

МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
РОССИЙСКИЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ ИМЕНИ Г. В. ПЛЕХАНОВА



Р. О. Восканян, Т. В. Ващенко

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

УЧЕБНИК



Электронные версии книг на сайте
www.prospekt.org



• ПРОСПЕКТ •

Москва
2019

УДК 336:005(075.8)
ББК 65.261я73
В76

Электронные версии книг
на сайте www.prospekt.org

Авторы:

Восканян Р. О., кандидат экономических наук, доцент кафедры финансового менеджмента ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова»;

Вашенко Т. В., кандидат экономических наук, доцент кафедры финансового менеджмента ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова».

Восканян Р. О., Вашенко Т. В.

В76 Международный финансовый менеджмент : учебник. — Москва : Проспект, 2019. — 112 с.

ISBN 978-5-392-28832-8

DOI 10.31085/9785392288328-2019-112

Международная деятельность позволяет компаниям привлекать больший объем финансовых ресурсов и использовать недоступные на национальных рынках финансовые инструменты. Одновременно с этим международная деятельность ставит перед финансовыми менеджерами проблемы двойного налогообложения, высоких затрат на логистические операции и управление запасами, требует исследования особенностей заключения трансграничных сделок слияния и поглощения и т. д.

В учебнике последовательно представлены теоретический материал, контрольные вопросы и тесты для самостоятельной оценки усвоенного материала; задания, тематика эссе и курсовых работ для практических занятий.

Для студентов и преподавателей экономических специальностей, а также широкого круга читателей, желающих повысить свою финансовую грамотность.

УДК 336:005(075.8)
ББК 65.261я73

Учебное издание

**ВОСКАНЯН РОЗА ОГАНЕСОВНА,
ВАШЕНКО ТАТЬЯНА ВЛАДИМИРОВНА
МЕЖДУНАРОДНЫЙ
ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ**

Учебник

Подписано в печать 08.02.2019. Формат 60×90 1/16.
Печать цифровая. Печ. л. 7,0. Тираж 500 (1-й завод 100) экз. Заказ №
ООО «Проспект»
111020, г. Москва, ул. Боровая, д. 7, стр. 4.

ISBN 978-5-392-28832-8
DOI 10.31085/9785392288328-2019-112

© Восканян Р. О., Вашенко Т. В., 2019
© ООО «Проспект», 2019

MINISTRY OF SCIENCE AND HIGHER EDUCATION OF THE RUSSIAN FEDERATION
PLEKHANOV RUSSIAN UNIVERSITY OF ECONOMICS



R. O. Voskanian, T. V. Vashchenko

INTERNATIONAL FINANCIAL MANAGEMENT

TEXTBOOK



• PROSPEKT •

Moscow
2019

Authors:

Voskanian R. O., Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the Department of Financial Management of the Plekhanov Russian University of Economics;

Vashchenko T. V., Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the Department of Financial Management of the Plekhanov Russian University of Economics.

Voskanian R. O., Vashchenko T. V.

International Financial Management : Textbook. — Moscow : Prospekt, 2019. — 112 p.

ISBN 978-5-392-28832-8

DOI 10.31085/9785392288328-2019-112

The international activity allows companies to attract more financial resources and use financial instruments inaccessible in national markets. At the same time, international activity confronts financial managers with the problems of double taxation, high costs for logistics operations and inventory management, requires research into the specifics of cross-border M & A transactions, etc.

The textbook consistently presents theoretical material, test questions, and exercises for self-assessment of the acquired material; assignments, the subject of essays and coursework for practical classes.

For students and lecturers of economic specialties, as well as a wide range of readers who want to increase their financial literacy.

Тема 1

РАЗВИТИЕ ТРАНСНАЦИОНАЛЬНЫХ КОРПОРАЦИЙ

Современная экономика характеризуется глобальными процессами. Большинство компаний осуществляет свою деятельность как на национальном рынке, так и на мировом. Подобная деятельность продиктована рядом причин, в том числе:

- потребностью выхода за узкие рамки внутреннего рынка с целью расширения масштабов сбыта продукции;
- возможностью использовать более эффективно зарубежные ресурсы, когда это позволяет снизить издержки или, если данные ресурсы отсутствуют в стране, где производится продукция;
- повышением объемов прибыли за счет работы на основе принципа сравнительных преимуществ Д. Рикардо;
- изучением и внедрением передовых производственных, организационных и маркетинговых технологий с целью привлечения и сохранения управленческого персонала высокого уровня;
- большей инвестиционной привлекательностью для национальных и иностранных инвесторов, что позволяет аккумулировать больший объем ресурсов;
- диверсификацией финансовых рисков за счет использования капитала из различных стран;
- непрерывной информированностью о состоянии финансовых рынков в странах, где представлена международная компания, позволяющая принимать оперативные решения для получения максимальной прибыли.

В настоящий момент у компаний существует несколько основных способов выхода на иностранные рынки. В первую очередь это производство продукции на внутреннем рынке и ее экспорт за рубеж. Также компания может разместить производство товаров, работ и услуг за рубежом на базе уже существующей независимой компании. Наконец, компания может производить товары, работы и услуги за рубежом в качестве юридического лица, входящего в состав основной, материнской компании.

Любая компания, выходящая на зарубежный рынок, усложняет свой финансовый менеджмент до уровня международного.

П. Д. Шимко отмечает, что финансовому менеджменту международной компании, кроме выполнения своих основных функций, приходится непрерывно следить за варьированием обменных курсов валют, изменениями в политических и экономических структурах, международных банковских связях, методах и ставках международного финансирования и т. д.¹ Также подчеркивается, что разработка эффективной системы международного финансового менеджмента основывается на использовании инновационных подходов и современного аппарата финансовых методов, приемов и инструментов².

Исходя из вышесказанного, под международным финансовым менеджментом предлагается понимать систему управления различными видами ресурсов компании, обеспечивающую устойчивое и эффективное функционирование всех структурных элементов данной компании на международном рынке.

Выбор способа выхода на иностранные рынки, а также специфика международного финансового менеджмента обусловлены влиянием ряда факторов:

- уровень экономического развития страны компании влияет на выбор сектора экономики, в котором будет осуществлять свою деятельность компании, на стоимость и качество интеллектуального капитала, необходимого для успешного развития компании, а также на степень инвестиционной привлекательности компании;
- правовые аспекты видения бизнеса, влияющие на выбор форм и сферы деятельности компании, а также диктующие особые условия ведения бизнеса;
- налоговый режим страны оказывает влияние на объем возможных сделок, уровень чистой прибыли и инвестиционную привлекательность компании;
- уровень конкуренции и ее виды оказывают прямое влияние на возможность эффективного осуществления деятельности компании на новых рынках, защиту ее активов и доходов;
- объем издержек, которые несет компания при выходе и производстве продукции в другой стране;

¹ Шимко П. Д. Международный финансовый менеджмент: учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2016. С. 22.

² Литвинова Т. Н., Радионова Е. А. Международный финансовый менеджмент в условиях кризиса глобального финансового рынка // Известия Волгоградского государственного технического университета. 2012. Т. 14. № 16 (103). С. 56.

- существование национальных денежных единиц, оказывающих влияние на объем трансакционных издержек, а также реализующих валютный риск компании;
- глобализация рынков и межгосударственное регулирование валютно-финансовых операций;
- национальные культурные различия в ведении бизнеса и заключении сделок.

Компания, вышедшая на ряд иностранных рынков рассмотренными выше способами, традиционно называется транснациональной корпорацией (далее — ТНК). Известно, что в конце 1970-х гг. межправительственная организация развивающихся стран, членом Организации Объединенных Наций «Группа 77» с целью ограничения монополии транснациональных корпораций предложила свое понятие ТНК с целью его использования в нормативно-правовых актах и отделения данного понятия от понятия международной компании.

Существуют определенные сложности в определении сущности ТНК, поскольку с точки зрения централизованного управления ее структура в виде головной компании, филиалов и дочерних компаний рассматривается как единое целое, однако с точки зрения учета и права следует рассматривать каждое подразделение ТНК вне зависимости от его значимости как отдельное юридическое лицо.

Согласно Конференции ООН по торговле и развитию (ЮНКДАТ), ТНК представляют собой инкорпорированные или не инкорпорированные предприятия, включающие головные предприятия и их зарубежные филиалы¹.

Конвенция о транснациональных корпорациях трактует понятие ТНК как юридическое лицо (совокупность юридических лиц), имеющее в собственности, хозяйственном ведении или оперативном управлении обособленное имущество на территории двух или более сторон — участников настоящей Конвенции².

Также под ТНК предлагается понимать объединение юридических лиц, зарегистрированных в разных странах, одно или несколько из которых координируют и (или) контролируют операции объединения на региональном и (или) глобальном уровне³.

Отмечается, что ТНК располагают большими финансовыми ресурсами (исходное происхождение которых, как правило, связано

¹ Транснациональные корпорации // Конференция ООН по торговле и развитию. URL: [http://unctad.org/en/Pages/DIAE/Transnational-corporations-\(TNC\).aspx](http://unctad.org/en/Pages/DIAE/Transnational-corporations-(TNC).aspx)

² Конвенция о транснациональных корпорациях // Содружество. Информационный вестник Совета глав государств и Совета глав правительств СНГ. 1998. № 1. С. 20–25.

³ Баранникова Е. С. Международные торги: проблемы терминологии // Журнал российского права. 2017. № 1. С. 115–122.

с внешними источниками, а их правовой характер не обсуждается) и как следствие — значительной финансовой властью, которая дает усиление их влияния на народнохозяйственный комплекс страны¹.

В литературе можно встретить понятие многонациональное предприятие, которое приравнивается к понятию ТНК. Однако Г. М. Вельяминов выделяет некое смысловое различие между ними: «Если ТНК рассматривались изначально именно как корпорации, общества, т. е. чисто капиталистические структуры, то под многонациональными понимаются предприятия, которые могут быть и частными, и государственными, причем им, как и ТНК, свойственны наличие нескольких предприятий в разных странах, определенная связь между ними и способность одного предприятия оказывать существенное воздействие на другие предприятия»².

Таким образом, под ТНК следует понимать группу юридических лиц, связанных общей коммерческой целью и глобальной деятельностью, осуществляемой на территории различных государств.

Из вышесказанного следует, что основными компонентами ТНК выступают материнская компания, дочерние компании и филиалы.

В XXI в. материнские компании ТНК располагаются в международных финансовых центрах (далее — МФЦ), которые представлены в табл. 1.

МФЦ представляет собой территорию, на которой сосредотачивается значительное количество кредитно-финансовых организаций, специализирующихся на проведении международных валютных, кредитных, финансовых операций и реализации сделок с ценными бумагами и драгоценными металлами³.

Низкая динамика изменения позиций МФЦ активно анализируется международным экспертным сообществом. Примером служит публикуемый дважды в год рейтинг глобальных финансовых центров (GFCI), согласно которому Лондон и Нью-Йорк продолжают попеременно лидировать, а Гонконг и Сингапур не меняют на протяжении последних пяти лет своих третьего и четвертого мест соответственно. Наряду с этим после кризиса данные МФЦ повысили свою конкурентоспособность. Самое серьезное падение в данном рейтинге продемонстрировал Цюрих, постепенно опускающийся в рейтинге до 16-го места за счет снижения показателей репутации, качества делового климата и инфраструктуры.

¹ Анищенко Е. В. Частный внешний долг как инструмент влияния на финансовый суверенитет и финансовую безопасность Российской Федерации // Безопасность бизнеса. 2016. № 2. С. 8–14.

² Вельяминов Г. М. Международное право: опыты. М.: Статут, 2015. С. 535.

³ Блохина Т. К. Мировые финансовые рынки: учебник. М.: Проспект, 2016. С. 102.

Динамика МФЦ в рейтинге глобальных финансовых центров¹

	Март 2013	Март 2014	Март 2015	Март 2016	Март 2017	Март 2018
Лондон	1	2	2	1	1	1
Нью-Йорк	2	1	1	2	2	2
Гонконг	3	3	3	4	4	3
Сингапур	4	4	4	3	3	4
Цюрих	5	5	6	6	11	16
Токио	6	6	5	5	5	5

Лондон и Нью-Йорк — МФЦ, которые на протяжении всего XX века являлись крупнейшими агломератами различных видов финансовых услуг. Тем не менее, в XXI веке оба рассматриваемых МФЦ стали терять свою конкурентоспособность, что в большей мере проявилось после мирового финансового кризиса 2007 г. Авторы рейтинга отмечают, что разрыв между азиатскими МФЦ и признанными лидерами сокращается год от года.

Данная негативная тенденция для Лондона и Нью-Йорка обусловлена целым рядом факторов, среди которых в том числе высокие налоговые ставки и санкции в отношении банковского сектора. В период с 2009 по 2014 гг. американским правительством за осуществление сделок клиентов из стран, против которых действовали экономические санкции, оштрафованы следующие зарубежные банки: Lloyds TSB, UBS, CreditSuisse, ING Bank, HSBC, BNP Paribas². В конце 2016 г. американское правительство обязало Deutsche Bank выплатить \$7,2 млрд в качестве штрафа за продажу «токсичных» активов в преддверии обвала на ипотечном рынке.

Банковский сектор также включает в себя ТНК, а именно — транснациональные банки (далее — ТНБ), которые представляют собой крупных участников международного рынка ссудных капиталов и кредитно-финансовых услуг.

ТНБ стали образовываться в конце XIX — начале XX в. посредством создания банковских картелей крупных банков различных стран в единую систему, позволяющую повышать эффективность аккумуляции и наращивания промышленного и банковского капиталов.

ТНБ характеризуются проведением операций исключительно в интересах учредителей и страны происхождения капитала, а не страны пребывания. Подобная деятельность вызывает справедливые опасе-

¹ Составлено автором на основе GFCI 2013–2018 // URL: <http://www.zyen.com/research/gfci.html>

² Минаев С. Драконовские деньги // Коммерсантъ Власть. 2014. № 33. С. 11.

ния и недовольства национальных кредитных организаций, в связи с чем местные регуляторы финансовой деятельности формируют ряд нормативно-правовых актов, ограничивающих проникновение иностранного капитала на национальный рынок.

Простейшей формой зарубежного отделения ТНБ является представительство, которое проводит исключительно консультационные услуги, а также исследует целесообразность развития бизнеса в стране пребывания. Основной целью представительства ТНБ выступает поиск клиентов в стране пребывания, представлять услуги которым могла бы материнская компания в стране происхождения ТНБ,

Другая форма присутствия ТНБ на новом рынке — это филиал, он не является самостоятельным юридическим лицом, поэтому ответственность за его деятельность несет головная компания. Филиал может осуществлять все банковские операции, однако подчиняется праву страны происхождения. В связи с этим в большинстве стран присутствуют различные ограничения на допуск филиалов ТНБ.

Наиболее распространенная форма ТНБ — дочерняя организация, т. е. самостоятельное юридическое лицо, за которое материнская компания не несет финансовой ответственности. Традиционно дочерние компании ТНБ используют имя и деловую репутацию головной компании с целью повышения доверия физических и юридических лиц к их деятельности.

ЮНКДАТ определяет крупнейшие ТНБ по следующим показателям: индекс распространения, объем активов, количество людей в штате, общее число отделений, в том числе зарубежных, индекс интернационализации, а также число стран пребывания.

Деятельность ТНБ характеризуется рядом особенностей:

- обладают крупными институциональными связями во всех странах, где они представлены;
- являются универсальным финансовым звеном в осуществлении крупно масштабных международных платежей, в привлечении свободных денежных средств и их размещении на международных финансовых рынках на условиях возврата, соблюдения сроков и ставок оплаты;
- представляют собой основной источник крупных объемов международных инвестиционных средств с высокой степенью их надежности как с точки зрения их происхождения, так и предоставления¹.

Традиционно ТНК доминируют в отраслях, где важны нематериальные активы, т. е. это высокие технологии, медицина, строительство

¹ Марченкова Л. М. Транснациональные банки и их роль в мировой экономике // Экономическая среда. 2014. № 4 (10). С. 160.

или, где потребительские предпочтения схожи, к примеру, сфера развлечений или питания.

Если же говорить о ТНК в развивающихся странах, в первую очередь в странах БРИКС, то отмечаются следующие их основные черты:

- большую роль в развитии бизнеса ведущих корпораций играет господдержка и финансирование, наибольшей степенью государственной поддержки пользуются китайские компании;
- подавляющее большинство корпораций являются ресурсно-ориентированными;
- первоочередными внешними рынками были рынки стран ближнего зарубежья¹.

Таким образом, современные ТНК имеют возможность повышать свою эффективность и конкурентоспособность за счет доступа к дополнительным ресурсам, а также за счет возможности использования в своих интересах особенностей государственной, налоговой политики государств, увеличивая свою экспансию. Также ТНК имеют возможность продлевать жизненный цикл продукции за счет ее перераспределения между рынками сбыта. Именно ТНК в настоящий момент являются главными двигателями научно-технического прогресса и развития трансфертного ценообразования и интернационализации денежно-кредитных рынков.

Контрольные вопросы

1. Каковы причины выхода компаний на международный рынок?
2. Каким образом компания может выйти на международный рынок?
3. В чем заключается специфика международного финансового менеджмента?
4. Чем обусловлена необходимость единого определения понятия ТНК?
5. Каковы тенденции развития ТНК в настоящее время?
6. Каковы особенности деятельности ТНБ?
7. В каких отраслях экономики доминирование ТНК самое существенное?
8. Чем характеризуются российские ТНК?

Задания

Задание: сравнить МФЦ по экономическим признакам (прим. — лидирующая отрасль, уровень налогообложения, уровень конкуренции, программы развития бизнеса, возможность выхода на рынок для иностранных агентов).

¹ Кузубов А. А. Особенности формирования транснациональных корпораций стран БРИКС // Вектор науки ТГУ. Серия: Экономика и управление. 2016. № 2 (25). С. 50.

Задание: сформулировать функции финансового менеджера ТНК.
Задание: изучить этапы развития ТНБ в XIX–XXI вв.

Тематика эссе

1. Перспективы развития российских ТНК.
2. Роль ТНБ в формировании МФЦ.
3. Оценка возможностей формирования МФЦ в Российской Федерации.

Тесты

1. Компания, выходящая на международный рынок, усложняет свой финансовый менеджмент до уровня:
 - А. Национального.
 - Б. Государственного.
 - В. Международного.
 - Г. Регионального.
2. Узкие рамки внутреннего рынка определяют:
 - А. Диверсификацию продуктовой линейки компании.
 - Б. Грамотное финансовое планирование компании.
 - В. Реструктуризацию компании.
 - Г. Осуществление операционной, инвестиционной и финансовой деятельности как на национальном, так и на мировом рынках.
3. Основные способы выхода компании на иностранные рынки:
 - А. Производство товаров, работ и услуг рубежом в качестве самостоятельного юридического лица.
 - Б. Производство товаров, работ и услуг в своей стране и ее распространение через посредников.
 - В. Маркетинговые исследования и рекламные акции.
 - Г. Создание высокотехнологичной продукции.
4. Выберите фактор, не влияющий на международный финансовый менеджмент:
 - А. Правовые аспекты ведения бизнеса.
 - Б. Объем издержек, которые несет компания при выходе на иностранный рынок.
 - В. Уровень интеллектуального капитала иностранного рынка.
 - Г. Существование национальных денежных единиц.
5. Понятие транснациональной корпорации подразумевает:
 - А. Группу юридических лиц, связанных общей коммерческой целью и глобальной деятельностью, осуществляемой на территории различных государств.
 - Б. Группу юридических лиц, зарегистрированных на территории одного государства.
 - В. Группу юридических лиц, объединенных одной коммерческой целью.

- Г. Группа юридических лиц, действующей согласно нормам международного права, осуществляющей деятельность в различных секторах экономики.
6. Международный финансовый центр представляет собой:
- А. Территория, на которой сосредотачивается значительное количество кредитно-финансовых организаций, специализирующихся на проведении международных валютных, кредитных, финансовых операций и реализации сделок с ценными бумагами и драгоценными металлами.
 - Б. Территория, на которой сосредотачивается значительное количество кредитно-финансовых организаций, реализующих размещение корпоративных еврооблигаций и векселей, обладающих высокой ликвидностью.
 - В. Территория, обладающей высокой инвестиционной привлекательностью, специализирующая на проведении крупных валютных, кредитных, финансовых операций и реализации сделок с ценными бумагами и драгоценными металлами.
 - Г. Территория, обладающая высокой доступностью капитала, хорошо развитой финансовой инфраструктурой, с высокими оборотами различных финансовых и торговых операций.
7. Определите традиционных лидеров рейтинга МФЦ:
- А. Лондон и Гонконг.
 - Б. Нью-Йорк и Токио.
 - В. Лондон и Нью-Йорк.
 - Г. Сингапур и Токио.
8. Выберите основные формы транснациональных банков:
- А. Представительство, унитарное предприятие, унитарное предприятие, основанное на праве оперативного управления.
 - Б. Представительство, филиал, дочерняя организация.
 - В. Представительство, филиал, фонд.
 - Г. Представительство, производственный кооператив, дочерняя организация.
9. Выберите лишнюю особенность ТНБ:
- А. Обладают крупными институциональными связями во всех странах, где представлены.
 - Б. Выступают участником синдицированных кредитов.
 - В. Обладают высокой степенью надежности.
 - Г. Подчиняются законодательству государства, где расположена материнская компания.
10. Определите в каких отраслях традиционно доминируют ТНК:
- А. Высокие технологии, медицина, народный промысел.
 - Б. Строительство, добыча полезных ископаемых, туризм.
 - В. Высокие технологии, медицина, развлечения.
 - Г. Информационные технологии, финансовые услуги, народное творчество.

Тема 2

ВНУТРИКОРПОРАТИВНОЕ ПЕРЕРАСПРЕДЕЛЕНИЕ РЕСУРСОВ

С целью оптимизации финансовых потоков ТНК применяют такие операции как зачет, взаимозачет и неттинг. По своей экономической сущности данные операции схожи, однако имеют ряд отличных друг от друга характеристик, связанных в том числе с особенностью национального права различных стран.

В Российской Федерации понятие зачета содержится в ст. 410 ГК РФ «Прекращение обязательства зачетом»: Обязательство прекращается полностью или частично зачетом встречного однородного требования, срок которого наступил, либо срок, которого не указан или определен моментом востребования. В случаях, предусмотренных законом, допускается зачет встречного однородного требования, срок которого не наступил. Для зачета достаточно заявления одной стороны¹.

Следует отметить, что в российском праве не применяется зачет при ликвидационных процедурах, однако за рубежом такая практика присутствует.

Запрещен зачет в следующих случаях, если подобное предусмотрено договором между организациями, если зачет запрещен законодательством (к примеру, зачастую невозможности провести зачет с иностранными партнерами), если истек срок исковой давности².

Взаимозачет основывается не на положениях закона, а на соглашении сторон, в отсутствие соглашения взаимозачет невозможен. Взаимозачет также не допускается при несостоятельности (банкротстве) одного из участников соглашения. При уступке взаимозачет производится на основании соглашения всех сторон всех обязательств.

¹ Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ (ред. от 03.08.2018) // СЗ РФ. 1994. № 32. Ст. 3301.

² В Российской Федерации общий срок исковой давности составляет три года со дня, когда лицо узнало или должно было узнать о нарушении своего права и о том, кто является надлежащим ответчиком по иску о защите этого права.

Финансовая привлекательность неттинга заключается в обеспечении меньшего значения риска и более высокой эффективности компаний. Посредством неттинга компании имеют возможность накапливать ликвидность, снижать маржу по сделкам с деривативами и затраты на клиринг по сделкам с ценными бумагами.

Неттинг — инструмент внутреннего хеджирования ТНК, когда головной офис корпорации и ее иностранные филиалы взаимно учитывают внутриорганизационные валютные потоки в конце каждого периода, при этом валютному риску подвержен только отстающий баланс или остаток, который нуждается в хеджировании.

Неттинг двусторонний — две компании из одной группы компаний учитывают дебиторскую и кредиторскую задолженность перед друг другом, часто без участия головного офиса ТНК.

Многосторонний неттинг обычно управляется головным офисом. Филиалы должны уведомлять головной офис о внутриорганизационных потоках дебиторской задолженности и платежах. Важно, что осуществление платежей производится в одной валюте.

Многосторонний неттинг позволяет главному офису провести взаимозачет сумм, которые он должен и которые ему должны, в результате чего формируется остаточное сальдо — небольшая сумма, подлежащая к уплате или получению головным офисом и каждым из его участников. В этом случае неттинг снижает суммарные риски головного офиса и его контрагентов, сокращаются затраты на закрытие сделок и проведение расчетов по ней, уменьшается нагрузка на сопроводителей клиринговых операций и снижается риск неисполнения обязательств. Соответственно, чем большее количество контрагентов у головного офиса, тем более эффективен неттинг, что делает его наиболее актуальным для ТНК.

Система с многосторонним неттингом должна как минимум обеспечивать своевременное завершение дневных расчетов в случае неплатежеспособности участника с наибольшим индивидуальным расчетным обязательством.

Неттинг приводит к уменьшению сумм и частоты валютных переводов, таким образом, помогая не только сократить затраты и захеджироваться от различных рисков, но и ускорить движение денежных потоков. Перед внедрением системы неттинга платежей следует уточнить, нет ли юридического запрета на подобную деятельность в стране, где ТНК осуществляет свою деятельность. В ряде стран компании должны получить разрешение на осуществление неттинга от властей.

Поскольку отчасти неттинг является частью клиринга, то в случае осуществления неттинга с участием сделок по ценным бумагам практически на всех современных рынках в Европе и Азии расчеты по домашним ценным бумагам проходят через центральной депозитарий, собственником которой традиционно является биржа.

К примеру, если компания «Альфа» в течение дня осуществила сделки по акциям компании «Бетта» с семью различными контрагентами, то к концу дня подсчитываются суммарные обязательства компании «Альфа» перед центральным контрагентом по акциям компании «Бетта». Данная процедура называется риск-неттинг и отличается от обычного расчетного неттинга тем, что его осуществляет центральный контрагент в лице, например, Лондонской клиринговой палаты в Великобритании. В США Национальная клиринговая корпорация осуществляет оба вида неттинга: расчетный и риск-неттинг.

Основу управления денежными потоками ТНК представляет анализ процесса их движения, который может быть выполнен двумя методами:

1. Прямой (верхний) метод предполагает деление совокупного денежного потока на три компонента, характеризующих движение денежных средств, связанное с операционной, инвестиционной и финансовой деятельностью. Для каждого из них определяются суммы входящих и исходящих денежных средств, что позволяет рассчитать чистые денежные потоки по каждому виду деятельности.

2. Косвенный (нижний) метод предполагает пересчет полученного финансового результата посредством внесения корректировок в величину чистой прибыли на операции неденежного характера, например, амортизацию или изменения в запасах. Данный метод позволяет выявить связь между величиной чистой прибыли и остатком денежных средств.

Посредством косвенного метода анализа денежных потоков возможность выявить негативные тенденции и своевременно принять меры, позволяющие предотвратить финансовые потери компании.

Важно, что чистые денежные потоки по инвестиционной и финансовой деятельности рассчитываются только прямым методом.

Цель управления денежными потоками — сбалансированность входящих и исходящих денежных потоков.

Повышению притока денежных средств способствует:

- рост объема продаж продукции компании;
- оптимизация величины дебиторской задолженности;
- сокращение операционного цикла (состоит из производственного и финансового) и увеличение оборачиваемости всех видов ресурсов;
- продажа имущества, не используемого в хозяйственной деятельности;
- увеличение собственного капитала компании, в том числе на основе дополнительной эмиссии акций;
- привлечение заемного капитала в форме кредитов, размещения облигационных займов и т. д.

Сокращения оттока денежных средств можно побиться посредством:

- оптимизации запасов товарно-материальных ценностей, в том числе, на основе сокращения их потерь;
- увеличения кредиторской задолженности: с учетом соблюдения требований по сохранению достаточной финансовой устойчивости компании;
- пересмотру договорных отношений с контрагентами, нарушающими условия оплаты товаров и услуг компании;
- переходу к консервативной дивидендной политике и соответствующего уменьшения дивидендных выплат и проч.

Контрольные вопросы

1. Каковы причины использования компаниями неттинга?
2. Какие виды неттинга существуют?
3. В чем заключается специфика многостороннего неттинга?
4. Чем обусловлена необходимость использования единой валюты при осуществлении многостороннего неттинга?
5. Каковы основные преимущества неттинга?
6. Какие наиболее крупные клиринговые платы существуют на данный момент?
7. Какова роль клиринговых палат в неттинге?
8. Каким риском можно управлять посредством неттинга?

Задания

Задание: подготовить краткую характеристику видов встречной торговли (чистый бартер, клиринговое соглашение, свитч, офсет, встречная закупка, байбэк).

Тематика эссе

1. Экономическая сущность и анализ основных характеристик неттинга.
2. Специфика перераспределения денежных средств международной компании.
3. Роль клиринга во внутрикорпоративном перераспределении ресурсов.

Задачи

Задача № 1. ТНК «Омега» заключила две форвардные следки в разное время, в результате которых ей необходимо предоставить ТНБ «Сигма» 1 млн у. е. по курсу 1,530. В тот же день ТНБ «Сигма» должен предоставить ТНК «Омега» 1 млн уфед¹ против у. е. по курсу 1,500.

¹ Условно-универсальные учетно-финансовые единицы.

Определите количество переводов денежных средств при отсутствии и присутствии между вышеуказанными организациями договора о неттинге, а также рассчитайте сумму поставки.

Задача № 2. В качестве контрагентов осуществляют деятельность четыре ТНК: «Альфа», «Бета», «Гамма», «Дельта». Между организациями заключен договор о многостороннем неттинге по сумме наименьшей задолженности.

ТНК «Альфа» должна 700 000 у. е. ТНК «Бета».

ТНК «Бета» должна ТНК «Гамма» 680 000 у. е.

ТНК «Гамма» должна ТНК «Дельта» 835 000 у. е.

ТНК «Альфа» предъявила требование об оплате долга в размере 570 000 у. е. к ТНК «Дельта».

Неттинг решено проводить в следующем порядке: от ТНК «Альфа» к ТНК «Дельта», от ТНК «Дельта» к ТНК «Гамма», от ТНК «Гамма» к ТНК «Бета», от ТНК «Бета» к ТНК «Альфа».

Определите сумму непогашенной задолженности для каждой ТНК.

Тесты

1. В каких случаях в Российской Федерации не применяется зачет:
 - А. В финансовый год компании.
 - Б. При ликвидационных процедурах.
 - В. При процедурах оценки стоимости компании
 - Г. При процедурах смены организационно-правовой формы компании.
2. С помощью неттинга можно управлять следующим видом риска:
 - А. Валютным.
 - Б. Страновым.
 - В. Политическим.
 - Г. Биржевым.
3. Особенностью двустороннего неттинга является:
 - А. Участие головного офиса ТНК.
 - Б. Участие контрольного финансового органа со стороны государства.
 - В. Оформление отчетности по МСФО.
 - Г. Осуществление процедуры в разных валютах.
4. Особенностью многостороннего неттинга является:
 - А. Участие головного офиса ТНК.
 - Б. Участие контрольного финансового органа со стороны государства.
 - В. Оформление отчетности по МСФО.
 - Г. Обязательно участие всех компонентов ТНК.
5. Неттинг позволяет добиться:
 - А. Увеличения сумм и частоты валютных переводов.
 - Б. Уменьшения сумм и частоты валютных переводов.

- В. Увеличения прибыли компании за счет увеличения риска.
 - Г. Уменьшения затрат на логистические операции.
6. Центральным депозитарием неттинговых сделок по ценным бумагам обычно выступает:
- А. Центральный банк.
 - Б. Счетная палата государства.
 - В. Казначейство государства.
 - Г. Фондовая биржа.
7. Определите два метода анализа процесса движения денежных потоков ТНК:
- А. Прямой и косвенный.
 - Б. Односторонний и двусторонний.
 - В. Краткосрочный и долгосрочный.
 - Г. Горизонтальный и вертикальный.
8. Прямой метод предполагает деление совокупного денежного потока на следующие три компонента:
- А. Операционный, инвестиционный и финансовый.
 - Б. Производственный, кредитный и финансовый.
 - В. Производственный, инвестиционный и финансовый.
 - Г. Операционный, расчетный и финансовый.
9. Выявите цель управления денежными потоками ТНК:
- А. Повышение стоимости компании.
 - Б. Повышение балансовой стоимости компании.
 - В. Сбалансированность входящих и исходящих денежных потоков.
 - Г. Сбалансированность активов и пассивов компании.
10. Определите фактор, не влияющий на сокращение оттока денежных средств:
- А. Увеличения кредиторской задолженности: с учетом соблюдения требований по сохранению достаточной финансовой устойчивости компании.
 - Б. Пересмотр договорных отношений с контрагентами, нарушающими условия оплаты товаров и услуг компании.
 - В. Переход к консервативной дивидендной политике и уменьшение дивидендных выплат.
 - Г. Инфляционные ожидания экономических агентов.

Тема 3

ФИНАНСОВЫЕ РЕСУРСЫ ТНК

Финансовые ресурсы обеспечивают развитие компании.

Финансовые ресурсы могут привлекаться из внутренних и внешних источников финансирования и классифицироваться по титулу собственности на собственные и заемные средства.

Внутренние ресурсы компании формируются за счет чистой прибыли и амортизационных отчислений, они же формируют собственные средства компании. Однако в собственные средства также включаются средства инвесторов-совладельцев, которые по отношению к самой компании представляются внешними финансовыми ресурсами.

Иные внешние финансовые ресурсы такие как эмиссия долговых ценных бумаг, различные виды кредитов, факторинг, форфейтинг и т. д. формируют заемные средства компании.

Поскольку при вовлечении в оборот собственных средств компании доход владельца капитала непосредственно связан с финансовым результатом, то данный риск отражается на стоимости привлечения собственных средств по сравнению с заемными. В связи с этим заемный капитал традиционно дешевле для ТНК.

Эмиссия долговых ценных бумаг в первую очередь подразумевает выпуск корпоративных облигаций. Следует заметить, что к выпуску облигаций допускаются только самые надежные и финансово устойчивые компании. Номинальная стоимость всех выпущенных облигаций не должна превышать размер уставного капитала компании и/или величину суммы обеспечения, представленной третьими лицами для цели выпуска облигаций.

Основные преимущества привлечения заемного капитала в виде выпуска корпоративных облигаций заключаются в сохранении контроля над компанией, высокой финансовой устойчивостью в случае неблагоприятного изменения конъюнктуры рынка и низкими процентами к уплате в силу относительно низкого риска, характеризующего облигации. Также облигационный заем классифицируется как долгосрочный кредит, что наиболее актуально для ТНК, которые нередко занимаются именно стратегическим финансовым планированием.

Вместе с тем, выпуск корпоративных облигаций позволяет компании управлять данным долгом, что также расценивается как преимущество облигационного займа по сравнению с традиционным кредитованием.

Другим способом привлечения заемного финансирования посредством ценных бумаг выступает вексельный заем. Отличительной особенностью вексельного займа заключается в привлечении меньших сумм, нежели посредством облигационного. Вексельное финансирование дороже облигационного, а сам процесс выпуска и размещения векселей занимает около полугода.

Основные преимущества привлечения заемного капитала в виде размещения векселей заключаются в возможности без залогов и поручительств с минимальными затратами в весьма короткие сроки привлечь капитал, повысить финансовую дисциплину компании, а также диверсифицировать источники привлечения заемного капитала.

Следует отметить, что несвоевременное погашение векселей или выплат по облигациям крайне негативно сказывается на деловой репутации компании. Подобное наиболее важно для ТНК, непрерывно привлекающих дополнительные внешние источники финансирования с целью дальнейшего расширения своего бизнеса. Снижение деловой репутации снижает кредитный рейтинг компании и повышает стоимость привлечения заемного капитала, что является негативным фактором дальнейшего развития.

Для ТНК одной из наиболее привлекательных форм предоставления банковского кредитования представляется синдицированный кредит.

Основное отличие синдицированного кредита от обычного заключается в участии двух и более банков для кредитования одного объекта финансирования. Банками данная операция осуществляется при отсутствии возможности самостоятельно удовлетворить кредитные потребности клиента и нежелании терять крупного клиента. В этом случае они привлекают иные банки и таким образом, уменьшают свой кредитный риск за счет диверсификации. В качестве обеспечения заемщик может представить любые активы, в том числе ценные бумаги, основные средства и т. д. Для синдицированного кредита характерно единство документации и информации, представляемого всем участникам синдиката.

Проценты по синдицированному кредиту начисляются по плавающей ставке, если же она недоступна, то используется средняя ставка референтных банков для кредитования друг друга на рынке межбанковского кредитования. Список референтных кредитных организаций должен быть указан в соглашении о заключении синдицированного кредитования.

Важным условием синдицированного кредита выступает необходимость заемщика возвращать средства равными долями каждому кре-

дитору. Из этого следует, что банки связаны общим риском и по этой причине выдают подобные кредиты лишь наиболее кредитоспособным и надежным компаниям, к которым обычно можно причислить ТНК.

Заключение синдицированного кредита является открытой информацией, что позволяет компании, получающей такой кредит, повысить свою узнаваемость на рынке и, в случае своевременного и полного погашения задолженности, улучшить свою кредитную историю. Для ТНК зачастую синдицированный кредит предшествует выпуску еврооблигаций.

Нередко ТНК прибегают к синдицированному кредиту в условиях, когда для них оказывается по тем или иным условиям невозможен выпуск облигационного займа. Объем подобных сделок представляется значительным и зачастую участие в подобном кредитовании принимают банки сразу из нескольких стран, где осуществляет свою деятельность ТНК.

В силу участия в синдикате банков из различных государств и, следовательно, различных правовых юрисдикций, возникает вопрос, согласно какому праву и в соответствии с какими требованиями заключать договор о синдицированном кредитовании.

Традиционно выбирается английское право для подчинения ему заключаемых кредитных соглашений. Во-первых, это связано с высокой гибкостью английской правовой системы, позволяющей структурировать кредитное соглашение необходимым для его сторон образом без риска признания соглашения недействительным; во-вторых, с доверием международных банков к английской судебной системе при необходимости разрешения споров, вытекающих из кредитных соглашений; в-третьих, с авторитетом расположенной в Лондоне Ассоциации ссудного рынка, которая объединяет всех профессиональных участников рынка синдицированного кредитования и занимается унификацией стандартов и договорных положений, применяемых в области синдицированного кредитования¹.

В ряде случаев компании привлекают необеспеченный долг, который также называется субординированным. Он характеризуется вторичными правами на активы компании, из чего следуют высокие затраты по обеспечению данного кредита.

Данный долг обслуживается и погашается во вторую очередь по сравнению с основным долгом. В случае несостоятельности (банкротства) компании субординированный долг также погашается после основных долгов компании.

Субординированный долг представляет собой обязательства заемщика его и обслуживать и своевременного погасить, но одновременно

¹ Международное и зарубежное финансовое регулирование: институты, сделки, инфраструктура: монография / под ред. А. В. Шамраева: в 2 ч. Часть вторая. М.: КНОРУС; ЦИПСИ, 2014. С. 356.

имеет и некоторые черты акционерного капитала, так как по желанию кредитора, может быть конвертируем в него. Также характерной чертой субординированного долга выступает то, что льготный период по его погашению и оплате процентов может быть существенно более длительным, чем в случае основного долга¹.

Таким образом, субординированный долг является дополнением к основному и реализует желание инвестора финансировать деятельность компании, но не посредством выкупа акций, а посредством предоставления кредита. Такая политика позволяет в случае ликвидации компании удовлетворить требования инвестора после обычных кредитов и займов, но перед требованиями собственников компании.

Параллельный кредит также является одним из форм предоставления кредитов на международном рынке. Инвестиционные банки разработали параллельные кредиты для предоставления своим клиентам возможности избежать уплаты премии, если компания занимала деньги за границей для финансирования своих инвестиций. Однако в настоящее время параллельный кредит все чаще представляется схемой внутрифирменного финансирования.

Выявлена следующая схема использования параллельных кредитов: компания занимает у. е. в одном государстве, а взамен ей предоставляют в долг эквивалентную сумму в иной валюте во втором государстве; подобные параллельные кредиты компенсируют друг друга².

Такая система финансирования применяется в случае, если существуют ограничения на использование той или иной валюты, а также при желании участников соглашения минимизировать валютный риск за счет получения денежных средств в той валюте, в которой осуществляются операции.

Тем не менее, выделяются следующие недостатки параллельного кредитования:

1) трудности в нахождении контрагента, удовлетворяющего следующим требованиям: наличие филиала в стране базирования головной компании; намерение инвестировать в него денежные средства на тот же срок и на ту же сумму, что и компания — инициатор сделки;

2) высокие кредитные риски, связанные с тем, что погашение задолженности оформляется двумя несвязанными кредитными соглашениями и в результате неблагоприятного изменения динамики

¹ Родионов И. И., Божья Воля Р. Н. Проектное финансирование. СПб.: Алетей, 2017. С. 153.

² См.: *Сатьяжит Дас*. Трейдеры, Пушки и Деньги: известные и неизвестные в сверкающем мире деривативов / пер. с англ. А. Лисовский. М.: Волтерс Клувер, 2008. С. 45.

валютного курса долг может быть возвращен позже или не возвращен вовсе по причине банкротства контрагента¹.

В настоящее время существует два вида условий, дополняющих кредитные отношения, с целью регулирования деятельности компании на время привлечения заемного капитала. Традиционно они называются ковенанты или ковенантные условия и классифицируются на негативные и позитивные.

Негативные ковенанты еще называют пассивными, поскольку они представляют собой запрет или ограничение на совершение определенных действий заемщиков. Традиционно негативные ковенанты используются в сделках по слиянию и поглощению, созданию совместных предприятий, прямому частному инвестированию, а также при купле-продаже компаний (например, защита нематериальных активов, запрет на переманивание ключевых работников, поставщиков и др.)².

Позитивные ковенанты, они же активные, характеризуются обязательствами заемщика совершать определенные действия, направленные на соблюдение законодательства или обеспечение открытости информации о различных направлениях своей деятельности.

Также выделяется третий вид ковенантов — финансовые ковенанты, которые представляют собой требования к определенным финансовым показателям, предъявляемые к заемщику. Финансовые ковенанты в свою очередь классифицируются на связанные с коэффициентом покрытия, структурой капитала, чистыми активами, коэффициентом ликвидности, размером капитальных вложений, долговой нагрузкой и ограничением дивидендных выплат³.

Основная функция ковенантов регулирующая. Данный финансовый инструмент позволяет осуществлять мониторинг и контроль различных направлений деятельности компании. Это особенно важно для кредиторов инновационных компаний, поскольку чем больше подвержена различным изменениям деятельность компании, тем больше параметров захотят зафиксировать кредиторы в виде ковенантов с целью повышения своей финансовой безопасности.

В практической деятельности при заключении финансовых соглашений ковенанты начали использоваться в начале XX в. Российская

¹ Пивоваров С. Э., Максимцев И. А., Тарасевич Л. С. Международный менеджмент: учебник для вузов. 5-е изд. Стандарт третьего поколения. СПб.: Питер, 2013. С. 286–267.

² Кувалдина Т. Б., Задорожная А. Н. Финансовая и нефинансовая информация и ее роль в защите интересов инвесторов // Финансы и банки. 2015. № 5. С. 92.

³ Задорожная А. Н. Ковенанты как инструмент решения конфликта интересов между акционерами и кредиторами компании // Финансы и кредит. 2014. № 16 (592). С. 43.

практика ковенантов достаточно обширна. К примеру, ковенанты использует Внешэкономбанк в соглашениях с иностранными инвесторами. Также ковенанты применяются трубной металлургической компанией по кредитным обязательствам, привязанным к долговой нагрузке компании. Условия ковенантов данных компаний не раскрываются. Ковенанты используются и крупнейшим российским производителем легковых автомобилей «АвтоВАЗом», который нарушил свои кредитные обязательства перед банками, что может повлечь за собой досрочное погашение долга, осложненное снижением уровня продаж компании на протяжении последних двух лет. Также ковенанты применяются в отношении государственной транспортной лизинговой компании; ограничения связаны с соотношением капитала и активов компании.

Иностранная практика применения ковенантов демонстрирует, что часто ковенанты ограничивают минимальную чистую стоимость материальных активов или минимальный размер остатков на резервных счетах заемщика¹. В случае снижения значения одного из финансовых показателей, кредиторы сокращают срок предоставления кредита, чтобы дисциплинировать заемщика. Таким образом, ковенанты выступают в качестве предупреждения при наличии сложностей с обслуживанием долга.

Для инвестора ковенанты выгодны с точки зрения стратегического развития, поскольку посредством данного финансового инструмента он снижает для себя конкуренцию на определенном рынке. К примеру, посредством ковенантов можно ограничивать число инвесторов конкретной компании, сократить ее возможности привлечения больших объемов дополнительных средств, исключая сторонние источники внешнего финансирования или использовать ковенанты на ограничения вложений средств иностранных инвесторов с целью сохранения будущих финансовых и инвестиционных возможностей.

Контрольные вопросы

1. Что относится к внутренним источникам финансирования ТНК?
2. Каковы основные преимущества привлечения заемного капитала?
3. Какими характеристиками должна обладать компания для осуществления эмиссии облигаций?
4. Каковая экономическая сущность вексельного займа и в чем его отличия от облигационного?
5. На основании чего рассчитываются проценты по синдицированному кредиту?

¹ *Bouvier L., Nisar T. M. Design and impacts of securitized leveraged buyouts // Cogent Economics & Finance. 2015. № 3. P. 1–12.*

6. В каких условиях актуально привлечение субординированного долга?
7. Каковы основные преимущества и недостатки параллельного кредита?
8. Какова экономическая сущность ковенантных условий?

Задания

Задание: подготовьте краткую характеристику современных внешних источников финансирования деятельности компании.

Задание: разработайте стратегию внешнего финансирования нового вида продукта (услуги) предполагаемой ТНК исходя из следующих вопросов:

1. На каком этапе развития находится ТНК?
2. Какова конкуренция на рынке новой продукции (услуги)?
3. Какова стратегия компании в отношении доли на рынке продукции (услуги)?
4. Существенное ли влияние оказывает государственное регулирование на вашу новую деятельность?
5. Какова предполагаемая структура финансирования нового вида продукции (услуги)?
6. В случае выпуска облигаций, какой объем планируется к эмиссии?
7. В случае привлечения синдицированного кредита, какие банки будут выступать участниками синдиката, а какие — референтными?
8. Какие ковенантные условия для вас являются приемлемыми?

Тематика эссе

1. Анализ наиболее крупных IPO за последние три года.
2. Анализ факторов, влияющих на стоимость привлечения заемного капитала ТНК.
3. Оценка возможности использования краудфандинга для финансирования деятельности ТНК.

Тесты

1. Определите источники привлечения финансовых ресурсов ТНК:
 - А. Акционерные и паевые.
 - Б. Материальные и нематериальные.
 - В. Внутренние и внешние.
 - Г. Реинвестируемые и дезинвестируемые.
2. Выберите элементы собственного капитала компании:
 - А. Амортизационные отчисления, чистая прибыль, средства инвесторов-совладельцев.
 - Б. Налоговые отчисления, чистая прибыль, средства инвесторов-совладельцев.
 - В. Сумма финансового лизинга основных средств, чистая прибыль, средства инвесторов-совладельцев.

- Г. Сумма средства, полученных от реализации эмитированных компанией собственных облигаций, чистая прибыль, средства инвесторов-совладельцев.
3. Определите ключевую характеристику ТНК, допускающей к выпуску корпоративных облигаций:
- А. Долгий период реализации основной деятельности.
 - Б. Широкая дистрибьютерская сеть.
 - В. Высокий уровень финансовой устойчивости.
 - Г. Высокий уровень финансового контроля.
4. Выпуск корпоративных облигаций характеризуется:
- А. Длительным сроком и относительно высокой стоимостью привлечения.
 - Б. Длительным сроком и относительно низкой стоимостью привлечения.
 - В. Коротким сроком и относительно высокой стоимостью привлечения.
 - Г. Коротким сроком и относительно низкой стоимостью привлечения.
5. Определите ключевые характеристики вексельного финансирования ТНК:
- А. Длительный срок выпуска и размещения, относительно высокая стоимость привлечения.
 - Б. Длительный срок выпуска и размещения, относительно низкая стоимость привлечения.
 - В. Короткий срок выпуска и размещения, относительно высокая стоимость привлечения.
 - Г. Короткий срок выпуска и размещения, относительно низкая стоимость привлечения.
6. Определите последствия несвоевременного погашения векселей и/или выплат по облигациям:
- А. Формирование риска потери деловой репутации компании.
 - Б. Формирование риска повышения деловой репутации компании.
 - В. Формирование риска потери стоимости нематериальных активов компании.
 - Г. Формирование риска потери стоимости собственного капитала компании.
7. В качестве обеспечения по синдицированному кредиту ТНК может представить:
- А. Ценные бумаги и основные средства.
 - Б. Нематериальные активы и основные средства.
 - В. Поручительство третьих лиц.
 - Г. Любые активы, принадлежащие ТНК.
8. Определите порядок выплат процентов ТНК по синдицированному кредитованию:
- А. Согласно доле каждого кредитора.

- Б. Равными долями каждому кредитору.
 - В. Единовременно в конце срока выдачи синдицированного кредита.
 - Г. Единовременно при досрочном погашении синдицированного кредита.
9. Определите ключевые характеристики субординированного долга:
- А. Необеспеченный долг с высокими процентами, обслуживающийся во вторую очередь по сравнению с основным долгом.
 - Б. Необеспеченный долг с низкими процентами, обслуживающийся во вторую очередь по сравнению с основным долгом.
 - В. Необеспеченный долг с низкими процентами, обслуживающийся в приоритете по сравнению с основным долгом.
 - Г. Необеспеченный долг с низкими процентами, обслуживающийся посредством кредитной линии.
10. Выявите ключевые недостатки параллельного кредитования:
- А. Трудности в нахождении контрагента, высокая стоимость привлечения.
 - Б. Трудности в нахождении контрагента, высокие кредитные риски.
 - В. Высокие кредитные риски, высокая стоимость привлечения.
 - Г. Высокие кредитные риски, плавающая стоимость привлечения.

Тема 4

УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ МЕЖДУНАРОДНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ТНК

Деятельность любого хозяйствующего субъекта связана с неопределенностью, которая выступает основой формирования риска. Оценить неопределенность не представляется возможным, однако понять сущность риска и оценить вероятность его наступления, а также возможные последствия можно.

В качестве источников неопределенности ТНК можно рассматривать будущие технологические изменения, способные значительно изменить рыночные отношения; макроэкономическую среду; внешнюю экономику и политику государств, на территории которых осуществляет свою деятельность ТНК; крупные природные катаклизмы.

Наиболее распространенное определение риска подразумевает вероятность наступления того или иного события. Следует отметить, что данное событие может нести как положительный, так и отрицательный характер, в связи с этим риски нередко классифицируют на риски-шансы и риски-шоки.

По мнению А. Дамодарана, с точки зрения финансиста, риск означает вероятность того, что доход на сделанную инвестицию будет отличаться от ожидаемого¹. Таким образом, любая прибыль, полученная компанией, представляет собой результат реализации риска.

С целью оценки риска традиционно используют ожидаемую доходность от инвестиций и дисперсию (стандартное отклонение) фактических доходностей относительно ожидаемых. Рассматриваемые показатели исследуются на основе ретроспективных данных, что актуально в условиях незначительного изменения характеристик исследуемого объекта риска, однако представляются малоэффективной мерой риска в условиях их активного изменения в рамках временного интервала.

Сбор ретроспективных данных позволяет финансовому менеджеру ТНК классифицировать риски на систематические и неси-

¹ Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / пер. с англ. 8-е изд., перераб. и доп. М.: Альпина Паблишер, 2018. С. 102.

стематические. Систематический риск не поддается диверсификации, поскольку представляет собой следствие изменения рыночной конъюнктуры. Несистематический (специфический) риск характерен для конкретного направления деятельности компании и может быть устранен посредством диверсификации.

Осуществление международной деятельности компании осложнено множеством аспектов, в том числе и рисками, поступающими из внешней среды. С целью своевременного предупреждения компании о надвигающихся рисках и разработке направлений управлений ими и их последствиями, следует исследовать основные их виды.

Таблица 2

Классификация рисков по областям внешнего наблюдения¹

Область наблюдения	Характерные риски
Международная обстановка	Региональные конфликты и волнения, связанные с изменением хозяйственного баланса региона
Политико-правовая среда	Изменение и применение законов, ограничивающих или запрещающих бизнес (направление деятельности)
Экологическая среда	Влияние продуктов и методов их производства на окружающую среду. Деятельность населения. Информация о загрязнении окружающей среды.
Социально-культурная среда	Изменение покупательной способности населения: численность и структура населения региона
Технологическая среда	Информация о возможных изменениях производственных технологий (вновь появившиеся или имеющиеся у конкурентов)
Структурное развитие региона	Инвестиционные тенденции как федерального значения, так и местного
Рынок капиталов	Индекс инфляции, обменный курс, банковские ставки по кредитам
Рынок сбыта, снабжения и труда	Объем спроса важнейших клиентов, ценовая и программная политика конкурентов: объем сырья на рынке, цены, условия поставщиков, требования профсоюзов в области защиты труда на региональном рынке

Управление рисками или риск-менеджмент представляет собой комплекс мероприятий, направленных на оценку рисков, а также

¹ Гайфулина Н. П., Лезлина Ю. Х. Инструменты менеджмента как составляющие системы контроллинга организации // Теория новых возможностей. Вестник Владивостокского государственного университета экономики и сервиса. 2012. № 2. С. 96.

разработку и реализацию мер по нивелированию негативных и повышению позитивных последствий данных рисков.

Основной целью риск-менеджмента является обеспечение и поддержание приемлемого уровня риска, соответствующего наибольшей доходности от производимых операций. В связи с этим по уровню риска можно классифицировать на допустимые, критические и катастрофические.

Под допустимым риском понимается частичная или полная потеря прибыли компании, связанная с реализацией того или иного направления деятельности. В случае, если компания теряет лишь часть прибыли, но при этом размер ожидаемой прибыли от направления деятельности выше, то данное направление сохраняет экономическую целесообразность и данный риск представляется допустимым.

Критический риск сопряжен с потерей прибыли и определяется точкой безубыточности, в которой предполагаемая выручка позволяет возмещать лишь затраты. Катастрофический риск находится в зоне убытков, что предвещает несостоятельность (банкротство) компании, потерю его имущества и инвестиционной активности¹.

В рамках поставленной цели, основными задачами управления рисками ТНК являются:

- выявление и оценка существующих и перспективных видов рисков;
- оценка и прогнозирование последствий существенных рисков;
- разработка комплекса мероприятий, направленных на снижение уровня принятого риска;
- обеспечение эффективного распределения и перераспределения ресурсов с целью оптимизации соотношения риск-доходность;
- непрерывный мониторинг принятых рисков ТНК.

Управление рисками ТНК может проводиться посредством неприятия риска, его минимизации или его принятия. Неприятие (избегание) риска подразумевает действия по уклонению от причин формирования риска. Например, избегание любой деятельности, связанной с риском. Минимизация риска связана со снижением неопределенности, диверсификации деятельности, избегания отдельных финансовых рисков. Принятие риска проводится посредством оценки наиболее вероятных сценариев реализации риска, а также формирования стратегии действий финансового менеджмента компании в рамках заданных сценариев.

Поскольку структура ТНК включает в себя большое количество компонентов, состоящих из различных юридических лиц, с разной степени правовой и экономической самостоятельности, то при управ-

¹ Головачев А. С. Экономика организации (предприятия): учеб. пособие. Минск: Вышэйшая школа, 2015. С. 286.

лении рисками ТНК сталкивается с необходимостью выбора централизованной или децентрализованной системы риск-менеджмента.

Централизованная система управления рисками осуществляется посредством создания единого центра управления рисками. Данный центр оценивает вероятность наступления и последствия различных видов рисков для всех компонентов ТНК, после чего проводится анализ доли влияния риска каждого компонента ТНК на совокупный риск всей корпорации, корреляции рисков различных компонентов ТНК. Подобный подход к управлению рисками ТНК позволяет сократить сопутствующие расходы за счет избежание дублирования действий в каждом компоненте ТНК, повысить уровень контроля, привлечь к процессу наиболее квалифицированные кадры. Основным недостатком централизованной системы представляется долгий процесс согласования и принятия решений.

Децентрализованная система управления рисками осуществляется каждым компонентом ТНК самостоятельно. В данных условиях управление рисками ТНК не объединяется и не подчиняется общей стратегии компании. Скорость принятия решений возрастает, поскольку не требует согласования с другими компонентами ТНК. Основным недостатком децентрализованной системы является отсутствие общего представления о рисках для всей ТНК и повышения издержек на риск-менеджмент за счет дублирования функций сотрудников в каждом компоненте ТНК.

Таким образом, в целях наиболее эффективного управления рисками ТНК следует использовать комбинированный подход, сочетающий в себе элементы как централизованной, так и децентрализованной системы. При таком подходе головная компания осуществляет оценку достаточности капитала для всей ТНК при принятых рисках, а иные компоненты осуществляют локальное управление риском, обеспечивая необходимую оперативность реагирования на изменение конъюнктуры рынка.

Оценка эффективности действующей системы управления рисками необходима для анализа действующей системы риск-менеджмента ТНК, а также для качественного формирования будущей стратегии управления рисками. В этой связи применяется следующая формула оценки управления рисками компании:

$$\text{ЭРМ} = \frac{\text{Э}}{3},$$

где ЭРМ — эффективность риск-менеджмента;

Э — эффект, полученный в результате управления рисками;

3 — затраты, направленные на осуществление риск-менеджмента.

В настоящий момент следует выделить следующие особенности управления рисками ТНК: учет специфики международной деятельности, а также динамичного и нелинейного характера процессов, про-

текающих на МФР; управление валютным риском, оказывающего влияние на эффективность ряда международных сделок, а также консолидированную отчетность всей ТНК; управление страновым риском, оказывающим влияние на различные аспекты деятельности всех компонентов ТНК; доступная система методов и инструментов управления рисками ТНК значительно шире системы национальных компаний.

Таким образом, управления рисками ТНК представляет собой сложную систему, состоящую из множества компонентов, использующих наибольшее количество инструментов финансового менеджмента, направленных на обеспечение финансовой устойчивости ТНК и формировании наибольшей прибыли при соответствующем допустимом уровне риска.

Осуществление операционной, инвестиционной и финансовой деятельности на территории различных государств обуславливает формирование странового риска для ТНК. Данный вид риск тесно коррелирует с политической, экономической и социальной стабильностью в странах, где осуществляет свою деятельность ТНК.

Страновой риск может быть реализован посредством потери права собственности ТНК за рубежом или же необходимости продать собственность компании ниже рыночной цены. Также страновой риск может проявиться в непредвиденных изменениях нормативно-правовой базы, что зачастую оказывает серьезное воздействие на финансовую составляющую деятельности компаний.

В настоящее время страновой риск необходим для расчета ставки дисконтирования моделью оценки капитальных активов CAPM (Capital assets pricing model)

$$R_{\text{ск}} = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + C,$$

где $R_{\text{ск}}$ — ставка дисконта или требуемая ставка дохода собственного капитала;

R_f — безрисковая ставка дохода;

β — коэффициент бета;

R_m — среднерыночная ставка дохода;

$(R_m - R_f)$ — рыночная премия.

S_1 — риск, характерный для отдельной компании;

C — страновой риск.

Под страновым риском в данной модели понимается вероятность финансовых потерь для компании внешнего инвестора в результате воздействия неблагоприятных политических факторов в стране размещения инвестиций¹.

¹ См.: Касьяненко Т. Г. Современные проблемы теории оценки бизнеса. М.: Проспект, 2015. 304 с.

Международная деятельность ТНК напрямую связана с необходимостью работать с валютой, которая определяет риск, связанный с возможностью получения убытков из-за изменения курса валют. Валютный рынок высоко ликвидный, обладает высокой волатильностью и представляется непредсказуемым, что обуславливает необходимость постоянной работы по подбору эффективных инструментов управления валютным риском.

Валютный риск представляет собой вероятность финансовых потерь, связанных с колебаниями валютных курсов. Волатильность валютного курса при плавающем курсе вызывает высокую неопределенность в экспортно-импортных отношениях, что оказывает существенное влияние на формирование цен товаров, работ и услуг ТНК.

Колебания валютных курсов обусловлены изменением внутренней стоимости валюты, доверием к ней, объемом спекуляций, уровнем экономического развития и стабильности экономики, а также уровнем покупательской способности страны валюты. Следует также учитывать влияние государственного манипулирования валютными курсами для решения внутренних задач экономического развития или защиты от валютного курса национальных компаний. В рамках подобной деятельности государства могут искусственно повышать или занижать курсы национальных денежных единиц, проводить валютные интервенции.

К основным видам валютного риска относят трансляционный, операционный и экономический (рис. 1).



Рис. 1. Виды валютного риска ТНК

Трансляционный валютный риск формируется при консолидации счетов филиалов и дочерних компаний ТНК с головным офисом. В данном случае возникает необходимость учета активов и пассивов всех компонентов ТНК в различных валютах, осложненных разницей в стандартах финансовой отчетности.

Ключевой вопрос при составлении консолидированной отчетности ТНК заключается в выборе валютного курса, по которому будет проводится трансляция (текущему или историческому). Трансляционный риск не иллюстрирует влияния изменений валютного курса на будущий финансовый поток ТНК.

Наиболее эффективным инструментом управления трансляционным валютным риском представляется использование срочных контрактов. Базовым активом финансовых срочных контрактов, т. е. активом на котором основывается финансовый инструмент, выступают валюта, процентные ставки ценные бумаги или фондовые индексы. Посредством покупки и/или продажи срочных контрактов возможно управлять активами и обязательствами ТНК, и отчасти компенсировать трансляционный валютный риск.

Операционный валютный риск возникает при проведении операций, инвестиционных сделок и дивидендным (процентным) платежам в валюте. Данному виду риска подвергается и движение денежных средств ТНК, и уровень ее прибыли.

Количественно операционный валютный риск равен разности между будущими денежными поступлениями и оттоками в каждой валюте, зафиксированными в различных контрактах¹. По сути это является валютной позицией, которая может быть двух видов открытой и закрытой.

Закрытая валютная позиция формируется при равенстве будущих денежных поступлений и оттоков в какой-либо валюте. Открытая валютная позиция формируется при неравенстве данных величин и, в свою очередь, классифицируется на короткую и длинную.

Короткая валютная позиция возникает при превышении обязательств ТНК над ее требованиями. Длинная валютная позиция возникает при меньших обязательствах ТНК перед ее требованиями.

Любая открытая валютная позиция — это позиция валютного риска. Если сальдовая позиция короткая, то при росте курса валюты потребуется больше национальных денежных единиц, чтобы покрыть возросшие обязательства. Если же сальдовая позиция длинная, то при падении курса валюты активы компании обесценятся².

Управление операционным валютным риском основано на возможности взаимозачета долговых обязательств и дебиторской задолженности ТНК. В данном случае основными способами управления будут выступать авансовый платеж, скидки за платеж наличными и искусственное управление сроками платежей по сделкам.

Следует заметить, что авансовый платеж формирует наибольший риск для импортера, поскольку учитывает интересы только лишь экспортера. Скидки за платеж наличными предоставляется в случае оплаты в очень короткие сроки и позволяют экспортеру повысить свое финансовое положение с точки зрения ликвидности.

¹ Шимко П. Д. Международный финансовый менеджмент: учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2016. С. 85.

² Черкасова Т. Н. Международный финансовый менеджмент: учеб. пособие. М.: Проспект, 2016. С. 40.

Искусственное управление сроками платежей, например, ускорение или задержка (англ. — leads and lags). В международной практике искусственное управление сроками платежей основывается на нарушении обязательств со стороны деловых партнеров или по причине отсутствия средств на расчетном счете. Подобные действия проводятся с целью получения прибыли от изменения валютных курсов, что наиболее эффективно в рамках масштабов ТНК.

Экономический валютный риск формируется в случае получения компанией прибыли в одной валюте, а несении расходов в иной. В данном случае любое изменение валютных курсов оказывает влияние на прибыли ТНК.

Выделяют два подвида экономического валютного риска:

- прямой экономический риск — уменьшение (увеличение) прибыли по будущим операциям;
- косвенный экономический риск — потеря ценовых конкурентных преимуществ по отношению к иностранным конкурентам. Этот вид риска особенно опасен для компаний резидентов стран со слабой национальной денежной единицей¹.

С целью управления экономическим валютным риском необходимо разделять понятия валюта цены и валюта платежа.

Валюта цены — это валюта, в которой определяются цены на товары, работы, услуги. Валюта платежа — это валюта, в которой должно быть погашено обязательство импортера. Оптимальный вариант — совпадение валюты цены и валюты платежа². Валюту платежа также называют валютой контракта или расчетов.

При установлении валюты платежа ТНК, осуществляющая деятельность в у. е. ставит условие иностранному контрагенту по установлению валюты платежа в у. е., не являющихся для них основной валютой. В данном случае ТНК перекладывает операционный валютный риск на своего контрагента.

Подобное договорное условие называется валютной оговоркой, позволяющей дополнить основной контракт как непосредственно валютой платежа, так и курсом одной валюты относительно другой во избежание риска неблагоприятного изменения валютного курса. В случае принятия во внимание лишь одной стороны сделки, валютная оговорка будет называться односторонней. На практике чаще используются двусторонние оговорки, когда от неблагоприятного изменения валютного курса защищается и экспортер, и импортер.

¹ Лелюхин С. Е. Коротченков А. М., Данилова У. В. Экономическая безопасность в предпринимательской деятельности: учебник. М.: Проспект, 2016. 336 с.

² Гетьман-Павлова И. В. Международное частное право: учебник для академического бакалавриата. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2017. 528 с.

В международной практике экспортно-импортных отношений используется финансовый документ, предоставляемый продавцом покупателю под названием инвойс. Данный документ содержит перечень товаров и их основные характеристики (количество, цены, внешние характеристики), а также условия поставки и сведения об отправителе и получателях. Традиционно инвойс оформляется на каждую партию товара отдельно.

Инвойс является доказательством необходимости оплаты товара покупателем в соответствии с указанными условиями, а также отгрузки товара согласно условиям поставки. Одновременно с этим инвойс используется на таможне в целях обоснования стоимости товаров, а также расчета и декларирования их таможенной стоимости. Таким образом, инвойс выступает одним из инструментов минимизации валютного риска.

Инвойс может использоваться в качестве основания платежа для банка наряду с паспортом сделки или контрактом. Инвойс не используется в случаях, когда поставка осуществляется по предоплате. В российской практике инвойс используется только при сотрудничестве с международными компаниями, поскольку в российской финансовой практике аналога данному инструменту нет. Счет-фактура хоть и схожа по содержанию с инвойсом, но используется исключительно для целей налогового контроля.

Разнообразие способов управления валютными риском ТНК, обусловлено рядом факторов. Выделяются следующие основные факторы, влияющие на выбор методов управления валютным риском ТНК:

- соотношение между объемами экспорта и импорта;
- доля торговых операций среди других операций компании на зарубежных рынках;
- наличие производственных зарубежных операций;
- зависимость международных производственных операций от международных источников снабжения и международных продаж¹.

Таким образом, управление рисками международной деятельности ТНК осложнено ее трансграничным характером, использованием разнообразных валют и особенностями правовых систем различных государств. Перечисленное обуславливает необходимость разработки качественной и эффективной системы управления рисками, включающей в себя элементы централизованной и децентрализованной систем в зависимости от вида и объемов деятельности ТНК.

Для определения объема риска в денежном выражении используется стоимостная мера риска (Value at Risk, далее — VaR). Рассматри-

¹ Шимко П. Д. Международный финансовый менеджмент: учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2016. С. 80.

ваемый показатель позволяет определить денежную сумму, больше которой компании не придется понести в случае реализации риска.

Активное распространение данный показатель получил благодаря «Группе 30»¹, которая использовала его для ежедневного анализа возможных потерь по всем торговым позициям банков. В настоящее время данный показатель рекомендован к использованию Базельским комитетом по банковскому надзору.

Данный показатель целесообразно использовать только в стабильных экономических условиях, так как для его расчета используется ретроспективная информация и справедливая оценка контрагентов возможна только при осуществлении ими деятельности в отсутствии кризисных явлений.

Существует две основные методики стоимостной оценки риска: параметрические и непараметрические, т. е. основанные на историческом моделировании.

Модель называется параметрической, если известна функция распределения случайной величины и параметры ее распределения. В параметрической модели VaR предполагается, что доходность финансовых активов следует определенному виду вероятностного распределения, обычно нормального².

$$VaR = P_t \times k \times \sigma,$$

где P_t — стоимость актива в момент времени t ;

k — количество стандартных отклонений, соответствующих выбранному доверительному интервалу;

σ — стандартное отклонение доходности актива.

Основными преимуществами параметрической модели является простота реализации, небольшие затраты на сбор первичных данных и вычисления.

Основным недостатком выступает низкая точность оценки рисков нелинейных инструментов, таких как производные финансовые инструменты.

Контрольные вопросы

1. Каковы основные источники неопределенности для ТНК?
2. Каковы основные цель и задача управления рисками ТНК?

¹ The Group of Thirty (G30) — международная экономическая организация, основанная в 1978 г. и объединяющая крупных экономистов, финансистов и политиков в области экономики. Целью организации выступает анализ международных последствий принимаемых государствами решений на макро- и микроуровнях.

² Костина Р. В., Уколов А. И. Финансовые стратегии компаний АПК: учеб. пособие. М.: Директ-Медиа, 2017. С. 378.

3. Каковы основные преимущества и недостатки централизованной и децентрализованной систем управления рисками ТНК?
4. В каких случаях используется страновой риск?
5. Какова экономическая сущность и виды валютного риска ТНК?
6. Каким образом происходит управление операционным валютным риском?
7. Каким образом происходит управления трансляционным валютным риском?
8. Каким образом происходит управления экономическим валютным риском?

Задания

Задание: подготовить краткую характеристику понятиям «ценовая подушка» и «валютный коктейль».

Задание: изучить виды и основные характеристики срочных финансовых контрактов.

Задание: предположите результаты действия следующих рисков и предложите способы нивелирования данных угроз.

Риск (угроза)	Результат действия риска
Инфляция	
Снижение доходности инвестиционных активов	
Высокорискованное поведение деловых партнеров	
Изменение законодательного (налогового, политического и т. д.) режима в принимающей стране	
Банкротство или дефолт компании-контрагента	

Тематика эссе

1. Риски, сопровождающие дополнительную эмиссию акций ТНК.
2. Инструменты управления риском потери деловой репутации ТНК.
3. Влияние риска изменения технологической среды на деятельность современной ТНК.

Задачи

Задача № 1. Контракт на поставку основного средства включает в себя валютную оговорку. В момент заключения контракта обменный курс составлял у. е./уфед = 30,25. В момент оплаты курс у. е./уфед = 36,21.

Валютная оговорка предусматривает разделение риска пополам между участниками соглашения, если курс выйдет за рамки 30 и 36 уфед за у. е.

Если сделка при колебаниях валютного курса сохранится в интервале от 30 до 36 уфед, то изменений в расчетах не предусмотрено.

Сколько составит обменный курс закрытия сделки?

Задача № 2. ТНК «Альфа» заключила контракт на поставку основного средства после 15 сентября на сумму 25 000 у. е. Оплата по заключенному контракту должна быть осуществлена после поставки в срок до 15 ноября.

Курс у. е. к уфедам на 15 сентября составляет 25 уфед за 1 у. е.

Курс у. е. к уфедам на 15 ноября составляет 25,15 уфед за 1 у. е.

Какова сумма упущенной выгоды ТНК в случае, если не существует возможности приобрести у. е. 15 сентября по причине закрытия банков или кризисной ситуации в стране?

Задача № 3. ТНК «Бетта» ожидает получения выручки от иностранного контрагента в объеме 50 500 у. е. и планирует через месяц после получения обозначенной суммы погасить свои обязательства в национальной денежной единице (уфедрах).

На момент получения выручки курс составляет 50,15 уфед за 1 у. е. Прогнозируемый курс на момент погашения обязательств 50,40 уфед за 1 у. е.

Ставки по краткосрочным вложениям в уфедрах составляют 19%, в у. е. — 17%.

Определите оптимальный вариант управления денежными средствами.

Задача № 4. У ТНК «Гамма» сформировалась дебиторская задолженность в размере 500 000 у. е. Текущий курс у. е./уфед составляет 62, прогнозируемый — 60,5. Форвардная премия составляет 4%.

Оцените целесообразность форвардного хеджирования дебиторской задолженности.

Задача № 5. ТНК «Дельта» обладает инвестиционным портфелем на сумму 15 000 000 у. е., в котором 60% составляют акции одной компании и еще 40% акции другой компании. Стандартное отклонение доходности акций первой компании составляет 2,5, второй — 2. Коэффициент корреляции доходностей акций составляет 0,6. Доверительная вероятность всего портфеля составляет 90,106%.

Найдите стандартное отклонение инвестиционного портфеля ТНК «Дельта», посредством таблицы нормального распределения определите соответствующие уровню доверительной вероятности количество стандартных отклонений, а также рассчитайте стоимостную меру риска.

Тесты

1. Выберите основу формирования риска:
 - А. Значительные изменения в экономических отношениях.
 - Б. Вероятность наступления риска.
 - В. Неопределенность.
 - Г. Последствия наступления неблагоприятных последствий.
2. Определите характеристику информации, на основании которой рассчитываются ожидаемая доходность от инвестиций и дисперсия:

- А. Ретроспективная.
 - Б. Прогнозируемая.
 - В. Актуальная.
 - Г. Субъективная.
3. Выберите основные виды внешних рисков ТНК:
- А. Политический, маркетинговый, юридический.
 - Б. Политический, маркетинговый, экологический.
 - В. Политический, технологический, экологический.
 - Г. Политический, технологический, юридический.
4. Определите основную цель управления рисками ТНК:
- А. Оценка вероятности наступления риска.
 - Б. Обеспечение и поддержание приемлемого уровня риска.
 - В. Обеспечение наивысшей доходности.
 - Г. Обеспечение благосостояния собственников.
5. Определите основную причину необходимости оценки эффективности управления рисками ТНК:
- А. Анализ действующей системы и качественное формирование будущей системы управления рисками.
 - Б. Анализ всех существующих систем и формирование будущей системы управления рисками.
 - В. Анализ возможной системы управления рисками и качественное формирование будущей системы управления рисками.
 - Г. Анализ действующей системы управления рисками и отказ от нее.
6. Выберите экономическую модель, в расчете которой используется страновой риск:
- А. Модель Гордона для оценки стоимости собственного капитала.
 - Б. Модель «прибыль на акцию» для оценки стоимости собственного капитала.
 - В. Модель оценки капитальных активов CAPM (Capital assets pricing model).
 - Г. Модель оценки средневзвешенной стоимости капитала WACC (weighted average cost of capital).
7. Выберите верную характеристику валютного риска:
- А. Вероятность финансовых потерь, связанных с повышением валютных курсов.
 - Б. Вероятность финансовых потерь, связанная с понижением валютных курсов.
 - В. Вероятность финансовых потерь, связанных с колебаниями валютных курсов.
 - Г. Вероятность финансовых потерь, связанная с обесценением активов.
8. Определите наиболее эффективный способ инструмент управления трансляционным валютным риском ТНК:
- А. Хеджирование на валютном рынке.
 - Б. Формирование крупных запасов валюты.

- В. Использование валютного инвойсирования.
 - Г. Использование срочных контрактов.
9. Выберите неправильную характеристику открытой валютной позиции:
- А. Равенство будущих денежных поступлений и оттоков в какой-либо валюте.
 - Б. Неравенство будущих денежных поступлений и оттоков в какой-либо валюте.
 - В. Превышение обязательств перед требованиями.
 - Г. Превышение требований перед обязательствами.
10. Определите основные способы управления операционным валютным риском:
- А. Авансовый платеж, срочные финансовые инструменты, искусственное управление сроками платежей.
 - Б. Авансовый платеж, списание задолженностей, искусственное управление сроками платежей.
 - В. Авансовый платеж, внутрифирменный неттинг, искусственное управление сроками платежей.
 - Г. Авансовый платеж, скидки за платеж наличными, искусственное управление сроками платежей.

Тема 5

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ ТНК

Управление долгосрочными активами и пассивами ТНК выступает одним из направлений деятельности в рамках реализации общей стратегии развития ТНК. Основной целью управления долгосрочными активами и пассивами ТНК является обеспечение условий для непрерывного и эффективного функционирования каждого компонента ТНК при сохранении ее общей финансовой устойчивости и автономности.

Следует отметить, что формально требования разделения активов на долгосрочные и краткосрочные в системе Международных стандартов финансовой отчетности (далее — МСФО) отсутствует, но это имеет место в отношении требований представления информации об активах в финансовой отчетности¹. Традиционно в финансовой отчетности предлагается классификация статей баланса на основе оценки их степени ликвидности и участия в обороте компании.

Специфика управления долгосрочными активами и пассивами ТНК заключается в необходимости их оценки по международной стоимости, отражения в различных валютах, конвертируемых в валюту головной компании при составлении консолидированной отчетности, а также учете валютного, странового и политического рисков.

Отношение активов и пассивов компании представляет собой структуру капитала. Бюджетирование капитала компании — это выбор и формирование той структуры активов и пассивов, посредством которой обеспечивается наибольший стабильный рост благосостояния собственников.

Поскольку управление структурой капитала подразумевает поиск источников финансирования в виде пассивов и их размещения, т. е. преобразование в активы, то управление долгосрочными активами и пассивами компании относится к области инвестиционных решений.

¹ Пахомова Т. В. Управление финансовым обеспечением долгосрочных активов // Образование и наука без границ: социально-гуманитарные науки. 2016. № 5. С. 88.

В настоящее время выбор инвестиционных возможностей ТНК разнообразен. В зависимости от целей стратегического развития, финансовый менеджер выбирает тот или иной инвестиционный проект. В то же время отмечается, что об отсутствии инвестиционных возможностей в рамках соответствующего бизнеса свидетельствуют следующие внешние и внутренние признаки: стагнация в отрасли и ухудшение конъюнктуры отраслевых рынков, снижение показателей эффективности компаний отрасли, снижение показателей состояния производственных мощностей, чрезмерные остатки денежных средств на счетах компаний¹.

Инвестиционная возможность может быть прибыльна для одного из компонентов ТНК, однако для головной компании дивиденды могут попасть под дополнительное обложение, что снижает доходность проекта ТНК в целом.

При осуществлении инвестиций в иностранные активы финансовый менеджер сталкивается с необходимостью управления риском зарубежных инвестиций. Общий риск зарубежных инвестиций ТНК может быть весьма высоким, однако в то же время он представляется менее значительным, чем в случае вложения той же суммы инвестиций в компании какой-либо одной страны, поскольку общий риск зарубежных инвестиций хеджируется посредством диверсификации активов в разных странах.

Основной аргумент в пользу приобретения иностранных ценных бумаг состоит в том, что их доходность будет выше, чем отечественных, главным образом из-за более быстрого роста их курса. Более того, между динамикой курсов иностранных и отечественных ценных бумаг нет полной корреляции².

Международные частные инвестиции осуществляются частными юридическими или физическими лицами одного государства по отношению к объектам собственности иного государства. В ряде стран существуют ограничения по осуществлению иностранных инвестиций в те сферы деятельности, что имеют стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства.

Международные государственные инвестиции также называют государственными или официальными иностранными инвестициями. Это средства, выделяемые из государственного бюджета одного государства и, передаваемые иному государству на основании международных или двусторонних договоров.

¹ Когденко В. Г. Анализ распределительной политики в рамках фундаментально-го анализа компании // Экономический анализ: теория и практика. 2016. № 2 (449). С. 6.

² Пикфорд Дж. Секреты инвестиционного дела. М.: Олимп-Бизнес, 2006. С. 211.

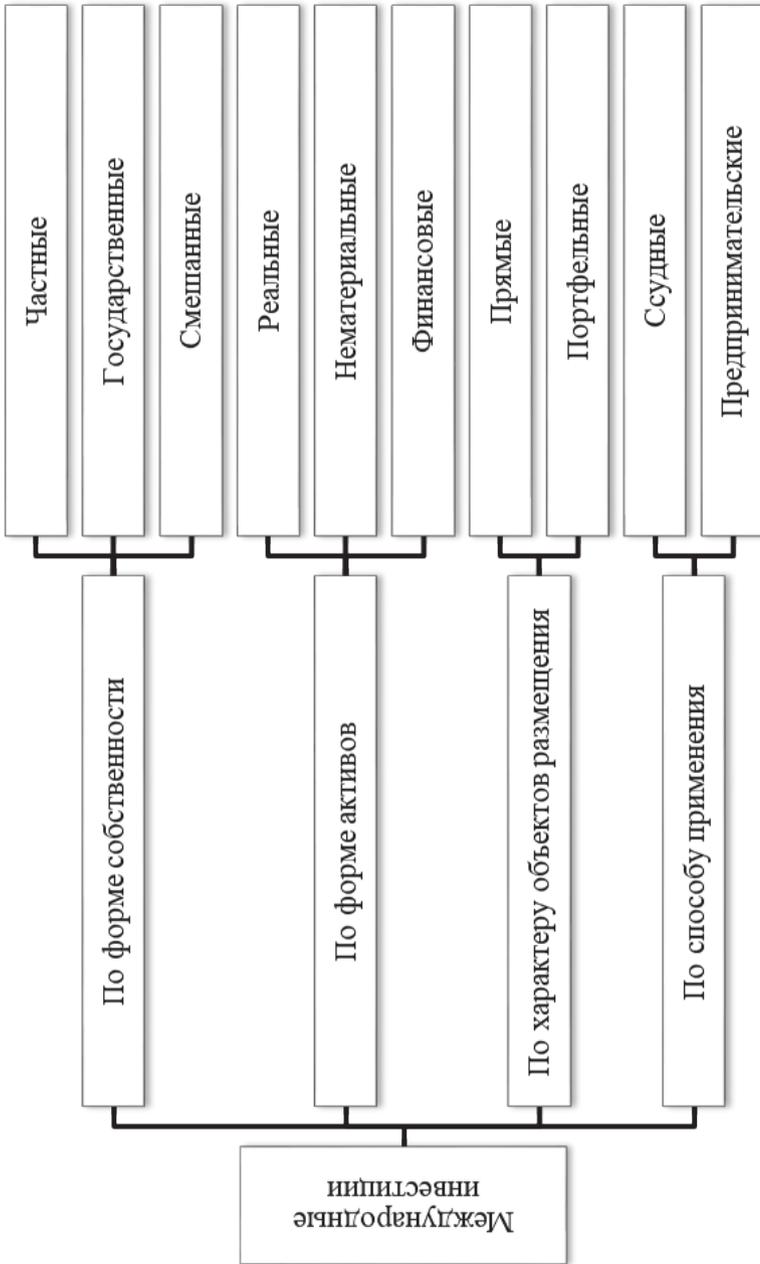


Рис. 2. Классификация международных инвестиций

Международные смешанные инвестиции формируются за счет консолидации государственного и частного капиталов для осуществления инвестиций за рубежом.

Инвестиции в реальные активы представляются наиболее распространенной формой международного инвестирования. Они связаны с основной деятельностью компании, поэтому подвержены высокому уровню экономического риска и традиционно являются долгосрочными. В качестве основных объектов инвестирования выступают капитальные вложения или оборотные активы.

Инвестиции в нематериальные активы наиболее распространены между крупными ТНК, осуществляющими производственную и высокотехнологическую деятельность. Подобные инвестиции подвержены высокому уровню технологического риска, связаны со сложностями справедливой оценки нематериальных активов и срока их полезного использования. В качестве основных объектов инвестирования выступают готовая научно-техническая продукция, патенты и лицензии, полезные образцы, научно-исследовательская работа.

Инвестиции в финансовые активы позволяют компаниям как решать вопросы тактического характера (например, управлять объемами остатков денежных средств на расчетных счетах), так и стратегического (например, формирование оптимального инвестиционного портфеля). В качестве основных объектов инвестирования выступают традиционные ценные бумаги в виде акций и облигаций, однако в зависимости от вида инвестиционной политики компании, последняя активно может использовать рынок производных финансовых инструментов.

Прямые инвестиции представляют собой способ вложения средств в производство и реальные активы. Зачастую целью осуществления прямых инвестиций является формирование контроля и доступ к разработкам актива, в который иностранный инвестор вкладывает свои свободные финансовые ресурсы.

Портфельные инвестиции подразумевают финансирование как реальных активов, так и различных финансовых инструментов. Международные портфельные инвестиции выступают инструментом проверки ценных бумаг различных стран с целью определения степени надежности как самой компании, так и государства, в которую вкладываются инвестиции с целью осуществления будущих крупных капиталовложений.

Ссудные международные инвестиции представляются на принципах платности срочности и возвратности.

Предпринимательские инвестиции направлены на финансирование различных видов предпринимательской деятельности с целью дальнейшего получения прибыли в виде дивидендов.

Широкое разнообразие возможных способов осуществления международных инвестиций обуславливает необходимость оценки инвестиционных возможностей ТНК с целью реализации наиболее эффективных.

При оценке инвестиционных возможностей используют показатели денежного потока, учитывают фактор времени при приведении к настоящей стоимости сумм денежных поступлений и инвестиций, а также выбирают ставку дисконтирования, соответствующую уровню риска, т. е. чем выше риск, тем выше показатель ставки дисконтирования.

В настоящее время используют четыре показателя для оценки инвестиционных возможностей.

Во-первых, коэффициент эффективности инвестиций, который также называется учетной нормой прибыли (account rate of return, далее — *ARR*). Показатель используется для сравнения инвестиционных возможностей, различных по затратам и предполагаемым доходам.

Основным преимуществом данного показателя является простота его расчета. В качестве недостатков можно выделить отсутствие учета стоимости денег во времени и дисконтирования. Обозначенные недостатки позволяют сделать вывод, что данный подход справедлив только для краткосрочных проектов с равномерным поступлением доходов.

$$ARR = \frac{PN}{0,5(\overline{IC} + RV)} \times 100\%,$$

где PN^1 — среднегодовая прибыль от инвестиционной возможности;

RV^2 — остаточная стоимость актива;

\overline{IC}^3 — средняя величина инвестиций.

Правилом принятия инвестиционной возможности является превышение коэффициента эффективности инвестиций над рентабельностью авансированного в деятельность компании капитала (return on assets, далее — *ROA*).

$$ROA = \frac{PN}{\bar{A}} \times 100\%,$$

где \bar{A} — средняя стоимость активов за расчетный период.

Рентабельность авансированного капитала позволяет определить общее финансовое состояние компании, а также является основной для принятия инвестиционных решений.

Во-вторых, срок окупаемости (payback period, далее — *PP*) — время, необходимое для полного возмещения суммы первоначальных инвестиций. Не существует нормативных значений для данного показателя, однако чем меньше срок окупаемости инвестиционной возможности, тем более эффективной она является.

¹ net profit.

² residual value.

³ investment capital.

Ключевой недостаток срока окупаемости заключается в отсутствии информации о размерах чистого дохода после его окончания, по этой причине большинство экономистов сходятся во времени, что он должен использоваться как вспомогательная информация.

Простой срок окупаемости рассчитывается следующим образом:

$$PP = \frac{I_0}{CF_t},$$

где I_0 — объем первоначальных инвестиций;

CF_t — денежный поток.

С целью учета изменения денежных средств во времени используется дисконтированный срок окупаемости (discounted payback period, далее — DPP). Дисконтированный срок окупаемости рассчитывается по следующей формуле:

$$DPP = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \geq I_0,$$

где r — ставка дисконтирования.

Дисконтированный срок окупаемости актуален для оценки инвестиционных возможностей в странах с нестабильной макроэкономической конъюнктурой. Однако данный показатель не учитывает реинвестиции в инвестиционный проект.

В-третьих, чистый дисконтированный доход (net present value, далее — NPV) — один из ключевых и наиболее используемых методов оценки качества инвестиционных возможностей.

Данный метод основан на расчете величины возможного прироста стоимости компании в результате реализации соответствующего инвестиционного проекта.

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0$$

При необходимости осуществления многократных инвестиций на протяжении нескольких временных периодов, расчет чистого дисконтированного дохода трансформируется:

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t} - \sum_{t=1}^T \frac{I_t}{(1+r)^t},$$

где I_t — инвестиционные затраты в период t .

Нередко ТНК при расчете чистого дисконтированного дохода используют различные по годам ставки дисконтирования. При изменении ставки от периода к периоду необходимо применять ее к каждому денежному потоку индивидуально, тогда формула принимает следующий вид:

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{\prod_{i=1}^t (1+r_i)} - I_o,$$

где $\prod_{i=1}^t (1+r_i) = (1+r_1) * .. * (1+r_t)$.

Вполне вероятно, что проект приемлемый при постоянной дисконтной ставке, может стать неприемлемым при переменной.

Если $NPV > 0$, то инвестиционные затраты порождают чистый дисконтированный доход с большей доходностью, чем альтернативные варианты на рынке с таким же уровнем риска.

Если $NPV = 0$, то инвестиционные затраты не меняют положение владельцев капитала, так как оценка компании в данном случае не меняется. Однако инвестиционная возможность может быть привлекательна с позиции увеличения активов компании на величину объемов инвестиций, что может положительно отразиться на деловой репутации.

Если $NPV < 0$, то желаемая норма прибыли не обеспечивается и проект убыточен.

К преимуществам рассматриваемого метода оценки инвестиционных возможностей можно отнести его абсолютность и возможность учитывать масштабы инвестирования. Недостатком является отсутствие возможности нормирования данного показателя.

В-четвертых, внутренняя норма рентабельности (internal rate of return, далее — IRR) — ставка дисконтирования, при которой сумма дисконтирования денежных потоков по инвестиционному проекту равна объему инвестированных в данный проект средств.

$$I = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+IRR)^t}$$

Также внутреннюю норму доходности можно определить как ставку дисконтирования, которая приводит к нулевому значению его чистой приведенную стоимость.

В ряде случаев необходимо проводить корректировку некоторой базовой нормы дисконта, которая считается безрисковой или минимально приемлемой (прим. — ставка доходности по государственным ценным бумагам).

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{[1+(r+\Delta r)]^t} - I_o$$

Корректировка осуществляется путем прибавления величины требуемой премии за риск Δr , после чего производится расчет критериев эффективности инвестиционного проекта (прим. — NPV).

При необходимости сравнения различных инвестиционных возможностей с одинаковым уровнем риска, но различным сроком ре-

ализации используется метод эквивалентного аннуитета (equivalent annual annuity approach, далее — *EAA*). Сам же аннуитет представляет собой поток одинаковых по сумме платежей, которые осуществляются с равной периодичностью.

$$EAA = \frac{(r \times NPV)}{1 - (1 + r)^{-n}},$$

где *EAA* — эквивалентный аннуитет;

NPV — чистый дисконтированный доход;

r — ставка дисконтирования;

n — срок реализации инвестиционной возможности.

При сравнении двух возможностей с одинаковым сроком реализации следует выбрать ту, что обладает более высоким показателем эквивалентного аннуитета, поскольку она обеспечивает наибольшую величину чистого дисконтированного дохода при предположении, что все иные инвестиционные возможности требуют бесконечного реинвестирования или реинвестирования до окончания срока завершения инвестиционной возможности.

Контрольные вопросы

1. Какова основная цель управления долгосрочными активами и пассивами компании?
2. В чем специфика управления долгосрочными активами и пассивами ТНК?
3. Что такое бюджетирование капитала компании?
4. Какова классификация международных инвестиций по форме собственности?
5. Какова классификация международных инвестиций по характеру объектов размещения?
6. Каковы основные показатели оценки инвестиционных возможностей компании?
7. Как рассчитывается срок окупаемости инвестиций, каковы его преимущества и недостатки?
8. Как рассчитывается чистая приведенная стоимость, каковы преимущества и недостатки данного показателя?

Тематика эссе

1. Влияние ПИИ на экономику принимающей страны.
2. Инвестиции ТНК в социальные проекты в рамках осуществления стратегии корпоративной ответственности.
3. Недостатки существующих показателей оценки инвестиционных возможностей.

Задачи

Задача № 1. ТНК «Альфа» 7 лет назад приобрела основное средство по стоимости 80 000 у. е. и амортизировала его ежегодно равными частями. На протяжении рассматриваемого периода основное средство приносило ежегодно денежных поток в объеме 20 000 у. е. В настоящее время ТНК хочет продать данное основное средство по ликвидационной стоимости, составляющей 10 000 у. е. с целью покупки нового основного средства.

Какова будет учетная норма прибыли в новое основное средство?

Задача № 2. Объем первоначальных инвестиций ТНК составил 50 000 у. е. В первом году данные инвестиции принесли доход в объеме 14 000 у. е., во втором 18 000 у. е., в третьем 15 000 у. е., в четвертом 17 000 у. е.

Рассчитайте дисконтированный срок окупаемости инвестиций с учетом, что ставка дисконтирования составляет 8%.

Задача № 3. Компания выплачивает 100 000 у. е. за партию готовой продукции. Согласно прогнозам сможет реализовать ее в конце первого года за 140 000 у. е.

Сколько составит доходность инвестиций? При ставке в 10%, сколько составят приведенная и чистая приведенная стоимости?

Задача № 4. Инвестиции в сумме 1 650 у. е. приносят 150 у. е. в год неограниченное время. Если процентная ставка равна 7%, какова чистая приведенная стоимость этих инвестиций?

Задача № 5. ТНК рассматривает инвестиционные возможности в разных странах. Обе инвестиционные возможности требуют первоначальных инвестиций в объеме 700 у. е. Стоимость привлечения капитала составляет 10%.

Первая инвестиционная возможность обладает трехлетним сроком реализации, ее чистый денежных поток в первый год составит 350 у. е., во второй 345 у. е., в третий 300 у. е.

Вторая инвестиционная возможность обладает четырехлетним сроком реализации, ей чистый денежный поток в первый год составит 300 у. е., во второй 320 у. е., в третий 350 у. е. и в четвертый 400 у. е.

Сравните инвестиционные возможности методом эквивалентного аннуитета.

Тесты

1. Определите основную цель управления долгосрочными активами и пассивами компании:
 - А. Обеспечение приемлемого уровня запасов компании, сохранение финансовой устойчивости и автономности.
 - Б. Обеспечение условий для эффективной деятельности компании, сохранение финансовой устойчивости и автономности.

- В. Обеспечение стабильных дивидендных выплат, сохранении приемлемого уровня запасов и финансовых вложений.
 - Г. Обеспечение стабильных дивидендных выплат, наращении объемов и стоимости нематериальных активов.
2. Выявите специфику управления долгосрочными активами и пассивами ТНК:
- А. Оценка по международной стоимости, отражении в разных валютах, учет валютного, странового и политического рисков.
 - Б. Оценка по международной стоимости, отличия правовых систем, учет валютного, странового и политических рисков.
 - В. Оценка по международной стоимости, отличия в кадровой политике, учет валютного, странового и политических рисков.
 - Г. Оценка по международной стоимости, иная концепция менеджмента, учет валютного, странового и политических рисков.
3. Определите внутреннюю причину отсутствия инвестиционных возможностей у ТНК:
- А. Ухудшение конъюнктуры рынка.
 - Б. Изменение нормативно-правового регулирования инвестиционной деятельности.
 - В. Финансовая нестабильность ТНК.
 - Г. Стагнация экономики.
4. Определите верную характеристику международных смешанных инвестиций:
- А. Осуществляемые в реальные и нематериальные активы.
 - Б. Осуществляемые в различные виды реальных активов.
 - В. Осуществляемые за счет консолидации государственного и частного капиталов.
 - Г. Осуществляемые за счет консолидации внутренних и внешних источников финансирования.
5. Выявите показатели, используемые для оценки инвестиционных возможностей компании:
- А. Коэффициент абсолютной ликвидности, ликвидность при мобилизации средств, срок окупаемости и чистый денежный поток.
 - Б. Коэффициент срочной ликвидности, ликвидность при мобилизации средств, срок окупаемости и чистый денежный поток.
 - В. Коэффициент эффективности инвестиций, срок окупаемости, чистый денежный поток, внутренняя норма рентабельности.
 - Г. Коэффициент эффективности инвестиций, срок окупаемости, чистая приведенная стоимость, внутренняя норма рентабельности.
6. Определите преимущество коэффициента эффективности инвестиций:
- А. Учет стоимости денег во времени.
 - Б. Учет масштабов инвестирования.
 - В. Простота расчета.
 - Г. Абсолютность.

7. Определите ключевой недостаток срока окупаемости при оценке инвестиционных возможностей:
 - А. Отсутствие нормативных значений.
 - Б. Отсутствие информации о размерах чистого дохода после окончания срока окупаемости.
 - В. Отсутствие информации о масштабах инвестирования.
 - Г. Отсутствие информации о стоимости денег во времени.
8. Дисконтированный срок окупаемости используется для оценки инвестиционных проектов, реализующихся в странах:
 - А. С нестабильной макроэкономической конъюнктурой.
 - Б. С нестабильной макро политической конъюнктурой.
 - В. С высоким политическим и демографическим рисками.
 - Г. С высоким политическим и правовым рисками.
9. Определите возможные условия принятия инвестиционной возможности с нулевой чистой приведенной стоимостью:
 - А. Повышение деловой репутации компании.
 - Б. Повышение кредитного рейтинга компании.
 - В. Снижение стоимости пассивов компании.
 - Г. Снижение стоимости привлечения заемного капитала компании.
10. Определите возможную безрисковую ставку для корректировки базовой нормы дисконта:
 - А. Ставка инфляции.
 - Б. Ставка рефинансирования.
 - В. Ставка доходности по ценным бумагам компаний — «голубых фишек».
 - Г. Ставка доходности по государственным ценным бумагам.

Тема 6

СДЕЛКИ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

С целью увеличения масштабов деятельности и ее диверсификации ТНК осуществляют сделки слияния и поглощения, которые по своей сущности также представляют собой одну из инвестиционных возможностей.

Слияние компаний — это процесс объединения двух компаний, в котором продолжает свою деятельность только одна из них, а другая прекращает свое существование. При слиянии покупающая компания принимает активы и обязательства целевой компании. Иногда для описания этого типа сделки используется термин статутное слияние. Статутное слияние отличается от подчиняющегося слияния, представляющего собой слияние двух компаний, в котором целевая компания становится дочерней или частью дочерней компании ТНК.

Слияние отличается от консолидации, представляющей собой соединение двух и более компаний с целью образования новой компании. Все объединяющиеся компании упраздняются, и продолжает работать новое юридическое лицо.

Термин поглощение является более неопределенным и используется чаще относительно к враждебным сделкам, хотя справедливо его использование и для дружественного поглощения.

В настоящий момент выделяют три вида слияний:

- горизонтальное слияние происходит, когда объединяются два конкурента;
- вертикальное слияние объединяет компании, имеющие взаимоотношения покупателя и продавца;
- конгломератное слияние происходит, когда компании не являются конкурентами и не находятся в отношениях покупателя и продавца.

По способу финансирования сделки слияний и поглощений делятся на два вида:

- слияния на основе покупки, когда одна компания покупает другую компанию с применением наличных средств или с помощью долгового инструмента¹;

¹ В Канаде практикуется предоставление специальных банковских займов для целей сделки поглощения. Покупатель вправе финансировать часть сделки или всю сделку по расширению кредитных возможностей межфирменного долга.

- слияние на основе консолидации, когда компания формируется в результате объединения двух компаний с новой структурой на основе обмена акций.

Выделяют следующие исторические этапы развития процесса сделок слияний и поглощений.

1. 1887–1904 гг. Большинство слияний осуществлялось в рамках горизонтальной интеграции, что часто приводило к появлению монополий. В этот период появились и первые вертикально интегрированные структуры — тресты. Возможность существенно влиять на рыночные цены, манипулируя производством и предложением, обеспечивало им особенно высокую прибыльность и меняло саму суть рыночной экономики, базировавшейся до этого на принципах свободной конкуренции.

2. 1916–1929 гг. Распространение вертикальных слияний и диверсификации. В связи с введением антимонопольного законодательства, не допускающего существование единственных доминирующих компаний, появились олигополии.

3. 1960–1970 гг. Распространение конгломератных сделок, снижение объема горизонтальных сделок слияний и поглощений.

4. 1980-е гг. Смягчение антимонопольного законодательства позволило повторно распространиться горизонтальным слияниям. Увеличилось количество враждебных поглощений и сократилось количество конгломератных сделок. Создание новых объединенных компаний сопровождалось распадом конгломератов.

5. Конец XX — начало XXI вв. охарактеризовалось крупными слияниями в финансовой сфере и ТНК в рамках горизонтальной интеграции, что обусловлено глобализацией и ускорением научно-технического прогресса, в том числе в рамках финансовой деятельности компаний. Также отмечается, что конец XX в. характеризовался волной консолидации в бизнесе, связанном со средствами массовой информации, когда телекоммуникационные компании приобретали фирмы из индустрии развлечений, а последние стали приобретать компании кабельного телевидения¹.

Международные сделки слияния и поглощения отличаются назначением уполномоченного контролирующего органа в каждом государстве, на территории которого присутствуют субъекты сделки, с целью контроля законности трансграничного слияния или же создания нового общества, которое является правопреемником объединяемых компаний². При осуществлении слияния, контролирующий орган выдает

¹ Даморадан А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / пер. с англ. 9-е изд., перераб. и доп. М.: Альпина Паблишер, 2014. С. 959.

² Например, соответствие сделки Десятой директиве 2005/56/ЕС от 26 октября 2005 года о трансграничных слияниях хозяйственных обществ.

каждому из участников слияния сертификат, удостоверяющий полное выполнение требований, предшествующих сделке слияния.

Традиционно международные сделки слияния и поглощения обусловлены желанием достичь географической диверсификации, что характерно для компаний осуществляющих свою деятельность в следующих отраслях экономики: торговля, финансы, строительство, сельское хозяйство, логистика, высокие технологии и т. д.

Существуют следующие основные мотивы осуществления сделок слияний и поглощений:

- расширение бизнеса в новой сфере или географической зоне;
- часть программы диверсификации, позволяющая обеспечить рост компании за пределами своей отрасли (прим. — конгломератные сделки General Electric, которая обладает бизнесом в страховом деле, телерадиовещании, производстве пластмасс, медицинского оборудования и т. д.);
- финансовый фактор (допустим, покупка временно недооцененной компании);
- синергетический эффект, т. е. способность объединенной компании быть более прибыльной, чем отдельные ее части, которые объединяются;
- и другие.

Синергетический эффект отражается в показателе чистой стоимости поглощения (net acquisition value).

$$NAV = P_{AB} - [P_A + P_B] - P - C,$$

где P_{AB} — объединенная стоимость двух компаний;

P_B — рыночная стоимости акций компании B;

P — премия, выплаченная за компанию B;

C — издержки процесса поглощения;

P_A — оценка компанией A своей собственной стоимости.

Представленное равенство можно преобразовать, тогда:

$$NAV = P_{AB} - [P_A + P_B] - (P + C).$$

Значение в квадратных скобках представляет собой синергетический эффект. Чтобы окупить слияние эффект должен превышать сумму $(P + C)$. Если значение в квадратных скобках меньше суммы $(P + C)$, то покупающая компания переплатит за цель.

Выделяют два основных типа синергии:

1. Операционная синергия проявляется в двух формах: увеличение доходов и сокращение расходов. Это увеличение доходов и повышение эффективности, или экономия операционных затрат, может извлекаться как при горизонтальных, так и при вертикальных слияниях.

2. Финансовой синергией называется влияние слияние и поглощения компании на привлечение капитала поглощаемой компании

или партнеров по слиянию. Если слияние или поглощение снижает волатильность денежных потоков, инвесторы могут считать компанию менее рискованной.

Финансовая синергия позволяет привлечь больший заемный капитал благодаря возрастающим возможностям объединенной компании за счет повышения стабильности и предсказуемости формирования прибыли и денежных потоков. Также финансовая синергия позволяет более эффективно управлять налоговой оптимизацией за счет использования различных видов налогового щита, снижения налогооблагаемой прибыли и повышения стоимости компании.

В рамках финансового менеджмента основная цель осуществления сделки слияния и поглощения заключается в создании стоимости объединенной компании для акционеров. В настоящее время используются два основных вида анализа сделок:

1. *Ex ante*, т. е. изучается предварительная реакция рынка на объявление о слиянии, принимая во внимание не только ожидаемые издержки и выгоды сделки, но и рыночные ожидания от ее фактического осуществления, таким образом, предполагается объективная рыночная оценка вероятности добавления компанией стоимости.

При прочих равных условиях рост капитализации компаний при объявлении сделок о слиянии обусловлен следующими характеристиками: сделка демонстрирует реальный потенциал создания стоимости (подлинный синергетический эффект), целевой компании выплачивается низкая ценовая премия или же покупаются дочерние компании и филиалы, вместо всей корпорации, компания-покупатель в течение последних пяти лет обладает рентабельностью инвестиционного капитала выше среднеотраслевого.

2. *Ex post*, т. е. успехи или неудачи сделки слияния изучаются по его завершении, т. е. когда фактические последствия сделки сопоставляются с теми надеждами, которые на нее возлагались¹.

Для оценки выгод и издержек акционеров при осуществлении сделок слияний и поглощений, используются следующие показатели.

$$Benefit = PV_{AB} - (PV_A + PV_B),$$

где B — выгода от сделки;

PV_{AB} — стоимость объединенной компании после слияния;

PV_A — настоящая стоимость компании A ;

PV_B — настоящая стоимость компании B .

$$Costs = CV_B - PV_B,$$

где C — издержки по сделке;

¹ Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. 3-е изд., перераб. и доп. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. С. 132.

CV_B — денежная стоимость компании B ;
 PV_B — настоящая стоимость компании B .

$$NPV = B - C = PV_{AB} - CV_A - PV_B.$$

Чистая приведенная стоимость сделки по слиянию показывает выгоду акционеров компании A , т. е. поглощающей компании. Чистая приведенная стоимость сделки рассчитывается как разница между совокупными выгодами от сделки и той их частью, которая принадлежит акционерам компании B , т. е. целевой компании.

Также чистую приведенную стоимость по сделке слияния можно рассчитать как разницу между стоимостью после сделки и стоимостью до сделки, в данном случае из стоимости объединенной компании вычитается денежная стоимость целевой компании и стоимость поглощающей компании до реализации сделки слияния.

При условии, что сделка слияния частично или полностью оплачивается акциями поглощающей компании, то расчет издержек трансформируется следующим образом:

$$Costs = N \times P_{AB} - PV_B,$$

где N — количество получаемых акционеров целевой компании акций поглощающей компании;

P_{AB} — стоимость одной акции обновленной компании после слияния.

В данном случае необходимо рассчитывать предполагаемые издержки до момента объявления рынку о предполагаемой сделке и реальные издержки после объявления, поскольку рынок может отреагировать на сделку о слиянии, что повлечет за собой изменение рыночной стоимости акций поглощающей компании.

Также реальные издержки можно рассчитать исходя из доли выгоды акционеров целевой компании в новой компании после слияния:

$$Costs = p \times PV_{AB} - PV_B,$$

где p — доля акционеров целевой компании в новой компании после слияния.

Отмечается, что многие слияния и поглощения терпят неудачу из-за следующих причин:

- чрезмерно оптимистическая оценка рыночного потенциала сделки;
- переоценка синергетического эффекта;
- небрежная проверка экономической и юридической чистоты сделки;
- завышение цены в азарте торгов¹.

¹ Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. 3-е изд., перераб. и доп. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. С. 136.

Последняя причина обуславливает необходимость исследования разницы между ценой приобретения и рыночной ценой целевой компании.

Цена приобретения компании — это цена, уплачиваемая покупающей компанией за каждую акцию целевой компании. Разница между ценой приобретения компании и рыночной ценой до приобретения называется премией за приобретение. После завершения приобретения активы целевой компании переоцениваются в соответствии со строгими бухгалтерскими правилами по справедливой стоимости для определения скорректированной балансовой стоимости собственного капитала. В зависимости от того, как учитывается приобретение, разница между ценой приобретения и скорректированной балансовой стоимостью собственного капитала отражается в учетных регистрах приобретающей компании как гудвил или не отражается вовсе¹.

Учет гудвила осуществляется только в момент продажи компании как актива, включающего в себя получение сверхприбылей за счет более успешной, чем у конкурентов работы, известности компании, а также стабильной клиентуры.

Данный подход получил свое развитие в международном стандарте финансовой отчетности (IFRS) 3 «Объединения бизнесов», в котором под гудвиллом понимается разница между справедливой стоимостью компании и чистой суммой идентифицируемых приобретенных активов за вычетом принятых обязательств на дату приобретения. Рассмотренный стандарт введен в действие и на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 28.12.2015 № 217н².

В настоящее время в научной литературе зачастую понятие гудвилл подменяется понятием деловая репутация. Приравнивание понятий деловая репутация и гудвилл не совсем корректно, поскольку деловая репутация представляется лишь составной частью гудвила компании наряду с клиентской базой, кредитным рейтингом, интеллектуальным капиталом, конкурентным преимуществом, узнаваемостью бренда и т. д. Существует отличие и в оценке стоимости рассматриваемых активов: оценка гудвила определяется из расчета справедливой стоимости, а деловой репутации — исходя из балансовой стоимости активов и обязательств компании.

¹ Даморадан А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / пер. с англ. 9-е изд., перераб. и доп. М.: Альпина Паблишер, 2014. С. 962.

² О введении Международных стандартов финансовой отчетности и Разъяснений Международных стандартов финансовой отчетности в действие на территории Российской Федерации и о признании утратившими силу некоторых приказов (отдельных положений приказов) Министерства финансов Российской Федерации: приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н (с изм. от 11.07.2016) // Официальный интернет-портал правовой информации <http://www.pravo.gov.ru>

Справедливо будет заметить, что гудвил одновременно является как основным показателем эффективности компании с точки зрения ретроспективного анализа, так и ключевым показателем ее будущего развития с точки зрения финансового менеджмента в области управления нематериальными активами компании.

Помимо необходимости переоценки активов и обязательств по справедливой стоимости, необходимо также учитывать те нематериальные активы, которые не были учтены на балансе у целевой компании, но на дату приобретения имеющих справедливую стоимость, а также условные обязательства, не подлежащие признанию в отчетности целевой компании (прим. — обязательства перед налоговыми органами)¹.

На практике применяется два метода для расчета гудвила: метод полного гудвила (неконтролирующая доля участия рассматривается по справедливой стоимости) и метод традиционного гудвила (неконтролирующая доля участия рассматривается как доля участия в справедливой оценке чистых активов).

Компания вправе самостоятельно выбирать способ определения стоимости гудвила и должна внести данную информацию в свою учетную политику.

Метод полного гудвила включает гудвил, приходящийся на долю поглощающей компании, обладающей большинством и гудвил, относящейся к неконтролирующей доли целевой компании. Таким образом, метод полного гудвила подразумевает, что поглощающая компания полностью поглощает целевую, приобретая все ее активы, включая гудвил.

$$FG = CV + ANI - FVA,$$

где *full goodwill* — гудвил;

cash value — денежная стоимость целевой компании;

amount of non-controlling interests — неконтролирующая доля участия по справедливой стоимости;

fair value of assets — идентифицируемые приобретенные чистые активы.

Предусматривается два основных способа оценки неконтролирующей доли участия по справедливой стоимости на дату приобретения:

- на основе цен активного рынка на долевые инструменты, держателем которых не является покупатель;
- другие методы оценки, применимые в ситуации, когда цена активного рынка на долевые инструменты недоступна.

¹ Иванов А. Е., Соколова Н. А., Генералова Н. В. [и др.]. Гудвил: синергетическая сущность, оценка, учет, анализ: монография / под науч. ред. А. Е. Иванова. М.: РИОР; ИНФРА-М, 2017. С. 107.

Метод традиционного гудвила подразумевает оценку неконтролирующей доли участия как долю в идентифицируемых активах и обязательствах целевой компании. Согласно данному методу, поглощающая компания признает только гудвил, приходящийся на приобретенную долю участия, т. е. признанию подлежит только гудвил большинства¹. Доля неконтролируемого участия и доля поглощающей компании должны в совокупности составлять единицу.

В данном случае неконтролируемая доля участия должна рассчитываться следующим образом:

$$ANI_{FVA} = part_{ANI} \times FVA,$$

где ANI_{FVA} — неконтролирующая доля участия, оцененная как пропорциональная часть существующих инструментов участия в признанной величине идентифицируемых чистых активов целевой компании;

$part_{ANI}$ — доля неконтролируемого участия в идентифицируемых чистых активах целевой компании.

Традиционный гудвил рассчитывается по следующей формуле:

$$TG = CV - part_{AC} \times FVA,$$

где *traditional goodwill* — гудвил;

$part_{AC}$ — доля поглощающей компании в идентифицируемых чистых активах целевой.

Способы защиты от поглощений:

1. «Отравленная пилюля», заключающаяся в приобретении компаний-целью нежелательных активов. Например, могут быть приобретены акции компаний, которые есть и предполагаемого покупателя. Это может создать для скупщика проблемы с антимонопольным законодательством.

2. «Отпугиватель акул» сводится к внесению в устав компании-цели специальных условий, например, обусловленные фактом поглощения большие выплаты сотрудникам.

3. «Политика выжженной земли», когда намеченная к присоединению компания-цель ничего не оставляет удачливому скупщику, например, можно создать крупную задолженность или распродать ключевые активы².

Таким образом, сделка слияния и поглощения — это одна из инвестиционных возможностей ТНК, при благоприятной реализации

¹ Иванов А. Е., Соколова Н. А., Генералова Н. В. [и др.]. Гудвил: синергетическая сущность, оценка, учет, анализ: монография / под науч. ред. А. Е. Иванова. М.: РИОР; ИНФРА-М, 2017. С. 108.

² Басовский Л. Е. Экономика отрасли: учеб. пособие. М.: НИЦ ИНФРА-М, 2017. С. 119–120.

которой увеличивается стоимость ТНК, диверсифицируется ее бизнес и достигается эффект синергии.

Контрольные вопросы

1. Какова экономическая сущность сделки слияния компаний?
2. В чем отличие слияния компаний от консолидации?
3. Какие виды слияний существуют?
4. В чем отличие международных сделок слияний и поглощений от заключаемых на национальном рынке?
5. Каковы основные мотив осуществления сделок слияний и поглощений?
6. В чем экономическая сущность эффекта синергии?
7. В чем заключается разница между ценой приобретения и рыночной ценой целевой компании?
8. Какова экономическая сущность гудвила компании?

Задания

Задание: исследуйте этапы сделок слияний и поглощений.

Задание: изучите враждебное поглощение и опишите использованную в нем наступательную и оборонительную тактику.

Задание: определите долю международных сделок слияний и поглощений на российском рынке за последние три года.

Тематика эссе

1. Специфика международных сделок слияний и поглощений на российском рынке.
2. Роль сделок слияний и поглощений в формировании ТНК.
3. Возможные направления управления стоимостью гудвила.

Задачи

Задача № 1. ТНК «Альфа» рассматривает возможность покупки компании «Гамма». На момент оглашения сделки балансовая стоимость ТНК «Альфа» составляла 250 млн у. е., а компании «Гамма» 100 млн у. е.

По оценкам аналитиков ТНК «Альфа» выгода от слияния двух компаний будет заключаться в экономии на расходах и составит 70 млн у. е.

Согласно первичному соглашению между компаниями, цена приобретения «Гамма» составит 125 млн у. е., выплачиваемых наличными.

Рассчитайте стоимость объединенной компании, издержки слияния, а также чистую приведенную стоимость сделки.

Задача № 2. ТНК «Бетта» предлагает за национальную компанию «Дельта» 475 тыс. акций вместо стоимостной выплаты, равной 35 млн у. е. До объявления о планируемой сделке по слиянию акции ТНК «Бетта»

котировались на бирже по цене 200 у. е. за одну акцию, а стоимость компании «Дельта» составляла 40 млн у. е.

После объединения обновленный уставный капитал ТНК «Бетта» должен быть представлен 950 млн акций, а ее капитализация вырасти до 194 750 млн у. е.

Рассчитайте издержки слияния, финансируемого акциями до и после объявления рынку о планируемой сделке.

Задача № 3. Компания «Гамма» согласна продать 75% своих акций ТНК «Эпсилон» за 10 000 у. е. В настоящий момент активы компании «Гамма» составляют 33 500 у. е., обязательства 21 200 у. е., а в обращении находится 4 000 обыкновенных акций.

Рассчитайте традиционный и полный гудвил ТНК «Бетта» после покупки компании «Альфа», прокомментируйте разницу.

Тесты

1. Определите экономическую сущность слияния компаний:
 - А. Процесс объединения двух компаний, в котором продолжает свою деятельность только одна из них, а втора прекращает свое существования.
 - Б. Процесс объединения двух компаний, в котором обе прекращают свое существование.
 - В. Процесс объединения двух и более компаний с целью образования новой компании.
 - Г. Процесс объединения двух и более компаний с целью их ликвидации.
2. Определите экономическую сущность конгломератного слияния:
 - А. Процесс объединения конкурирующих компаний.
 - Б. Процесс объединения компаний, имеющих взаимоотношений покупателя и продавца.
 - В. Процесс объединения компаний из разных секторов экономики.
 - Г. Процесс объединения компаний из государственного сектора экономики.
3. Выявите отрасли экономики, в которых преобладают международные сделки слияния и поглощения конца XX — начала XXI вв.:
 - А. Сельское хозяйство, высокие технологии, финансовые услуги.
 - Б. Инфраструктура, высокие технологии, финансовые услуги.
 - В. Строительство, высокие технологии, финансовые услуг
 - Г. Телекоммуникации, высокие технологии, финансовые услуги.
4. Выявите особенность международных сделок слияний и поглощений:
 - А. Наличием уполномоченного контролирующего органа.
 - Б. Наличием сторонних наблюдателей за процессом сделки.
 - В. Необходимостью согласования сделки с правительством различных государств.
 - Г. Необходимостью согласования сделки с международными биржами, на которых котируются акции компаний.

5. Определите основные типы синергии сделок слияния:
 - А. Операционная и производственная.
 - Б. Операционная и экономическая.
 - В. Операционная и финансовая.
 - Г. Производственная и финансовая.
6. Финансовая синергия позволяет:
 - А. Увеличить доходы и сократить расходы компании.
 - Б. Привлечь большой заемный капитал и сократить налогооблагаемую прибыль.
 - В. Увеличить производственные мощности компании.
 - Г. Привлечь большой собственный капитал посредством дополнительной эмиссии акций.
7. Чистая приведенная стоимость сделки слияния показывает:
 - А. Выгоду акционеров поглощаемой компании.
 - Б. Издержки поглощающей компании.
 - В. Ожидаемые издержки поглощающей компании.
 - Г. Изменение рыночной стоимости акций поглощающей компании.
8. Определите момент времени, когда учитывается гудвилл компании:
 - А. При создании компании.
 - Б. При продаже компании.
 - В. При оценке будущей стоимости компании.
 - Г. При оценке эффекта синергии.
9. Определите на основании какого вида стоимости оценивается гудвилл компании:
 - А. Балансовой.
 - Б. Справедливой.
 - В. Будущей.
 - Г. Ретроспективной.
10. Выявите основную причину успешной реализации сделки слияния:
 - А. Оптимистическая оценка рыночного потенциала сделки.
 - Б. Оптимистическая оценка эффекта синергии
 - В. Небрежная оценка экономической и юридической чистоты сделки.
 - Г. Выплата целевой компании низкой премии.

Тема 7

УПРАВЛЕНИЕ ЗАПАСАМИ ТНК

Зарождение теории управления запасами относится к началу прошлого столетия. В 1915 г. появилась первая книга, содержащая систематизированное изложение простейших моделей. Считается, что первоначальным для ее развития послужило одновременное развитие промышленности, технических наук и науки об организации производства. Первую потребность в анализе и управлении запасами ощутили отрасли экономики, которым пришлось столкнуться с вопросами календарного планирования и, в которых стоимость переналадки и перенастройки производственного процесса достаточно высока.

В период Второй мировой войны теория управления запасами развивалась исключительно в связи с необходимостью эффективной организации снабжения вооруженных сил. Во второй половине XX в. данное направление продолжило развитие в рамках становления группы прикладных математических дисциплин применительно к задачам организации и управления производством.

Под запасами следует понимать активы, предназначенные для продажи в ходе обычной деятельности; находящиеся в процессе производства для такой продажи; находящиеся в виде сырья или материалов, которые будут потребляться в процессе производства или оказания услуг. К запасам относятся и товары, купленные и предназначенные для перепродажи, включая, например, товары, купленные компанией розничной торговли и предназначенные для перепродажи, или землю и другое имущество, предназначенные для перепродажи. К запасам также относятся готовая продукция или незавершенное производство компании, включая сырье и материалы, предназначенные для использования в процессе производства¹.

¹ Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 2 «Запасы» (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 28.12.2015 № 217н) (ред. от 27.06.2016) // Официальный сайт Минфина России: <http://www.minfin.ru/>

Выделяются следующие основные функции запасов:

- географическая: предопределяет наличие базовых и транспортных запасов;
- консолидирующая: позволяет транспортировать каждый вид продукции экономически выгодными партиями, превышающими текущий рыночный спрос (отправка крупных партий товаров по минимальным тарифам);
- стабилизирующая спрос и предложение: снижает разрыв между производством и потреблением продукции.
- защитная: страховые (буферные) запасы сглаживают колебания спроса и предложения¹.

Под управлением запасами понимают учет, анализ, планирование и контроль состояния запасов и принятие решений, направленных на экономию времени и средств за счет минимизации затрат, необходимых для формирования и хранения запасов, обеспечивающих непрерывность воспроизводственного процесса в компании.

Эффективное управление запасами направлено на решение следующих задач:

- ускорение оборачиваемости запасов;
- снижение производственных потерь из-за дефицита отдельных видов запасов;
- уменьшение излишка запасов, ухудшающих ликвидность баланса;
- снижение риска старения и порчи запасов;
- уменьшение затрат на хранение запасов.

Себестоимость запасов формируется из затрат на приобретение, переработку и прочих затрат, связанных с обеспечением наличия и соответствующего состояния запасов в необходимое время и место.

Затраты на приобретение запасов включают в себя цену покупки, импортные пошлины и прочие налоги (за исключением тех, которые впоследствии возмещаются организациями налоговыми органами), а также затраты на транспортировку, погрузку-разгрузку и прочие затраты, непосредственно относящиеся к приобретению готовой продукции, материалов и услуг. Торговые скидки, уступки и прочие аналогичные статьи подлежат вычету при определении затрат на приобретение².

Затраты на переработку запасов включают в себя прямые затраты на оплату труда, непосредственно связанного с производством про-

¹ Григорьев М. Н., Уваров С. А. Логистика: учебник для бакалавров. 4-е изд., испр. и доп. М.: Юрайт, 2017. Серия: Бакалавр. Академический курс. С. 82.

² Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 2 «Запасы» (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 28.12.2015 № 217н) (ред. от 27.06.2016) // Официальный сайт Минфина России: <http://www.minfin.ru/>

дукции, постоянные и переменные производственные накладные расходы, возникающие при переработке сырья в готовую продукцию.

Прочие затраты включаются в себестоимость запасов в объеме, в котором они были понесены для обеспечения текущего местонахождения и состояния запасов. Например, непроизводственные накладные расходы или затраты по разработке продуктов для конкретных клиентов.

В себестоимость запасов не включаются:

- сверхнормативные потери сырья и материалов, затраченного труда и других прочих производственных затрат;
- затраты на хранение и содержание запасов;
- административные накладные расходы, не связанные с доведением запасов до их текущего состояния местоположения;
- затраты на сбыт.

Специфика международной деятельности обуславливает следующие особенности управления запасами ТНК:

- широкий ассортимент готовой продукции, следовательно, высокая сложность отслеживания заказов, запасов и поставок;
- необходимость широкой сети дистрибуции готовой продукции с целью повышения скорости поставок;
- высокие организационные издержки, связанные со сложностью и долгим периодом оформления в централизованной ТНК.

Поскольку ТНК формируют свою производственную стратегию на длительный период, то они сталкиваются с необходимостью выбора также и стратегии формирования запасов на основе их длительности, т. е. приобретения запасов на короткий или длительный срок.

К преимуществам приобретения запасов на короткий срок можно отнести низкие расходы на хранение и постоянное обновление запасов до новейшего уровня, что актуально для высокотехнологичных компаний. К недостаткам рассматриваемой стратегии следует отнести необходимость постоянного пополнения запасов, оценки потребности в них, а также зависимости от изменения цен на запасы.

К преимуществам приобретения запасов на длительный срок относится возможность приобретения запасов по более низким ценам, если ТНК осуществляет оптовую закупку по сезонным ценам, тем самым избегая прогнозируемого повышения цен. К недостаткам рассматриваемой стратегии относится частичное снижение ликвидности компании, поскольку не все запасы можно быстро преобразовать в денежные средства. По этой причине в международном финансовом менеджменте более распространен показатель срочной ликвидности, из расчета которого запасы исключаются.

Неликвидные запасы могут формироваться в связи порчей, неправильным определением объемов закупок, устареванием запасов или вследствие морального износа и прекращения выпуска продукции, для которой они приобретались.

Если неликвидные запасы представлены готовой продукцией, то компании практикуют следующие способы их реализации: распродажи, когда цена готовой продукции опускается до себестоимости, возврат поставщику продукции со скидкой, премирование сотрудников данной продукцией или ее передача сотрудникам в счет заработной платы, включение готовой продукции в подарочные наборы или комплекты, приуроченные к рекламным акциям или праздникам.

С целью недопущения формирования неликвидных запасов, компаниям следует проводить четкий расчет логистических процессов закупки, хранения и реализации запасов. В настоящее время наиболее распространенной моделью оценки потребностей в запасах является модель Уилсона.

Модель экономически обоснованного размера заказа (economic ordering quantity, далее — *EOQ*) основана на минимизации совокупных операционных затрат по закупке и хранению запасов.

Согласно данной модели, большие по объему партии закупки запасов обеспечивают меньшие операционные затраты на размещение заказов в определенный момент времени.

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \times C \times Q}{S}},$$

где *Costs* — издержки оформления одного заказа, связанные с затратами на размещение, доставку и прием запасов, у. е.

Quantity — потребность в запасах в течение периода, шт.

Storage costs — затраты на хранение в течение периода, у. е.

С целью эффективного применения данной модели на практике, финансовому менеджеру необходимо определить общую потребность в запасах в течение периода, проводить систематический пересчет представленной модели, регулярно проводить мониторинг условий хранения запасов, проводить постоянный анализ затрат по заказу запасов и издержек их хранения.

Для определения точного количества заказов в течение периода, используется следующая формула:

$$N = \frac{Q}{EOQ}.$$

Периодичность цикла, в рамках которого необходимо повторять заказ рассчитывается по следующей формуле:

$$T = \frac{EOQ}{Q} \times n,$$

где *n* — количество дней в периоде.

Оптимальный средний размер производственного запаса определяется по следующей формуле:

$$OSS = \frac{EOQ}{2},$$

где *Optimum production stock size* — оптимальный размер производственного запаса, у. е.

При непрерывном учете состояния запасов используется показатель точки заказа (*reorder point*, далее — *RP*), представляющий собой уровень запаса, при котором необходимо организовать следующий заказ на поставку.

При условии, что запасы компании потребляются равномерно и не формируется страховой запас (*safety stock*, далее — *SS*), т. е. дополнительный объем запасов, использующийся до момента поступления следующего заказа, точку заказа можно рассчитать по следующей формуле:

$$RP = \overline{Q_{day}} \times t_d,$$

где $\overline{Q_{day}}$ — потребность в запасах в течение одного дня, шт.

t_d — срок поставки заказа, дни.

При условии неравномерного потребления запасов и поддержания фиксированного уровня страхового запаса, формула расчета точки заказа трансформируется:

$$RP = \overline{Q_{day}} \times t_d + SS.$$

Страховой запас позволяет поддерживать меньшие складские остатки, что позволяет снизить потребность в оборотных активах.

При условии неравномерного потребления запасов и отсутствия стратегии формирования страхового запаса, формула расчета точки заказа трансформируется:

$$RP = Q \times t_d$$

Наиболее активно показатель точки заказа используется в модели управления запасами под названием «канбан» (англ. — «just-in-time»). Данная модель управления запасами зародилась в компании Toyota и получила широкое распространение во многих промышленно развитых странах. Наличие запасов в этой системе позиционируется как негативный фактор, снижающий эффективность компании.

Снабжение производства организуется таким образом, что заказы сырья и материалов вводятся в производственный процесс, когда в них появляется реальная необходимость. Данная модель приводит к повышению качества продукции, поскольку в ней появляется возможность постоянно использовать наиболее свежее и технологическое сырье и материалы, в этой связи в зарубежной литературе часто использу-

ют термин «бережливое производство» применительно к управлению цепочками поставок на основе принципа «точно-в-срок».

Модель «канбан» позволяет сократить расходы компании на хранение и содержание запасов, упростить процесс снабжения и повысить маневренность производства, корректировать производство под потребности потребителей.

Одновременно с этим модель «канбан» требует высочайшей производственной дисциплины и соответствующего качества организации бизнес-процессов. Традиционные отношения между поставщиком и заказчиком полностью изменяются с внедрением модели «канбан». При выборе поставщика цена уже не играет определяющей роли, более важными критериями являются стабильность и качество поставок, ориентация на надежность поставок от поставщика.

Контрольные вопросы

1. Какова экономическая сущность запасов компании?
2. Каковы основные функции запасов компании?
3. Из чего формируется себестоимость запасов?
4. Какова специфика управления запасами ТНК?
5. В чем заключается стратегия приобретения запасов на длинный срок?
6. Каким образом компания может реализовать неликвидные запасы?
7. Какова экономическая сущность модели управления запасами Уилсона?
8. Каковы преимущества и недостатки модели управления запасами «канбан»?

Задания

Задание: оцените влияние следующих факторов на политику управления запасами компании: формирование проблем производственного характера, расширение линейки производимых продуктов, замена иностранных поставщиков сырья и материалов на местные.

Задание: изучите сущность метода ABC-анализ для классификации запасов компании, выявите его преимущества и недостатки.

Тематика эссе

1. Специфика управления товарно-материальными запасами ТНК.
2. Современные подходы к управлению запасами ТНК.
3. Значение логистических издержек в управлении запасами ТНК.

Задачи

Задача № 1. Рассчитайте оптимальный размер заказа, если стоимость приобретения одной партии заказа равна 20 у. е., годовая потребность

в сырье — 2000 единиц, затраты по хранению — 10% от стоимости приобретения.

Задача № 2. ТНК «Дельта» использует 500 ед. материалов в год в течение 280 рабочих дней. Издержки по оформлению одного заказа составляют 25 000 у. е., при этом затраты на хранение составляют 7 000 у. е. в год.

Рассчитайте оптимальный размер заказа, количество заказов в год и их периодичность.

Задача № 3. Стоимость выполнения партии заказа ТНК «Дзета» составляет 23 у. е., при этом годовая потребность в сырье составляет 1 700 ед. Затраты на хранение в течение года составляют 10% от стоимости закупки.

Рассчитайте оптимальный размер заказа и требуемое количество заказов в год.

Задача № 4. ТНК «Каппа» характеризуется годовой потребностью в запасах в размере 5 800 ед., затраты на хранение в течение года составляют 70 у. е., а издержки оформления одного заказа составляют 4 700 у. е.

Рассчитайте оптимальный размер заказа, оптимальный размер запаса, требуемое количество заказов в течение года, а также совокупные издержки по управлению запасами ТНК «Каппа».

Задача № 5. ТНК «Лямбда» характеризуется годовой потребностью в запасах в размере 1 500 ед., затраты на размещение в течение года составляют 20 у. е., а затраты на доставку и прием 11 у. е. Срок поставки одного заказа ТНК «Лямбда» составляет 6 дней.

Затраты на хранение запасов в течение года составляют 10 у. е., при этом известно, что в году 365 рабочих дней.

Рассчитайте оптимальный размер заказа, оптимальный размер запаса, требуемое количество заказов и их периодичность в течение года, а также совокупные издержки по управлению запасами ТНК «Лямбда» и размер точки заказа.

Тесты

1. Определите направления научной деятельности, обусловившие развитие управления запасами компании:
 - А. Технические науки, организация промышленного производства, военная наука.
 - Б. Технические науки, организация промышленного производства, медицина.
 - В. Теоретическая механика, методы контроля и диагностика в машиностроении, организация промышленного производства.
 - Г. Геология, организация промышленного производства, военная наука.
2. Определите экономическую сущность запасов:
 - А. Денежные средства и их эквиваленты для краткосрочных финансовых вложений.
 - Б. Денежные средства и их эквиваленты для долгосрочных финансовых вложений.

- В. Активы, предназначенные для реализации в ходе обычной (хозяйственной) деятельности или производимые для будущей продажи, превращения в готовую продукцию.
- Г. Пассивы, предназначенные для реализации в ходе обычной (хозяйственной) деятельности или производимые для будущей продажи, превращения в готовую продукцию.
3. Определите состав запасов компании:
- А. Денежные средства, краткосрочные ценные бумаги, готовая продукция, банковский заем.
- Б. Денежные средства, долгосрочные ценные бумаги, готовая продукция, банковский заем.
- В. Готовая продукция, незавершенное производство, сырье и материалы.
- Г. Готовая продукция, незавершенное производство, доля в другой организации.
4. Выявите основные задачи управления запасами:
- А. Ускорение оборачиваемости запасов, снижение производственных потерь, повышение стоимости компании, повышение деловой репутации компании.
- Б. Ускорение оборачиваемости запасов, снижение производственных потерь, снижение риска старения и порчи запасов, повышение деловой репутации компании.
- В. Ускорение оборачиваемости запасов, снижение производственных потерь, снижение риска старения и порчи запасов, уменьшение затрат на хранение запасов.
- Г. Ускорение оборачиваемости запасов, снижение производственных потерь, снижение риска рентабельности, повышение деловой репутации компании
5. Определите составляющие себестоимости запасов:
- А. Затраты на приобретение, затраты на переработку, прочие затраты.
- Б. Затраты на приобретение, затраты на сбыт, прочие затраты.
- В. Затраты на приобретение, затраты на сбыт, административные накладные расходы.
- Г. Затраты на приобретение, сверхнормативные потери сырья и материалов, затраты на хранение и содержание запасов.
6. Выявите преимущество приобретения запасов на короткий срок:
- А. Снижение ликвидности компании.
- Б. Низкие расходы на хранение.
- В. Необходимость постоянного пополнения запасов.
- Г. Зависимость от изменения цен на запасы.
7. Выявите преимущество приобретения запасов на длительный срок:
- А. Низкая стоимость приобретения.
- Б. Снижение ликвидности компании.
- В. Высокие расходы на хранение.
- Г. Устаревание запасов.

8. Определите причины формирования неликвидных запасов:
 - А. Обесценение стоимости компании, инфляция, устаревание запасов.
 - Б. Снижение инвестиционной привлекательности компании, изменение валютных курсов, неправильное определение объемов закупки.
 - В. Порча запасов, неправильное определение объемов закупки, устаревание запасов.
 - Г. Порча запасов, направительное определение объемов закупки, инфляция.
9. Определите основную задачу формирования страхового запаса:
 - А. Повышение потребности в оборотных активах за счет высоких складских остатков.
 - Б. Повышение потребности в оборотных активах за счет высоких издержек на их хранение.
 - В. Снижение потребности в оборотных активах за счет формирования крупных складских запасов.
 - Г. Снижение потребности в оборотных активах за счет поддержания меньших складских остатков.
10. Выявите основные преимущества модели «канбан» (точно-в-срок):
 - А. Повышение качества продукции, снижение расходов на хранение и поддержание запасов.
 - Б. Повышение качества продукции, повышение расходов на хранение и поддержание запасов.
 - В. Повышение качества продукции, повышение стоимости компании.
 - Г. Повышение качества продукции, повышение риска неисполнения обязательств контрагента.

Тема 8

УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ ТНК

Денежные средства представляют собой оборотный актив, в состав которого входят деньги в кассе, на текущих счетах компании и денежные средства в пути, т. е. принадлежащие компании, но еще не зачисленные на ее расчетный счет.

Эквиваленты денежных средств представляют собой краткосрочные высоколиквидные инвестиции, легко обратимые в заранее известные суммы денежных средств и подверженные незначительному риску изменения их стоимости. Эквиваленты денежных средств предназначены для покрытия краткосрочных денежных обязательств, а не для инвестиций или иных целей¹.

Денежные средства и их эквиваленты отражаются отдельной строкой в бухгалтерском отчете компании, а также обобщенные данные о денежных потоках компании и об остатках денежных средств и их эквивалентах на начало и конец отчетного периода отражаются в отчете о движении денежных средств. Следует отметить, что данный отчет не включается в промежуточную отчетность компании и составляется по итогам финансового года.

Первый отчет о движении денежных средств появился в 1863 г. под названием сравнительный бухгалтерский баланс. Данный отчет, подготовленный компанией Dowlais Ironworks, стал прообразом принятого в 1971 г. отчета об использовании и источниках фондов, ставшим обязательным при подготовке отчетности в США. В 1992 г. Совет по международным стандартам финансовой отчетности разработал МСФО (IAS) 7 «Отчет о движении денежных средств», который вступил в силу в 1994 г. Данным стандартом предусматривается обязанность предоставления отчета компаниями, составляющими отчетность в соответствии с МСФО².

¹ Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 7 «Отчет о движении денежных средств» (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 28.12.2015 № 217н) (ред. от 11.06.2016) // Официальный сайт Минфина России <http://www.minfin.ru/>

² Фрадина Т. И., Беганова Д. А. Сравнительная характеристика отчета о движении денежных средств в российском бухгалтерском учете и в международном учете //

Поскольку ТНК осуществляют свою деятельность на территории различных государств, то возникает необходимость отражения операций, проводимых в иностранных валютах или же операций иностранных дочерних компаний. В данном случае требуется отражать движение денежных средств в основной валюте ТНК, используя обменный курс на дату движения денежных средств. Также возможно использование средневзвешенного обменного курса за период, однако по правилам МСФО (IAS) 7 «Отчет о движении денежных средств», запрещено применение обменного курса валют на состояние на конец отчетного периода при пересчете потоков денежных средств иностранной дочерней компании.

Отчет о движении денежных средств позволяет проанализировать изменения остатков денежных средств компании, изменения финансового положения компании за финансовый год от текущей (основной), инвестиционной и финансовой деятельности. На основании представленной отчетности, финансовый менеджер компании осуществляет управления денежными средствами и их эквивалентами.

Управление денежными средствами заключается в:

- оптимизации остатка денежных средств с позиции обеспечения платежеспособности компании;
- определении минимальной потребности в денежных активах для осуществления текущей финансово-хозяйственной деятельности компании;
- выявлении диапазона колебаний остатка денежных средств по отдельным этапам финансово-хозяйственной деятельности компании и определении необходимого размера денежных средств с учетом неравномерности платежного оборота;
- оптимизации потока платежей с целью уменьшения потребности в денежных активах;
- ускорении оборота денежных средств;
- разработке наиболее рентабельных путей использования временно свободных денежных ресурсов¹.

Перечисленные задачи позволяют прийти к выводу, что одной из основных целей управления денежными средствами компании выступает управление остатками денежных средств на расчетном счете.

Недостаток денежных средств может отрицательно сказываться на ликвидности, платежеспособности, эффективности операций, деловой репутации компании и даже привести к банкротству. С другой стороны, излишки денежных средств снижают общую эффективность

Ученые записки Санкт-Петербургского университета технологий управления и экономики. 2015. № 2 (50). С. 17–28.

¹ Синицкая Н. Я. Управленческий учет в схемах и определениях: учеб. пособие. М.: Проспект, 2015. 144 с.

функционирования компании, так как сами по себе не приносят никакого дохода. Более того, денежные средства теряют свою первоначальную стоимость под воздействием инфляции¹. Таким образом, финансовый менеджер сталкивается с необходимостью определения компромисса между издержками на хранение денежных средств и издержками на осуществление конвертаций денежных средств в высоколиквидные активы.

В настоящее время существует ряд моделей, позволяющих определить оптимальный размер запаса денежных средств на счетах компании. Общепринятая стратегия определения оптимального размера запаса денежных средств заключается в следующем. Компания поддерживает некоторый уровень свободных денежных средств, который для страховки дополняет какой-либо суммой средств, вложенных в безрисковые государственные ценные бумаги, т. е. активы близкие к абсолютно ликвидным. При необходимости или с некоторой периодичностью ценные бумаги конвертируются в денежные средства. При накоплении излишних сумм денежные средства инвестируются на долгосрочной основе или в краткосрочные ценные бумаги, либо изымаются собственниками компании в виде дивидендов².

Одной из самых широко используемых моделей является модель Баумоля, разработанная в 1950-х гг. Данная модель основана на модели управления запасами Уилсона и рассматривает денежные средства как запас некоего ресурса.

Предполагается, что компания начинает осуществлять свою деятельность обладая максимальным и целесообразным уровнем денежных средств. При реализации своей деятельности, компания расходует денежные средства и в момент времени, когда остаток денежных средств равен минимальному безопасному значению, реализует на рынке свои высоколиквидные активы с целью их трансформации в денежные средства. Посредством данного шага компания восстанавливает необходимый объем денежных средств. В случае же формирования излишка наличности, с целью недопущения его обесценения, денежные средства вкладываются в высоколиквидные ценные бумаги.

Основная цель данной модели заключается в стремлении минимизировать сумму постоянных транзакционных затрат для пополнения денежных средств и альтернативных издержек поддержания оптимального запаса денежных средств, т. е. остаток, достаточный для сохранения платежеспособности компании.

¹ Лукасевич И. Я. Развитие подходов к управлению запасами денежных средств на предприятии // Финансы. 2015. № 12. С. 50–55.

² Шимко П. Д. Международный финансовый менеджмент: учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2016. С. 461.

Рассчитать оптимальный остаток денежных средств на расчетном счету можно по следующей формуле:

$$C_{opt} = \sqrt{\frac{2 \times F \times R}{i}},$$

где *Fixed costs* — постоянные транзакционные издержки;

Requirement — годовая потребность в денежных средствах;

i — альтернативные издержки поддержания остатка денежных средств.

К недостаткам данной модели относят ее предположение, что компания постоянно использует свой денежный запас, тогда как на практике это происходит не всегда. В какие-то периоды времени компания получает большие суммы денег за счет неоплаченных счетов по уже заключенным контрактам, что позволяет ей обеспечить приток денежных средств. В иные периоды компания расплачивается по своим контрактам и в этом случае образуется чистый отток денежных средств¹.

Широкое распространение на практике получила модель Миллера — Орра, учитывающая, что денежные оттоки и притоки характеризуются случайным характером. В данной модели предполагается определение верхнего и нижнего остатков денежных средств, а также непосредственно оптимального остатка денежных средств. Однако данная модель предполагает не столько соответствие данному оптимальному остатку, сколько принятие управленческого решения относительно фактического остатка денежных средств. По этой причине в данной модели введены дополнительные контрольные границы, в пределах которых допускается колебание денежного остатка.

Рассчитать оптимальный остаток денежных средств на расчетном счету можно по следующей формуле:

$$C_{opt} = C_{min} + \frac{R}{3} = C_{min} + \sqrt[3]{\frac{3F\sigma^2}{4S}},$$

где C_{min} — определенная экспертным путем минимальная величина денежных средств на счетах компании;

Range of variation — размах вариации остатка денежных средств на расчетном счету;

Fixed costs — постоянные транзакционные издержки;

Storage costs — затраты на хранение в течение периода;

σ^2 — дисперсия чистого дневного денежного потока.

Для расчета верхней контрольной границы, в пределах которой допускается колебание денежного остатка используется следующая формула:

¹ Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-Бизнес, 2017. С. 825.

$$C_{max} = C_{min} + R = C_{min} + 3 \times \sqrt[3]{\frac{3F\sigma^2}{4S}}.$$

Также модель Миллера — Орра позволяет определить среднюю величину остатка денежных средств на расчетных счетах компании:

$$\bar{C} = \frac{4C_{opt} - C_{min}}{3}.$$

ТНК может столкнуться с необходимостью сохранения денежных средств на расчетных счетах при условии необходимости поддержания определенной суммы в качестве компенсации банку за оказание услуг, а также для возможности использования свободных денежных средств каждым подразделением ТНК, вместо постоянного перевода денежных средств и выплаты в связи с этим дополнительных издержек, связанных с необходимостью обеспечения ликвидности подразделения в тот или иной момент времени.

Дочерние подразделения и филиалы ТНК сталкиваются с необходимостью осуществления трансграничных переводов, связанных с переводом дивидендов с целью снижения налоговых выплат по ним, оплатой за использование лицензий и франшиз, внутрикорпоративным перераспределением ресурсов (прим. — неттинг, внутрифирменные кредит, торговля, основанная на трансфертном ценообразовании).

Осуществлять управление денежными средствами ТНК с помощью централизованного подхода крайне сложно. Необходимость выплаты заработной платы сотрудникам и осуществления налоговых отчислений на территории государства, на котором осуществляет свою деятельность один из компонентов ТНК, вынуждает ТНК работать сразу с несколькими крупными банками в каждом государстве. Безусловно, это влечет за собой финансовые издержки, поскольку кредитные организации удерживают определенный процент за предоставляемые услуги. Однако в редких случаях банки отказываются от данной выгоды, выдвигая ТНК условие, что она будет поддерживать определенный остаток денежных средств на расчетном счету. Подобная сумма называется компенсационный остаток. Данные денежные средства выступают в роли депозита, который банк может использовать по своему усмотрению для получения дополнительной прибыли. Также компенсационный остаток может использоваться в качестве гарантии возврата ссуды ТНК перед банком.

Контрольные вопросы

1. Какова экономическая сущность эквивалентов денежных средств?
2. Как часто составляется отчет о движении денежных средств?

3. Какая валюта используется для составления консолидированного отчета о движении денежных средств ТНК?
4. Каковы основные задачи управления денежными средствами компании?
5. К чему приводит недостаток денежных средств на расчетных счетах компании?
6. В чем отрицательное влияние избытка денежных средств на расчетных счетах компании?
7. В чем сущность модели Баумоля?
8. В чем сущность модели Миллера — Орра?

Задания

Задание: изучите сущность модели Стоуна, выявите ее преимущества и недостатки.

Задание: проанализируйте, какая из существующих моделей управления остатками денежных средств на расчетных счетах наиболее актуальна для ТНК с централизованной системой управления. Аргументировать ответ.

Тематика эссе

1. Сравнительный анализ международной и российской практики составления отчетов о движении денежных средств.
2. Особенности управления остатками денежных средств на расчетном счету коммерческого банка.
3. Управление остатками денежных средств на расчетном счету компании в условиях нестабильной рыночной конъюнктуры.

Задачи

Задача № 1. ТНК «Альфа» в среднем ежедневно получает 150 000 у. е. Финансовый менеджер определил, что период между отправкой электронного платежа и действительным получением для использования составляет 7 дня.

Определите, какая сумма денежных средств заморожена из-за временного лага.

Задача № 2. ТНК «Бетта» обладает следующими еженедельными кассовыми остатками: на первой неделе 20 000 у. е., на второй — 17 000 у. е., на третьей 15 000 у. е., на четвертой 25 000 у. е. Ежегодная процентная ставка на депозите составляет 15%.

Рассчитайте среднemesячный кассовый остаток ТНК «Бетта», а также прибыль, получаемую с него.

Задача № 3. Годовая потребность ТНК «Дзета» в денежных средствах и их эквивалентах составляет 600 000 у. е. В тоже время ТНК «Дзета» обладает инвестиционным портфелем ликвидных ценных бумаг, доходность

которых по оценкам экспертов составляет 2%. Известно, что среднерыночная цена транзакционных издержек составляет 20 у. е.

Определите возможный оптимальный месячный остаток денежных средств для ТНК «Дзета», а также количество необходимых конвертаций для его обеспечения.

Задача № 4. Минимальный объем денежных средств на расчетном счету ТНК «Эта» составляет 4 500 у. е., а затраты на хранение приравниваются к 2%. Постоянные транзакционных издержки составляют 40 у. е., дисперсия чистого денежного потока составляет 1 000 000 у. е.

Обоснуйте политику управления денежными средствами ТНК «Эта».

Задача № 5. Экспертным путем выявлено, что минимальный остаток денежных средств ТНК «Тета» составляет 25 000 у. е., а стандартное отклонение чистого денежного потока равно 200 у. е. Постоянные транзакционные издержки составляют 15 у. е., тогда как затраты на хранение в течение периода в среднем по рынку составляют 0,3%.

Обоснуйте политику управления денежными средствами ТНК «Тета».

Тесты

1. Определите составляющие денежных средств компании:
 - А. Деньги в кассе, краткосрочные финансовые сложения, денежные средства в пути.
 - Б. Деньги в кассе, на текущих счетах компании, вложенные в драгоценные металлы.
 - В. Деньги в кассе, на текущих счетах компании, вложенные в ценные бумаги других компаний
 - Г. Деньги в кассе, на текущих счетах компании, денежные средства в пути.
2. Выделите виды финансовой отчетности, где отражаются денежные средства и их эквиваленты:
 - А. Бухгалтерский баланс, отчет о движении денежных средств.
 - Б. Бухгалтерский баланс, отчет об изменениях капитала.
 - В. Отчет об изменениях капитала, отчет о движении денежных средств.
 - Г. Отчет об изменениях капитала, отчет о финансовых результатах.
3. Определите основные задачи управления денежными средствами компании:
 - А. Повышение стоимости компании, повышение оборачиваемости оборотных активов компании, оптимизация потоков платежей с целью уменьшения потребности в денежных активах.
 - Б. Повышение стоимости компании, повышение оборачиваемости оборотных активов компании, оптимизация остатков денежных средств с позиции обеспечения платежеспособности компании.
 - В. Повышение оборачиваемости оборотных активов компании, оптимизация остатков денежных средств с позиции обеспечения

- платежеспособности компании, определение минимальной потребности в денежных средствах.
- Г. Повышение оборачиваемости оборотных активов компании, оптимизация остатков денежных средств с позиции обеспечения платежеспособности компании, определение минимальной потребности в запасах компании.
4. Определите основные негативные последствия недостатка денежных средств:
- А. Повышение ликвидности компании, снижение деловой репутации компании, банкротство.
- Б. Снижение ликвидности компании, снижение деловой репутации, банкротство
- В. Повышение рентабельности компании, снижение деловой репутации, банкротство.
- Г. Снижение рентабельности компании, снижение деловой репутации, банкротство.
5. Определите основное негативное последствие излишка денежных средств:
- А. Обесценение под воздействием инфляции и упущенной инвестиционной возможности.
- Б. Обеспечение высокой платежеспособности компании.
- В. Обеспечение абсолютной ликвидности компании.
- Г. Обеспечение свободных денежных средств для мгновенного инвестирования при благоприятной ситуации.
6. Выделите активы, в которые предпочтительно инвестировать денежные средства с целью их будущей быстрой конвертации обратно в денежные средства:
- А. Незавершенное строительство, нематериальные активы, высоколиквидные ценные бумаги.
- Б. Нематериальные активы, высоколиквидные ценные бумаги, драгоценные металлы.
- В. Высоколиквидные ценные бумаги, драгоценные металлы, резервные валюты.
- Г. Драгоценные металлы, резервные валюты, инфраструктурные облигации.
7. Определите основную цель управления остатками денежных средств посредством модели Баумоля:
- А. Минимизация суммы транзакционных издержек.
- Б. Минимизация расходов по хранению денежными средствами.
- В. Максимизация стоимости компании.
- Г. Повышение деловой репутации компании.
8. Выявите основной недостаток модели Баумоля:
- А. Предположение, что у компании всегда есть достойные инвестиционные возможности.

- Б. Предположение, что компания всегда обладает инвестиционной привлекательностью.
 - В. Предположение, что компания постоянно проводит оценку инвестиционных возможностей.
 - Г. Предположение, что компания постоянно использует свой денежный запас.
9. Определите основное отличие модели Миллера — Орра от модели Баумоля:
- А. Денежные потоки и оттоки строго регламентируются во времени.
 - Б. Денежные потоки и оттоки характеризуются случайным характером.
 - В. Денежные потоки и оттоки зависят от операционного риска.
 - Г. Денежные потоки и оттоки зависят от валютного риска.
10. Выявите причину поддержания на расчетном счету компании излишка денежных средств:
- А. Для поддержания остатка, используемого для выплаты заработной платы сотрудникам.
 - Б. Для поддержания остатка, используемого для выплаты дивидендов собственникам.
 - В. Для поддержания компенсационного остатка, используемого для погашения налоговых обязательств перед государством.
 - Г. Для поддержания компенсационного остатка, используемого банком в качестве гарантии возврата ссуды ТНК.

Тема 9

УПРАВЛЕНИЕ ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТЬЮ ТНК

Согласно МСФО, дебиторская задолженность — это безусловное право компании на возмещение¹. Безусловная дебиторская задолженность признается как актив, когда компания становится стороной по договору, вследствие заключения которого у нее возникает юридическое право на получение денежных средств².

Дебиторскую задолженность можно классифицировать на два основных вида:

- коммерческая, непосредственно связанная с текущей (основной) деятельностью компании (дебиторская задолженность коммерческих поставщиков, покупателей и заказчиков);
- некоммерческая, связанная с административно-хозяйственными процессами (дебиторская задолженность хозяйственных поставщиков, дочерних и зависимых обществ и т. д.)

Дебиторская задолженность позволяет увеличить объем продаж, однако одновременно с этим она подвергается риску невозврата и влиянию инфляционных процессов.

Управление дебиторской задолженностью — процесс, направленный на рост рентабельности компании за счет реализации продукции с отсрочкой платежа при соответствующем уровне кредитного риска.

Управление дебиторской задолженностью компании направлено на решение следующих задач:

- установление максимального размера допустимого кредитного риска,

¹ Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 15. «Выручка по договорам с покупателями» (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 27.06.2016 № 98н) // Официальный интернет-портал правовой информации <http://www.pravo.gov.ru>, 18.07.2016

² Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 9 «Финансовые инструменты» (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 27.06.2016 № 98н) // Официальный интернет-портал правовой информации <http://www.pravo.gov.ru>, 18.07.2016

- определение оптимального размера и создания резерва по сомнительным долгам,
- управление просроченной задолженностью,
- определения максимальной суммы задолженности по каждому из дебиторов в зависимости от их финансового состояния в тот или иной момент времени.

С целью оценки эффективности управления дебиторской задолженностью используются коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности, период сбора дебиторской задолженности и коэффициент инкассации.

Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности (англ. — *receivables turnover ratio*, далее — *RT*) отражает количество превращений дебиторской задолженности в денежные средства в течение периода. Традиционно показатель рассчитывается на основе годового бухгалтерского баланса, однако возможно рассчитывать его и по промежуточной отчетности.

Зачастую показатель рассчитывается в паре с показателем оборачиваемости кредиторской задолженности и считается благоприятной ситуацией, при которой коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности выше коэффициента оборачиваемости кредиторской задолженности.

$$RT = \frac{NCS}{AAR},$$

где *Net credit sales* — объем продаж в кредит;

Average accounts receivable — среднее значение дебиторской задолженности.

Период сбора дебиторской задолженности (англ. *average collection period*, далее — *ACP*) показывает среднее число дней, требуемое для сбора дебиторской задолженности:

$$ACP = \frac{AAR}{NCS} \times 365.$$

Коэффициент инкассации дебиторской задолженности (англ. — *coefficient of collection of receivables*, далее — *CR*) используется для планирования денежных потоков и показывает долю выручки, оплачиваемую клиентом (инкассируемую) за ранее отгруженную продукцию или выполненные услуги в течение рассматриваемого периода.

$$CR = \frac{PAR}{R} \times 100\%,$$

где *Paid accounts receivables* — оплаченная дебиторская задолженность;
Revenues — выручка.

Максимальное значение данного коэффициента составляет 100%, когда отгрузка продукции или выполнение услуги и полная оплата дебиторами происходят в рамках одного периода.

Мониторинг дебиторской задолженности следует повторять каждые 2–3 месяца, с целью переоценки ее объемов и сопутствующих рисков. ТНК осуществляют свою деятельность на территории множества государств, характеризующихся в том числе и нестабильной экономической конъюнктурой, что может связано с высокими рисками неплатежеспособности целого ряда контрагентов или их банкротством.

Последняя причина постоянного контроля за уровнем дебиторской задолженности — банкротство — также является и одной из причин ее возникновения. Наряду с нарушением контрагентом сроков исполнения своих обязательств по контракту или же несвоевременным представлением документов, подтверждающих выполнение обязательств для произведения расчетов.

Сомнительная дебиторская задолженность представляет собой просроченный долг перед компанией, который не обеспечен гарантиями и вряд ли будет погашен. Управление сомнительной дебиторской задолженностью предполагает создание резерва по сомнительным долгам.

Резерв по сомнительным долгам формируется в конце отчетного периода. Объем резерва рассчитывается для каждой задолженности индивидуально. Традиционный расчет предполагает оценку вероятности погашения долга и, если она, допустим, составляет 10%, то 90% от суммы долга начисляется в резерв по сомнительным долгам. Таким образом, снижается показатель прибыли компании, поскольку именно из нее формируется резерв.

Следует отметить, что создание резерва возможно только по существующей дебиторской задолженности, а сумма долга определяется на дату инвентаризации дебиторской задолженности, т. е. оценки дебиторской задолженности с точки зрения вероятности ее погашения и точной суммы задолженности, отраженной на счетах компании.

Если в течение инвентаризации выявлена дебиторская задолженность с истекшим сроком исковой давности, т. е. пророченная дебиторская задолженность, то на основании письменного обоснования возможно ее списание. Если же контрагент после списания погасил дебиторскую задолженность, то она учитывается в составе прочих доходов компании.

Значительное влияние на величину дебиторской задолженности оказывает кредитная политика компании, под которой следует понимать совокупность способов предоставления кредитов контрагентам и взыскания долгов с них. Также под кредитной политикой компании можно понимать взаимоотношения с дебиторами и товарными кредиторами.



Рис. 3. Типы кредитной политики компании

Типы кредитной политики компании и их характеристика представлены на рисунке 3. Консервативный тип направлен на минимизацию кредитного риска, высокую ликвидность компании и низкие показатели рентабельности. Агрессивная кредитная политика направлена на формирование высокого уровня кредитного риска, низкий уровень ликвидности и высокую рентабельность. Умеренный тип ориентирован на средний уровень кредитного риска при продаже продукции с отсрочкой платежа, что характерно для компаний, находящихся на стадии умеренного роста.

При выборе кредитной политики и определении процентной ставки по предоставляемому товарному или коммерческому кредиту, следует учитывать, что она не должна превышать уровень процентной ставки по краткосрочному банковскому кредиту, поскольку в этом случае контрагенту выгоднее привлечь банковский кредит, нежели предоставлять возможность компании реализовывать продукцию с отсрочкой платежа.

Также при формировании кредитной политики в области штрафов за просроченную дебиторскую задолженность необходимо рассчитывать объем штрафов, пеней и неустоек исходя из потерянного компанией дохода, упущенной инвестиционной возможности, влияния инфляции, снижения риска платежеспособности и т. д.

С целью выбора наиболее эффективной кредитной политики, финансовому менеджеру необходимо определить, какие факторы генерируют наибольший риск для того или иного дебитора компании. Это подразумевает проведение рейтинговой оценки платежеспособности дебиторов, выявляющей степень их надежности.

При осуществлении деятельности в целом ряде стран ТНК сталкивается с необходимостью заключать деловые отношения с множеством контрагентов, подчиняющихся законам различных юрисдикций и обладающих разной платежной дисциплиной. Непогашенная вовремя дебиторская задолженность перед ТНК если не прерывает операционный цикл, то негативно отражается на его продолжительности. Если же ТНК увеличит длительность цикла, это может усложнить выполнение собственных обязательств, следовательно, сформировать дополнительные финансовые расходы на выплаты штрафов и пени, нанести ущерб репутации ТНК.

Значимость потерь от не своевременно погашенной дебиторской задолженности возрастает с ростом темпов инфляции и объемом имобилизованных оборотных средств. При работе ТНК с контрагентами из разных стран управление дебиторской задолженностью также осложняется валютным риском, т. е. риском убытков, связанных с неблагоприятным изменением курсов валют. По этой причине большинство ТНК предпочитают осуществлять сделки в наиболее стабильных валютах. Подчеркивается, что именно стабильность национальной денежной единицы стимулирует развитие внешней торговли и инвестиций, способствует интеграции национальной экономики в глобальные мировые системы¹. Подтверждению этому является преобладающее большинство американских и западноевропейских ТНК, чьи страны в настоящее время обладают наиболее стабильными валютами.

В данных условиях наиболее эффективным инструментом управления дебиторской задолженностью является форфейтинг, представляющий собой инструмент финансирования под уступку денежного требования в международных отношениях. Данный инструмент финансового менеджмента актуален лишь для крупных компаний таких как ТНК, обладающих крупными финансовыми потоками, от скорости оборота которых зависит непосредственно успех основной деятельности компании, объемы прибыли, а также репутация.

Участниками форфейтинга выступают форфейтор (форфейтинговая организация или коммерческий банк, оказывающий форфейтинговые услуги) и контрагенты в лице экспортера-кредитора и импортера-заемщика.

Инициатором форфейтинговой сделки обычно выступает экспортер, который первоначально должен выбрать форфейтора, донести до него основную значимую информацию о будущей торговой сделке и выяснить, сколько составит комиссия форфейтора.

Стоимость форфейтинговых услуг рассчитывается следующим образом:

¹ *Абдуллаева Ш. Р.* Современные проблемы и дальнейшая либерализация валютной политики // Интеграция наук. 2017. № 1 (5). С. 25.

$$r = \frac{FV \times q \times c}{k \times 365} \times 100\%,$$

где *Face value* — номинальная стоимость права требования;
quota — процент финансирования права требования;
commission — комиссия за управление дебиторской задолженностью (факторинговых услуги);
k — количество дней, на которые предоставляется денежная сумма (отсрочка платежа).

Форфейтор при определении размера взимаемой комиссии за предоставляемые услуги учитывает объем и валюту сделки, срок финансирования, дополнительные гарантии, деловую репутацию и резидентность обоих участников сделки, вероятность наступления различных рисков. На основании проведенного исследования, форфейтор предлагает экспортеру вид долговых обязательств (вексель или аккредитив) и валюту сделки, в которой следует ее осуществить. Традиционно выбираются свободно конвертируемые валюты.

После заключения договора между экспортером и импортером, последний направляет авалированные векселя с передаточной надписью и без права регресса экспортеру. На основании этого экспортер и форфейтор заключают меж собой соглашение о выкупе последним платежных обязательств импортера. После предоставления экспортером копий ряда документов, подтверждающих отгрузку и отправку товара импортеру, форфейтор выплачивает оговоренные долговые обязательства импортера за вычетом взимаемой им комиссии.

Таким образом, форфейтор становится полноправным владельцем долговых обязательств импортера, который в течение определенного периода времени имеет возможность погасить свою задолженность перед форфейтором. Следует заметить, что издержки на приобретение авали от банка на вексель несет как раз импортер.

Импортер в форфейтинговой сделке выигрывает возможность отложить платежи по своим обязательствам, именно по этой причине форфейтинговые контракты обычно среднесрочные или долгосрочные. Импортер перечисляет форфейтору первоначальный взнос по своим долговым обязательствам, в дальнейшем же суммы и периоды их выплаты определяются в каждом случае индивидуально.

Экспортер в данном случае полностью страхуется от любых рисков, поскольку они все ложатся непосредственно на форфейтора. По этой причине традиционно форфейторские услуги дороже, нежели банковское кредитование. В связи с этим подобные сделки целесообразно заключать только при больших объемах продаж для крупных ТНК. Тем не менее форфейтинг позволяет экспортеру сокращать кассовые разрывы, хеджировать валютный, кредитный и другие виды рисков, обеспечивать своевременное погашение дебиторской задолженности

и получать с нее дополнительную прибыль, сразу же направляя ее вновь в оборот.

Впервые форфейтинг использовался Швейцарскими банками в период Второй мировой войны. Старейшая в мире ассоциация форфейтеров (VEFI) основана в Швейцарии в 1978 г. и в качестве своих основных целей определяет доведение до членов ассоциации актуальной информации, знаний и опыта использования форфейтинга в торговых сделках, его основных преимуществах и обеспечивать возможности совместной работы для членов ассоциаций, которых на данный момент ровно двадцать. Из российских экономических агентов в члены данной ассоциации входит только Газпромбанк (Швейцария), исторически специализирующийся на осуществлении операций, связанных с обслуживанием внешней торговли между Швейцарией и Россией.

В 2013 г. Международная торговая палата (ICC) и Международная ассоциация форфейтинга (IFA) подготовили унифицированные правила для форфейтинговых операций, включая типовые формы соглашений (URF 800), в которых предложили следующее определение форейтинга: «форма финансирования экспортной торговли, включающая дисконтирование связанных с торговлей долговых обязательств, срок погашения которых наступит в будущем, без оборота на экспортера/индоссанта»¹.

Контрольные вопросы

1. Какова экономическая сущность дебиторской задолженности?
2. Каковы основные направления управления дебиторской задолженностью?
3. Каковы причины формирования дебиторской задолженности?
4. В каких случаях формируется резерв по сомнительным долгам?
5. Каким образом валютный риск влияет на управление дебиторской задолженностью ТНК?
6. Какова экономическая сущность форфейтинга?
7. Какова роль векселя в сделке форфейтинга?
8. В чем преимущества форфейтинга для экспортера продукции?

Задания

Задание: изучите основные отличия факторинга и форфейтинга.

Задание: проанализируйте политику управления дебиторской задолженностью существующей ТНК.

¹ *Хименес Г. К.* Руководство ICC к экспортно-импортным операциям. Глобальные стандарты международной торговли // М.: ICC Russia, 2013. С. 166.

Тематика эссе

1. Перспективы развития рынка форфейтинга в Российской Федерации
2. Особенности формирования и управления дебиторской задолженностью децентрализованной ТНК.
3. Анализ основных методов снижения риска невозврата дебиторской задолженности.

Тесты

1. Определите основную цель управления дебиторской задолженностью:
 - А. Рост ликвидности компании за счет повышения показателей оборотных активов.
 - Б. Рост рентабельности компании за счет реализации продукции с отсрочкой платежа при соответствующем уровне кредитного риска.
 - В. Рост оборачиваемости дебиторской задолженности при повышении объемов продаж.
 - Г. Рост стоимости компании при повышении объемов продаж с отсрочкой платежа.
2. Определите основные причины формирования сомнительной дебиторской задолженности:
 - А. Нарушение контрагентом сроков исполнения обязательств, банкротство контрагента.
 - Б. Изменение учетной политики контрагента, банкротство контрагента.
 - В. Изменение организационно-правовой формы контрагента, банкротство контрагента.
 - Г. Изменение дивидендной политики контрагента, банкротство контрагента.
3. Выявите правильный способ формирования резерва по сомнительным долгам:
 - А. Формируется в начале отчетного периода, расчет производится по каждому долгу отдельно.
 - Б. Формируется в начале отчетного периода, расчет производится по всем долгам в совокупности.
 - В. Формируется в конце отчетного периода, расчет производится по каждому долгу отдельно.
 - Г. Формируется в конце отчетного периода, расчет производится по всем долгам в совокупности.
4. Выявите правильную характеристику консервативной кредитной политики компании:
 - А. Предполагает сокращение сроков предоставления кредита, ужесточение условий предоставления кредита и повышение его стоимости.

- Б. Предполагает увеличение сроков предоставления кредита, смягчение условий предоставления кредита и повышение его стоимости.
 - В. Предполагает индивидуальный подход к каждому контрагенту, основанный на методе оценки его кредитной истории.
 - Г. Предполагает предоставление кредита контрагентам с наиболее высоким кредитным риском, увеличение сроков предоставления кредитов и их размера.
5. Выявите правильную характеристику агрессивной кредитной политики компании:
- А. Предполагает сокращение сроков предоставления кредита, ужесточение условий предоставления кредита и повышение его стоимости.
 - Б. Предполагает увеличение сроков предоставления кредита, смягчение условий предоставления кредита и повышение его стоимости.
 - В. Предполагает индивидуальный подход к каждому контрагенту, основанный на методе оценки его кредитной истории.
 - Г. Предполагает предоставление кредита контрагентам с наиболее высоким кредитным риском, увеличение сроков предоставления кредитов и их размера.
6. Определите последствия для компании при несвоевременном погашении дебиторской задолженности:
- А. Снижение оборачиваемости дебиторской задолженности компании, показателей рентабельности, формирование дополнительной стоимости компании
 - Б. Снижение оборачиваемости дебиторской задолженности, формирование дополнительных сложностей при выполнении собственных обязательств.
 - В. Снижение оборачиваемости дебиторской задолженности, повышение деловой репутации компании, увеличение производственного цикла.
 - Г. Снижение оборачиваемости дебиторской задолженности, показателей рентабельности, сокращение производственного цикла.
7. Выявите верную характеристику форфейтинга:
- А. Инструмент финансирования денежного требования под уступку, актуальный для крупных компаний.
 - Б. Инструмент финансирования денежного требования под уступку, актуальный для малого и среднего предпринимательства.
 - В. Финансовый инструмент, актуальный для крупных компаний
 - Г. Финансовый инструмент, актуальный для малого и среднего предпринимательства.
8. Определите участников форфейтинговой сделки:
- А. Государство, форфейтор и экспортер.
 - Б. Государство, форфейтор и импортер.

- В. Форфейтор, экспортер и импортер.
 - Г. Форфейтор, экспортер и банк.
9. Выявите ключевые факторы, влияющие на размер форфейтинговой комиссии:
- А. Объем и валюта сделки, срок финансирования, дополнительные гарантии, деловая репутация участников сделки.
 - Б. Объем и валюта сделки, капитализация участников, дополнительные гарантии, деловая репутация участников сделки.
 - В. Объем и валюта сделки, рентабельность экспортера, дополнительные гарантии, деловая репутация участников сделки.
 - Г. Объем и валюта сделки, рентабельность импортера, дополнительные гарантии, деловая репутация участников сделки.
10. Выявите основные преимущества форфейтинговой сделки для экспортера:
- А. Повышение рентабельности компании, хеджирование валютных рисков, обеспечение своевременного погашения дебиторской задолженности.
 - Б. Повышение рентабельности компании, хеджирование финансовых рисков, обеспечение своевременного погашения дебиторской задолженности
 - В. Сокращение кассовых разрывов, хеджирование валютных рисков, обеспечение своевременного погашения дебиторской задолженности.
 - Г. Сокращение кассовых разрывов, хеджирование финансовых рисков, обеспечение своевременного погашения дебиторской задолженности.

Тема 10

НАЛОГОВАЯ ОПТИМИЗАЦИЯ ТНК

ТНК как любая организация обязана выплачивать налог на прибыль. Однако в случае ТНК возникает осложнение международным аспектом, а именно различными системами налогообложения и права, реализуемыми на территории разных государств. Налоговая система оказывает влияние на выбор ТНК иностранных инвестиционных возможностей, форм финансирования деятельности, стратегии внутрифирменных переводов и управления валютным риском, а также на организационно-правовую форму создаваемых за рубежом компонентов ТНК. В этой связи основной задачей ТНК при реализации цели налоговой оптимизации выступает избежание двойного налогообложения и достижение максимального снижения налоговых выплат в рамках действующего законодательства того государства, на территории которого осуществляет свою деятельность любой из компонентов ТНК.

ТНК выступают крупнейшими экономическими агентами, выплачивающих налоги в бюджеты различных государств. По этой причине, многие государства создают комфортные условия для ТНК и принимая те или иные решения в области налогового регулирования не редко учитывают интересы крупных ТНК, осуществляющих деятельность на их территории. Помимо прямой выплаты в бюджет налога на прибыль, ТНК также опосредованно участвуют в поступлениях в бюджет за счет налога на доходы физических лиц, поскольку предоставляют большое количество легальных рабочих мест.

В рамках МСФО, налог на прибыль включает в себя все национальные и зарубежные налоги, взимаемые с налогооблагаемых прибылей. Налоги на прибыль также включают налоги, удерживаемые у источника и уплачиваемые дочерней или ассоциированной организацией или объектом совместного предпринимательства с сумм, распределяемых в пользу отчитывающейся организации¹.

¹ Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 12 «Налоги на прибыль» (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 28.12.2015 № 217н) (ред. от 27.06.2016) (с изм. и доп., вступ. в силу с 02.08.2016) // Официальный сайт Минфина России <http://www.minfin.ru/>, 09.02.2016.

Однако это лишь один пример налога. В настоящее время Организация экономического сотрудничества и развития (далее — ОЭСР) классифицирует налоги по критерию объекта налогообложения на следующие группы:

- на доход, прибыль и поступления от капитала;
- на заработную плату и рабочую силу;
- на имущество;
- на товары и услуги;
- на социальное страхование;
- прочие налоги¹.

Отметим, что каким образом собираются налоговые выплаты и их целевое назначение в данной классификации не учитываются.

Следует заметить, что в зависимости от налоговой системы в разных государствах юридические лица выплачивают разное количество и объем налогов, что также должно учитываться финансовым менеджером при разработке стратегии управления налоговыми выплатами ТНК. На данный момент выделяется две основные стратегии: налоговая оптимизация и уклонение от уплаты налогов.

Налоговая оптимизация (англ. — *tax avoidance*) представляет собой легальный способ уменьшения налоговых обязательств компании.

Выделяются следующие общие признаки данного экономического явления:

- деятельность, реализуемая налогоплательщиком в рамках действующего законодательства;
- целевая направленность на достижение наиболее выгодной для компании величины налоговой базы по основным (значимым) налогам;
- правомерность, определяемая как право налогоплательщика трактовать и применять все неясности, противоречия актов законодательства о налогах и сборах в свою пользу².

Уклонение от уплаты налогов (англ. — *tax evasion*) предполагает незаконное использование налоговых льгот, сокрытие доходов, несвоевременную уплату налогов и/или не предоставление (не полное, не своевременное предоставление) документов, необходимых для исчисления и выплаты налогов.

Выделяются следующие общие признаки уклонения от уплаты налогов:

¹ Revenue Statistics — classification of taxes, Interpretative guide and methodology // Organization for Economic Co-operation and Development, 2016. URL: <http://www.oecd.org/tax/tax-policy/oecd-classification-taxes-interpretative-guide.pdf>

² Мандрощенко О. В. Особенности налогового стимулирования инвестиционной и инновационной деятельности на региональном уровне // Инновации и инвестиции. 2016. № 1. С. 5–9.

- преднамеренность и умышленный характер проведенных финансовых операций (акты, факты, договоренности);
- отклонения от обычного и/или искусственный характер поведения компании;
- последствия такого поведения должны приводить к экономии налога, не предусмотренной или не разрешенной законодателем¹.

В рамках налоговой оптимизации ТНК используют возможности соглашений об избежании двойного налогообложения.

Двойное налогообложение представляет собой обложение схожими налогами одного налогоплательщика на основании одного объекта налогообложения за один и тот же период времени в разных государствах. Оно характерно лишь для компаний, осуществляющих свою деятельность в двух и более государствах, использующих разные принципы международного налогообложения: принцип резидентства, когда государство имеет право взимать налоги с совокупного дохода юридического лица и принцип налогообложения у источника образования налогов, когда государство имеет право взимать налог с объекта, находящегося на его территории и являющегося источником дохода. В случае с ТНК также возможна ситуация, при которой юридическое лицо будет резидентом одновременно двух государств и каждое будет иметь право на взимание налогов.

С целью решения проблемы двойного налогообложения, государства предпринимая следующие шаги:

- предоставление резидентам своего государства возможности одностороннего зачета налогов, уплаченных другим государствам;
- заключение соглашений об избежании двойного налогообложения, предполагающих разделение права на налогообложение между государством, резидентом которого является компания и государством, где формируется доход.

В рамках соглашений об избежании двойного налогообложения решаются не только вопросы учета налога на прибыль, но также и связанные с налогами на международные транспортные операции, дивиденды, инвестиционные доходы, доходы от недвижимого имущества, с авторских прав и прочих нематериальных активов.

В настоящее время существует две основные модели формирования соглашения об избежании двойного налогообложения: типовая модель конвенции ОЭСР и модель ООН.

Принципиальное различие модели ОЭСР и модели ООН заключается в том, что Конвенция ОЭСР основана на резидентном принципе

¹ Соловьев И. Н. Оптимизация налогообложения в Итальянской Республике // Налоговый вестник. 2016. № 3. С. 75–84.

налогообложения, который может быть реализован только в отношениях между государствами, равными как политически, так и экономически¹, в то время как модель ООН использует территориальный принцип налогообложения, поскольку развивающиеся страны, использующие эту модель, заинтересованы в максимальном расширении круга налогоплательщиков².

Цели соглашений об избежании двойного налогообложения включают защиту налогоплательщиков от двойного налогообложения с целью усиления потока международной торговли и инвестиций и передачи технологий. Они также направлены на предотвращение определенных видов дискриминации между иностранными инвесторами и местными налогоплательщиками и обеспечение разумного элемента правовой и финансовой стабильности, в рамках которой можно уверенно вести международные операции. Также соглашения об избежании двойного налогообложения направлены на укрепление сотрудничества между налоговыми органами в плане осуществления их функций, в том числе путем обмена информацией с целью предотвращения уклонения от уплаты налогов или избежания налогообложения, а также помощи в сборе налогов³.

В настоящее время соглашениями об избежании двойного налогообложения пользуются не столько малое и среднее предпринимательство для которых во многом они и разрабатывались, сколько как раз ТНК, обладающие доступом к качественным юридическим и консалтинговым услугам, позволяющим не только узнать о возможности снизить налоговые вычеты в бюджеты государств, но и просчитать, каким образом и на территории какого государства это сделать выгоднее всего для собственников компании.

Безусловно, регулирующим органам известно о подобном и ими принимаются шаги по повышению финансовой дисциплины ТНК. Известно, что в настоящее время ряд государств прописывает в соглашениях об избежании двойного налогообложения, что в случае систематического перевода за рубеж более половины чистой прибыли компании сразу после ее расчета, данная компания теряет возможность использовать прописанные в соглашении налоговые послабления.

¹ LLP (Limited Liability Partnership) в Великобритании, LLC (Limited Liability Company) в США не облагаются корпоративными налогами в стране регистрации (доход сразу же распределяется между владельцами и облагается налогом по ставкам страны, где они проживают).

² Полежарова Л. В. Международные соглашения об избежании двойного налогообложения // Финансы. 2010. № 7. С. 27–35.

³ Типовая конвенция ООН об избежании двойного налогообложения в отношениях между развитыми и развивающимися странами. URL: http://www.un.org/esa/ffd/documents/UN_Model_2011_UpdateRu.pdf

Другим способом борьбы государства с налоговой оптимизацией ТНК выступает принцип «вытянутой руки».

Принцип «вытянутой руки» (англ. — arm's length principle) состоит в следующем: взаимозависимые компании действуют «рука об руку» и в своих отношениях применяют цены, которые отличаются от рыночных. Государство в свою очередь корректирует такие нерыночные цены, как если бы компании были независимыми (находились «на расстоянии вытянутой руки»). В большинстве стран мира налоговое законодательство содержит нормы, закрепляющие принцип «вытянутой руки» и порядок его применения¹.

Взаимозависимыми могут быть как юридические, так и физические лица. В различных государствах применяются разные основания для признания лиц взаимозависимыми. Однако выявлено, что при определении общих критериев взаимозависимости учитывается влияние, которое может оказываться:

- 1) в силу участия одного лица в капитале других лиц;
- 2) в соответствии с заключенным между лицами соглашением;
- 3) при наличии иной возможности одного лица определять решения, принимаемые другими лицами².

Отличные от рыночных или договорные цены, также называются еще трансфертными. Трансфертные цены получили широкое распространение во второй половине XX в., когда экспансия ТНК на внешние рынки позволяла им определять «внутренние» цены для своих дочерних компаний и филиалов. Подобная ценовая политика позволяет распределять внешние рынки сбыта и сферы влияния компонентов ТНК, а также оптимизировать уровень налогообложения. Последнее актуально именно для международных сделок, когда прибыль ТНК переводится в страны с более лояльным и благоприятным налоговым режимом.

Более лояльный и благоприятный налоговый режим может быть представлен в особых экономических зонах. Основным видом особых экономических зон выступает офшор.

Офшор — это государство и территория, предоставляющее льготный налоговый режим налогообложения и (или) не предусматривающие раскрытие и предоставление информации при проведении финансовых операций (офшорные зоны).

¹ Кондрат Е. Н. Правонарушения в финансовой сфере России. Угрозы финансовой безопасности и пути противодействия: монография. М.: Юстицинформ, 2014. 928 с.

² Соболев О. С. Взаимозависимые лица: проблемы установления, соотношение со смежными категориями // Вестник Университета имени О. Е. Кутафина. 2016. № 6 (22). С. 118–122.

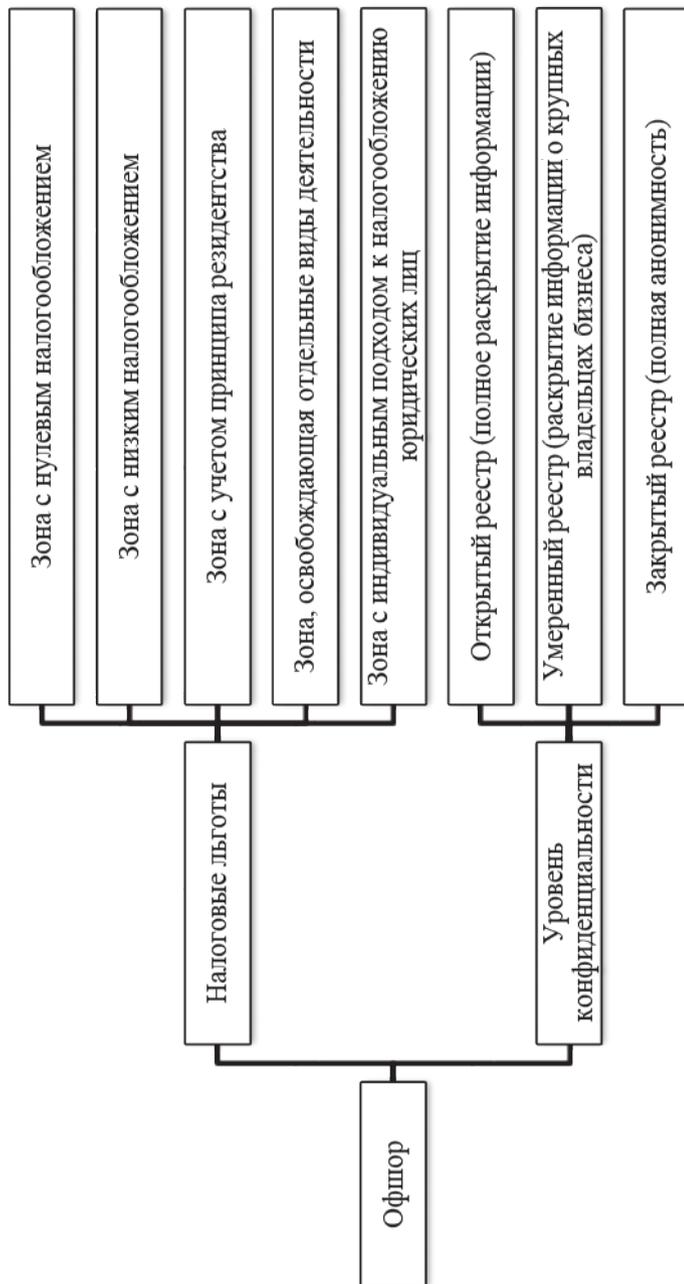


Рис. 4. Виды офшоров

Несмотря на налоговые льготы и возможную конфиденциальность бизнеса, осуществление коммерческой деятельности в офшорной зоне обладает и негативной стороной. Основным недостатком выступает низкий статус офшорных компаний, снижающий деловую репутацию ТНК. Компаниям, осуществляющим деятельность на территории офшоров, зачастую сложнее получить банковское кредитование и найти деловых партнеров. В большинстве государств запрещено сотрудничество государственных компаний с офшорными компаниями. Кроме того, последние не могут претендовать на льготы, предоставляемые международными соглашениями об избежании двойного налогообложения.

Контрольные вопросы

1. На какие финансовые аспекты деятельности ТНК влияет налоговая система?
2. Каковы основные группы налогов, выплачиваемых компаниями?
3. Какова экономическая сущность и признаки налоговой оптимизации?
4. Какова экономическая сущность и признаки уклонения от уплаты налогов?
5. Какова экономическая сущность двойного налогообложения?
6. Каковы основные цели соглашений об избежании двойного налогообложения?
7. В чем заключается принцип «вытянутой руки»?
8. Какова экономическая сущность офшора, в чем его недостатки?

Задания

Задание: проанализируйте налоговые льготы в существующих офшорах.

Задание: изучите основные методы трансфертного ценообразования (основанные на анализе сделки и на анализе прибыли).

Тематика эссе

1. Основные тенденции применения трансфертного ценообразования в мировой практике.
2. Роль трансфертного ценообразования в обеспечении конкурентоспособности ТНК.
3. Предпосылки и основные мотивы перехода юридических лиц в офшоры.

Тесты

1. Определите основную сложность управления налогами ТНК:
А. Внутрифирменное перераспределение денежных средств.

- Б. Особенности международного бухгалтерского учета.
 - В. Особенности международного права.
 - Г. Особенности различных налоговых систем.
2. В классификации налогов ОЭСР в качестве объекта налогообложения компаний отсутствует:
- А. Заработка плата и рабочая сила.
 - Б. Имущество.
 - В. Капитализация.
 - Г. Социальное страхование.
3. Выявите лишний признак налоговой оптимизации:
- А. Деятельность, реализуемая налогоплательщиком в рамках действующего законодательства.
 - Б. Отклонения от обычного и/или искусственный характер поведения компании.
 - В. Целевая направленность на достижение наиболее выгодной для компании величины налоговой базы по основным (значимым) налогам.
 - Г. Правомерность, определяемая как право налогоплательщика трактовать и применять все неясности, противоречия актов законодательства о налогах и сборах в свою пользу.
4. Выявите лишний признак уклонения от уплаты налогов:
- А. Преднамеренность и умышленный характер проведенных финансовых операций (акты, факты, договоренности).
 - Б. Отклонения от обычного и/или искусственный характер поведения компании.
 - В. Последствия такого поведения должны приводить к экономии налога, не предусмотренной или не разрешенной законодателем.
 - Г. Целевая направленность на достижение наиболее выгодной для компании величины налоговой базы по основным (значимым) налогам.
5. Определите субъект двойного налогообложения:
- А. Компания, осуществляющая свою деятельность в двух и более странах.
 - Б. Компания, осуществляющая свою деятельность в двух и более субъектах государства.
 - В. Компания, осуществляющая два и более вида деятельности.
 - Г. Компания, осуществляющая инвестиции в два и более объекта.
6. Выявите лишнюю цель соглашения об избежании двойного налогообложения:
- А. Защита налогоплательщиков от двойного налогообложения.
 - Б. Повышение объемов международной торговли и инвестиций.
 - В. Снижение налоговых выплат крупными корпорациями.
 - Г. Укрепление сотрудничества между налоговыми органами различных государств.

7. Определите лишний критерий отнесения компаний к взаимозависимым:
 - А. Одна из них участвует в капитале другой.
 - Б. Между компаниями существует заключенное соглашение.
 - В. Одна компания может оказывать влияние на решения, принимаемые другой.
 - Г. Компании зарегистрированы на территории одного государства.
8. Выявите правильную характеристику трансфертной цены:
 - А. Договорная внутренняя цена, отличная от рыночной, устанавливаемая взаимозависимыми компаниями.
 - Б. Договорная внутренняя цена, отличная от рыночной, устанавливаемая государством.
 - В. Договорная внутренняя цена, устанавливаемая на уровне среднерыночной.
 - Г. Договорная внутренняя цена, устанавливаемая на уровне низшей по рынку.
9. Определите правильную характеристику офшора:
 - А. Государство и территория, предоставляющее льготный налоговый режим налогообложения и предусматривающий раскрытие и предоставление информации при проведении финансовых операций.
 - Б. Государство и территория, предоставляющее льготный налоговый режим налогообложения и (или) не предусматривающих раскрытия и предоставления информации при проведении финансовых операций.
 - В. Государство и территория, предоставляющее льготный налоговый режим налогообложения и (или) предусматривающих раскрытия и предоставления информации о бенефициарных владельцах.
 - Г. Государство и территория, предоставляющее льготный налоговый режим налогообложения и предусматривающий раскрытие и предоставление информации при проведении финансовых операций о владельцах бизнеса.
10. Выявите лишний недостаток офшора:
 - А. Низкий статус офшорной компании, отражающийся на деловой репутации.
 - Б. Низкая деловая репутация, снижающая кредитный рейтинг компании.
 - В. Низкая деловая репутация, снижающая прибыль компании.
 - Г. Невозможность для офшорной компании участвовать в соглашении об избежании двойного налогообложения.

ТЕМАТИКА КУРСОВЫХ РАБОТ

1. Анализ факторов влияющих на развитие ТНК в современном мире.
2. Особенности управления запасами децентрализованной ТНК.
3. Управление остатками денежных средств ТНК.
4. Управление дебиторской задолженностью ТНК.
5. Форфейтинг как инструмент управления дебиторской задолженностью ТНК.
6. Совершенствование системы управления запасами высокотехнологичных ТНК.
7. Управление денежными средствами ТНК при формировании валютного риска.
8. Управление рисками ТНК на российском рынке.
9. Особенности управления рисками ТНК сферы услуг.
10. Управление операционным валютным риском современной ТНК.
11. Анализ критериев принятия инвестиционных решений международных компаний.
12. Оценка инвестиционной привлекательности международной компании.
13. Анализ инвестиционного проекта ТНК.
14. Оценка влияния ПИИ ТНК на экономику страны.
15. Оценка инвестиционной возможности ТНК на развивающемся рынке.
16. Международная практика проектного финансирования.
17. Оценка финансовых потребностей ТНК при реализации инвестиционного проекта.
18. Управление международными инвестиционными проектами ТНК.
19. Финансирование инвестиционного проекта ТНК посредством синдицированного кредитования.
20. Финансовые аспекты слияний ТНК.
21. Анализ рынка трансграничных сделок слияний и поглощений.
22. Оценка финансовой конкурентоспособности ТНК при выходе на новый рынок.
23. Совершенствование системы управления рабочим капиталом ТНК.

24. Анализ дивидендной политики крупнейших высокотехнологичных ТНК.
25. Анализ влияния нефинансовой отчетности ТНК на финансовый результат.
26. Источники финансирования корпоративной социальной ответственности ТНК.
27. Управление внереализационными доходами ТНК.
28. Инструменты управления кредиторской задолженностью ТНК.
29. Особенности управления собственным капиталом ТНК.
30. Управление нематериальными активами ТНК с целью повышения ее рыночной стоимости.

ОТВЕТЫ К ЗАДАЧАМ

Тема 2.

Задача № 1. 4 операции, 30 000 уфед.

Задача № 2. ТНК «Гамма» перед ТНК «Дельта» 265 тыс. у. е. ТНК «Бетта» перед ТНК «Гамма» 110 тыс. у. е. ТНК «Альфа» перед ТНК «Бетта» 130 у. е.

Тема 4.

Задача № 1. 36,1 у.е/уфед

Задача № 2. 3 750 уфед.

Задача № 3. Выгоднее вкладываться в активы у. е. (2 574 894 у. е.)

Задача № 4. Хеджирование выгодно (1 990 000 уфед).

Задача № 5. 1 888 000 у. е.

Тема 5.

Задача № 1. 22%.

Задача № 2. 3,78 года.

Задача № 3. 40%, 127 000 у. е., 27 000 у. е.

Задача № 4. 492,86 у. е.

Задача № 5. Вторая возможность более выгодная (116,7 у. е.).

Тема 6.

Задача № 1. 45 млн у. е.

Задача № 2. 55 млн у. е., 57,375 млн у. е.

Задача № 3. 775 у. е., 1 033,3 у. е.

Тема 7.

Задача № 1. 200 шт.

Задача № 2. 60 шт., 8 заказов, 34 дня.

Задача № 3. 184 шт., 9 заказов.

Задача № 4. 882 ед., 41 ед., 7 заказов, 63 770 у. е.

Задача № 5. 96 ед., 48 ед., 16 заказов, 23 дня. 976 у. е., 25 ед.

Тема 8.

Задача № 1. 1 050 000 у. е.

Задача № 2. 19 250 у. е., 240,625 у. е.

Задача № 3. 4641 у. е., 17 конвертаций.

Задача № 4. Оптимальный остаток 5645 у. е., средняя величина остатка 6027 у. е.

Задача № 5. Оптимальный остаток 25351 у. е., средняя величина остатка 25708 у. е.

ОТВЕТЫ К ТЕСТАМ

Тема 1.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
В	Г	А	В	А	А	В	Б	Г	В

Тема 2.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Б	А	Г	А	Б	Г	А	А	В	Г

Тема 3.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
В	А	В	Б	В	А	Г	Б	А	Б

Тема 4.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
В	А	В	Б	А	В	В	Г	А	Г

Тема 5.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Б	А	В	В	Г	В	Б	А	А	Г

Тема 6.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
А	В	Г	А	В	Б	А	Б	Б	Г

Тема 7.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
А	В	В	В	А	Б	А	В	Г	А

Тема 8.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Г	А	В	Б	А	В	А	Г	Б	Г

Тема 9.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Б	А	В	А	Г	Б	А	В	А	В

Тема 10.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Г	В	Б	Г	А	В	Г	А	Б	В

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Нормативно-правовые акты

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ (ред. от 03.08.2018) // СЗ РФ. 1994. № 32. Ст. 3301.
2. Транснациональные корпорации // Конференция ООН по торговле и развитию. URL: [http://unctad.org/en/Pages/DIAE/Transnational-corporations-\(TNC\).aspx](http://unctad.org/en/Pages/DIAE/Transnational-corporations-(TNC).aspx)
3. Типовая конвенция ООН об избежании двойного налогообложения в отношении между развитыми и развивающимися странами. URL: http://www.un.org/esa/ffd/documents/UN_Model_2011_UpdateRu.pdf
4. Конвенция о транснациональных корпорациях // Содружество. Информационный вестник Совета глав государств и Совета глав правительств СНГ. 1998. № 1. С. 20–25.
5. О введении Международных стандартов финансовой отчетности и Разъяснений Международных стандартов финансовой отчетности в действие на территории Российской Федерации и о признании утратившими силу некоторых приказов (отдельных положений приказов) Министерства финансов Российской Федерации: приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н (с изм. от 11.07.2016) // Официальный интернет-портал правовой информации <http://www.pravo.gov.ru>
6. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 2 «Запасы» (введен в действие на территории Российской Федерации приказом Минфина России от 28.12.2015 № 217н) (ред. от 27.06.2016) // Официальный сайт Минфина России: <http://www.minfin.ru/>
7. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 7 «Отчет о движении денежных средств» (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 28.12.2015 № 217н) (ред. от 11.06.2016) // Официальный сайт Минфина России <http://www.minfin.ru/>
8. Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 15. «Выручка по договорам с покупателями» (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 27.06.2016

- № 98н) // Официальный интернет-портал правовой информации <http://www.pravo.gov.ru>, 18.07.2016
9. Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 9 «Финансовые инструменты» (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 27.06.2016 № 98н) // Официальный интернет-портал правовой информации <http://www.pravo.gov.ru>, 18.07.2016
10. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 12 «Налоги на прибыль» (введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 28.12.2015 № 217н) (ред. от 27.06.2016) (с изм. и доп., вступ. в силу с 02.08.2016) // Официальный сайт Минфина России <http://www.minfin.ru/>, 09.02.2016

Научная, учебная и специальная литература

11. *Абдуллаева Ш. Р.* Современные проблемы и дальнейшая либерализация валютной политики // Интеграция наук. 2017. № 1 (5). С. 25.
12. *Анищенко Е. В.* Частный внешний долг как инструмент влияния на финансовый суверенитет и финансовую безопасность Российской Федерации // Безопасность бизнеса. 2016. № 2. С. 8–14.
13. *Баранникова Е. С.* Международные торги: проблемы терминологии // Журнал российского права. 2017. № 1. С. 115–122.
14. *Басовский Л. Е.* Экономика отрасли: учебное пособие М.: НИЦ ИНФРА-М, 2017. 145 с.
15. *Блохина Т. К.* Мировые финансовые рынки: учебник. М.: Проспект, 2016. 160 с.
16. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-Бизнес, 2016. 1008 с.
17. *Вельяминов Г. М.* Международное право: опыты. М.: Статут, 2015. 1006 с.
18. *Гайфулина Н. П., Лезлина Ю. Х.* Инструменты менеджмента как составляющие системы контроллинга организации // Теория новых возможностей. Вестник Владивостокского государственного университета экономики и сервиса. 2012. № 2. С. 96.
19. *Гетьман-Павлова И. В.* Международное частное право. 2-е изд., пер. и доп. Учебник для академического бакалавриата. М.: Юрайт, 2017. 528 с.
20. *Головачев А. С.* Экономика организации (предприятия): учеб. пособие. Минск: Вышэйшая школа, 2015. 688 с.
21. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / пер. с англ. 8-е изд., перераб. и доп. М.: Альпина Паблишер, 2018. 1316 с.
22. *Задорожная А. Н.* Ковенанты как инструмент решения конфликта интересов между акционерами и кредиторами компании // Финансы и кредит. 2014. № 16 (592). С. 43.

23. *Иванов А. Е., Соколова Н. А., Генералова Н. В., Саломатина Е. Ю.* Гудвил: синергетическая сущность, оценка, учет, анализ: монография / под науч. ред. А. Е. Иванова. М.: РИОР; ИНФРА-М, 2017. 277 с.
24. *Касьяненко Т. Г.* Современные проблемы теории оценки бизнеса. М.: Проспект, 2015. 304 с.
25. *Когденко В. Г.* Анализ распределительной политики в рамках фундаментального анализа компании // *Экономический анализ: теория и практика.* 2016. № 2 (449). С. 6.
26. *Кондрат Е. Н.* Правонарушения в финансовой сфере России. Угрозы финансовой безопасности и пути противодействия: монография. М.: Юстицинформ, 2014. 928 с.
27. *Костина Р. В., Уколов А. И.* Финансовые стратегии компаний АПК: учеб. пособие. М.: Директ-Медиа, 2017. 742 с.
28. *Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж.* Стоимость компаний: оценка и управление. 3-е изд., перераб. и доп. / пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. 576 с.
29. *Кувалдина Т. Б., Задорожная А. Н.* Финансовая и нефинансовая информация и ее роль в защите интересов инвесторов // *Финансы и банки.* 2015. № 5. С. 92.
30. *Кузубов А. А.* Особенности формирования транснациональных корпораций стран БРИКС // *Вектор науки ТГУ. Серия: Экономика и управление.* 2016. № 2 (25). С. 50.
31. *Лелюхин С. Е., Коротченков А. М., Данилова У. В.* Экономическая безопасность в предпринимательской деятельности: учебник. М.: Проспект, 2016. 336 с.
32. *Литвинова Т. Н., Радионова Е. А.* Международный финансовый менеджмент в условиях кризиса глобального финансового рынка // *Известия Волгоградского государственного технического университета.* 2012. Т. 14. № 16 (103). С. 56.
33. *Лукаевич И. Я.* Развитие подходов к управлению запасами денежных средств на предприятии // *Финансы.* 2015. № 12. С. 50–55.
34. *Мандрощенко О. В.* Особенности налогового стимулирования инвестиционной и инновационной деятельности на региональном уровне // *Инновации и инвестиции.* 2016. № 1. С. 5–9.
35. *Марченкова Л. М.* Транснациональные банки и их роль в мировой экономике // *Экономическая среда.* 2014. № 4 (10). С. 160.
36. *Международное и зарубежное финансовое регулирование: институты, сделки, инфраструктура: монография / под ред. А. В. Шамраева: в 2 ч. Часть вторая.* М.: КНОРУС; ЦИПСИР, 2014. 640 с.
37. *Минаев С.* Драконовские деньги // *Коммерсантъ Власть.* 2014. № 33. С. 11.
38. *Пахомова Т. В.* Управление финансовым обеспечением долгосрочных активов // *Образование и наука без границ: социально-гуманитарные науки.* 2016. № 5. С. 88.

39. *Пивоваров С. Э., Максимцев И. А., Тарасевич Л. С.* Международный менеджмент: учебник для вузов. 5-е изд. Стандарт третьего поколения. СПб.: Питер, 2013. 720 с.
40. *Пикфорд Дж.* Секреты инвестиционного дела. М.: Олимп-Бизнес, 2006. 452 с.
41. *Полежарова Л. В.* Международные соглашения об избежании двойного налогообложения // *Финансы*. 2010. № 7. С. 27–35.
42. *Родионов И. И., Божья Воля Р. Н.* Проектное финансирование. СПб.: Алетейя, 2017. 338 с.
43. *Сатьяжит Дас.* Трейдеры, Пушки и Деньги: известные и неизвестные в сверкающем мире деривативов / пер. с англ. А. Лисовский. М.: Волтерс Клавер, 2008. 440 с.
44. *Синицкая Н. Я.* Управленческий учет в схемах и определениях: учеб. пособие. М.: Проспект, 2015. 144 с.
45. *Соболь О. С.* Взаимозависимые лица: проблемы установления, соотношение со смежными категориями // *Вестник Университета имени О. Е. Кутафина*. 2016. № 6 (22). С. 118–122.
46. *Соловьев И. Н.* Оптимизация налогообложения в Итальянской Республике // *Налоговый вестник*. 2016. № 3. С. 75–84.
47. *Фрадина Т. И., Беганова Д. А.* Сравнительная характеристика отчета о движении денежных средств в российском бухгалтерском учете и в международном учете // *Ученые записки Санкт-Петербургского университета технологий управления и экономики*. 2015. № 2 (50). С. 17–28.
48. *Черкасова Т. Н.* Международный финансовый менеджмент: учеб. пособие. М.: Проспект, 2016. 80 с.
49. *Шимко П. Д.* Международный финансовый менеджмент: учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Издательство Юрайт, 2016. 493 с.
50. *Bouvier L., Nisar T. M.* Design and impacts of securitized leveraged buyouts // *Cogent Economics & Finance*. 2015. № 3. P. 1–12.

Интернет-ресурсы

51. Research // The Z/Yen Group of Companies, 2018. URL: <http://www.zyen.com/research/>
52. Revenue Statistics — classification of taxes, Interpretative guide and methodology // Organization for Economic Co-operation and Development, 2017. URL: <http://www.oecd.org/tax/tax-policy/oecd-classification-taxes-interpretative-guide.pdf>

СОДЕРЖАНИЕ

Тема 1. Развитие транснациональных корпораций	5
Контрольные вопросы	11
Задания.....	11
Тематика эссе	12
Тесты	12
Тема 2. Внутрикorporативное перераспределение ресурсов	14
Контрольные вопросы	17
Задания	17
Тематика эссе	17
Задачи	17
Тесты	18
Тема 3. Финансовые ресурсы ТНК	20
Контрольные вопросы	25
Задания	26
Тематика эссе	26
Тесты	26
Тема 4. Управление рисками международной деятельности ТНК	29
Контрольные вопросы	38
Задания	39
Тематика эссе	39
Задачи	39
Тесты	40
Тема 5. Инвестиционные возможности ТНК	43
Контрольные вопросы	50
Тематика эссе	50
Задачи	51
Тесты	51

Тема 6. Сделки слияния и поглощения	54
Контрольные вопросы	62
Задания	62
Тематика эссе	62
Задачи	62
Тесты	63
Тема 7. Управление запасами ТНК	65
Контрольные вопросы	70
Задания	70
Тематика эссе	70
Задачи	70
Тесты	71
Тема 8. Управление денежными средствами ТНК	74
Контрольные вопросы	78
Задания	79
Тематика эссе	79
Задачи	79
Тесты	80
Тема 9. Управление дебиторской задолженностью ТНК	83
Контрольные вопросы	89
Задания	89
Тематика эссе	90
Тесты	90
Тема 10. Налоговая оптимизация ТНК	93
Контрольные вопросы	99
Задания	99
Тематика эссе	99
Тесты	99
Тематика курсовых работ	102
Ответы к задачам	104
Ответы к тестам	106
Список литературы	107
Нормативно-правовые акты	107
Научная, учебная и специальная литература	108
Интернет-ресурсы	110