный надзор должен распространяться на все банки, независимо от места их регистрации, включая банки, зарегистрированные в оффшорных финансовых центрах. Был поднят вопрос о том, должна ли функция банковского надзора входить в компетенцию центрального банка; по мнению большинства стран, ее осуществление центральным банком представляется более целесообразным и эффективным подходом. Механизм надзора должен охватывать не только банки, но и небанковские финансовые учреждения, включая, в частности, остальные два основных компонента финансовой системы, а именно: инвестиционные фонды и страховые компании.

13. Была широко признана необходимость создания системы страхования депозитов, несмотря на возможность возникновения в этом случае "морального" риска. Были затронуты некоторые вопросы, касающиеся структуры такой системы, включая такие аспекты, как взносы, финансируемые из сборов, государственное финансирование, государственные гарантии и участие иностранных учреждений.



14. Помимо вопросов, касающихся надзора и правовой базы финансовой системы, эксперты также подчеркнули, что с целью сведения к минимуму рисков финансовых потрясений процесс либерализации внутренних и внешних финансовых секторов должен осуществляться осторожно с тщательно продуманной последовательностью шагов. В целом было высказано общее мнение о том, что либерализация торговли должна предшествовать внутренней финансовой либерализации, после которой уже может осуществляться либерализация потоков по счету движения капиталов. Был отмечено, что некоторые страны, использующие регулирующие меры в отношении краткосрочных потоков капитала, были среди стран, которые в наименьшей степени оказались затронутыми последствиями финансовых кризисов. Вместе с тем страны должны следить за тем, чтобы регулирование движения капитала не задерживало осуществление надлежащей политики и реформ в финансовом секторе.

### **III. ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ ВОПРОСЫ**

#### **A. Созыв Совещания экспертов**

1. В соответствии с рекомендацией, принятой Комиссией по инвестициям, технологии и смежным финансовым вопросам на заключительном заседании ее второй сессии 3 октября 1997 года 2/, было проведено Совещание экспертов по расширению внутренних рынков капитала, в частности в развивающихся странах, и их связи с иностранными портфельными инвестициями, проходившее во Дворце Наций в Женеве с 27 по 29 мая 1998 года. Совещание было открыто 27 мая 1998 года Генеральным секретарем ЮНКТАД г-ном Рубенсом Рекуперу.

#### **B. Выборы должностных лиц**

(Пункт 1 повестки дня)

2. На своем первом заседании Совещание экспертов избрало следующих должностных лиц в состав своего президиума:

Председатель: Г-н Франц Наушнигг (Австрия)

Заместитель Председателя - Докладчик: Г-н Поль Мелли (Кения)

#### **C. Утверждение повестки дня**

(Пункт 2 повестки дня)

---

2/ См. доклад Комиссии по инвестициям, технологии и смежным финансовым вопросам о работе ее второй сессии (TD/B/44/14-TD/B/COM.2/7), пункт 51.

3. На том же заседании Совецание экспертов утвердило предварительную повестку дня, распространенную в документе TD/B/COM.2/EM.4/1. Таким образом, повестка дня Совецания была следующей:

1. Выборы должностных лиц.
2. Утверждение повестки дня.
3. Расширение внутренних рынков капитала, в частности в развивающихся странах, и их связь с иностранными портфельными инвестициями.
4. Принятие итогового документа Совецания.

**D. Документация**

4. Для рассмотрения основного пункта повестки дня (пункта 3) Совецанию экспертов был представлен доклад секретариата ЮНКТАД, озаглавленный "Расширение внутренних рынков капитала, в частности в развивающихся странах, и их связь с иностранными портфельными инвестициями: вопросы для рассмотрения" (TD/B/COM.2/EM.4/2).

**E. Утверждение доклада**

(Пункт 4 повестки дня)

5. На своем заключительном заседании 29 мая 1998 года Совецание экспертов приняло согласованные выводы, приведенные в разделе I выше, и поручило Председателю подготовить резюме о работе Совецания (см. раздел II выше).

Приложение

**УЧАСТНИКИ СОВЕЩАНИЯ\***

1. Эксперты следующих государств – членов ЮНКТАД приняли участие в Совещании:

Австрия	Нигер
Алжир	Нигерия
Бангладеш	Пакистан
Беларусь	Перу
Бенин	Польша
Бразилия	Республика Корея
Венгрия	Республика Молдова
Венесуэла	Российская Федерация
Греция	Румыния
Демократическая Республика Конго	Сенегал
Египет	Словакия
Индия	Соединенное Королевство Великобритании и Северной Ирландии
Индонезия	Соединенные Штаты Америки
Иордания	Судан
Иран (Исламская Республика)	Таиланд
Испания	Тринидад и Тобаго
Италия	Тунис
Йемен	Турция
Канада	Уганда
Кения	Уругвай
Китай	Филиппины
Коста-Рика	Франция
Куба	Чешская Республика
Ливан	Швейцария
Малайзия	Шри-Ланка
Мексика	Ямайка
Намибия	Япония

---

\* Поименный список участников см. в документе TD/B/COM.2/EM.4/INF.1.

2. На Совещании были представлены следующие межправительственные организации:

Группа государств Африки, Карибского бассейна и Тихоокеанского региона  
Агентство по культурному и техническому сотрудничеству  
Андское сообщество  
Арабская организация труда  
Межамериканский банк развития  
Лига арабских государств  
Организация экономического сотрудничества и развития  
Организация Исламская конференция

3. На Совещании были представлены следующие специализированные учреждения и приравненные к ним организации:

Международный валютный фонд  
Всемирная торговая организация

4. На Совещании были представлены следующие неправительственные организации:

Общая категория

Организация "Международная сеть группы Юга"  
Организация "Сеть стран третьего мира"  
Всемирная ассоциация мелких и средних предприятий  
Всемирная федерация ассоциаций содействия Организации Объединенных Наций  
Всемирный институт сберегательных банков

Участники дискуссионной группы

Г-н Чарльз Фриленд, заместитель генерального секретаря, Базельский комитет по банковскому надзору, Банк международных расчетов  
Г-н Ханс Генбенг, проф., Институт высших международных исследований, директор Международного центра по изучению денежно-кредитных и банковских вопросов, Женева  
Г-н Джерри Хеллейнер, проф. экономики, Торонтский университет, Канада, координатор исследовательского проекта Г-24  
Г-жа Мэри Подеста, старший советник, Институт инвестиционных компаний, Вашингтон, округ Колумбия, Соединенные Штаты Америки  
Г-н Митчелл А. Пост, помощник вице-президента, исследователь и заместитель главного экономиста, Институт инвестиционных компаний, Вашингтон, округ Колумбия, Соединенные Штаты Америки  
Г-н Перфекто Ясай, младший, председатель Комиссии по ценным бумагам и биржам Филиппин.

-----