

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ УКРАЇНИ
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ
УНІВЕРСИТЕТ**

ГОДОВАНЕЦЬ О.В.

МІЖНАРОДНИЙ ФІНАНСОВИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

ОПОРНИЙ КОНСПЕКТ ЛЕКЦІЙ

ТЕРНОПІЛЬ – 2012

ЗМІСТ

ТЕМА 1. ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ МІЖНАРОДНИХ КОМПАНІЙ

1.1. Специфіка та завдання міжнародного фінансового менеджменту

1.2. Місце та роль міжнародного фінансового менеджменту у системі управління компаніями

1.3. Мета міжнародного фінансового менеджменту

1.4. Фінансові стратегії та моделі поведінки міжнародних компаній

Питання для самоконтролю та самоперевірки

ТЕМА 2. ВАЛЮНО-ФІНАНСОВЕ СЕРЕДОВИЩЕ МІЖНАРОДНОЇ КОМПАНІЇ

2.1. Місце та роль валютно-фінансових відносин в діяльності міжнародної компанії

2.2. Вплив динаміки валютного курсу на конкурентоспроможність і діяльність міжнародних компаній

2.3. Міжнародні компанії на світовому валютному ринку

2.4. Валютні операції міжнародних компаній

2.5. Опціонні, свопові та арбітражні операції міжнародної компанії

2.6. Національне регулювання валютних операцій міжнародних компаній

Питання для самоконтролю та самоперевірки

ТЕМА 3. ФІНАНСУВАННЯ ТА ОЦІНКА АКТИВІВ МІЖНАРОДНОЇ КОМПАНІЇ

3.1. Основні принципи оцінки вартості активів компанії

3.2. Конверсія валюти і нарахування відсотків

3.3. Інвестиції міжнародної компанії в цінні папери

3.4. Дохідність і ризик цінних паперів міжнародних компаній

3.5. Формування міжнародного портфелю цінних паперів

Питання для самоконтролю та самоперевірки

ТЕМА 4. ВАРТІСТЬ І СТРУКТУРА КАПІТАЛУ МІЖНАРОДНОЇ КОРПОРАЦІЇ

4.1. Економічний зміст, функції і склад капіталу

4.2. Методи визначення вартості власного капіталу

4.3. Теорія арбітражного ціноутворення С. Росса

4.4. Структура капіталу і вартість компанії

4.5. Графічний аналіз ціни капіталу і ризику

4.6. Структура капіталу і ідеальне фінансове середовище: теорема

Модільяні і Міллера

4.7. Структура капіталу і ризик

Питання для самоконтролю та самоперевірки

ТЕМА 5. ІНВЕСТИЦІЇ МІЖНАРОДНОЇ КОМПАНІЇ В РЕАЛЬНІ АКТИВИ

1. Особливості і структура інвестиційних проектів
2. Оцінка та критерії відбору інвестиційних проектів
3. Методи оцінки інвестиційних проектів
4. Альтернативні методи оцінки інвестиційних проектів
5. Портфель реальних інвестиційних проектів
6. Ризик та ефективність міжнародних капіталовкладень

Питання для самоконтролю та самоперевірки

ТЕМА 6. УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РЕСУРСАМИ МІЖНАРОДНОЇ КОМПАНІЇ

1. Особливості формування фінансових ресурсів міжнародної компанії
2. Вибір джерел фінансування з врахуванням їх ризику
3. Управління грошовими потоками міжнародної компанії
4. Управління короткостроковими активами і пасивами міжнародної компанії
5. Управління довгостроковими активами і пасивами міжнародної компанії
6. Фінансовий менеджмент у сфері прямих іноземних інвестицій

Питання для самоконтролю та самоперевірки

ТЕМА 7. ПОДАТКОВЕ ПЛАНУВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ МІЖНАРОДНИХ КОРПОРАЦІЙ

1. Сутність та економічний зміст міжнародного податкового планування
2. Етапи міжнародного податкового планування діяльності корпорацій
3. Межі міжнародного податкового планування та використання угод про усунення подвійного оподаткування
4. Трансфертні ціни та їх вплив на стратегію податкового планування у міжнародних компаніях
5. Податкове навантаження та ефективність міжнародного податкового планування
6. Управління податковими ризиками в групі компаній міжнародної корпорації

Питання для самоконтролю та самоперевірки

ТЕМА 8. ФІНАНСОВА ЗВІТНІСТЬ МІЖНАРОДНОЇ КОМПАНІЇ ТА МЕТОДИ ЇЇ АНАЛІЗУ

- 1. Форми фінансової звітності та їх призначення*
- 2. Баланс міжнародної компанії*
- 3. Звіт про прибутки та збитки міжнародної компанії*
- 4. Консолідований звіт про акціонерний капітал і звіт про рух грошових коштів*
- 5. Основні фінансові коефіцієнти і їх аналіз*

Питання для самоконтролю та самоперевірки

ЛІТЕРАТУРА

ТЕМА 1

ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ФІНАНСАМИ МІЖНАРОДНИХ КОМПАНІЙ

1.1. Специфіка та завдання міжнародного фінансового менеджменту

Процеси фінансової глобалізації, на сучасному етапі розвитку світогосподарських зв'язків, призводять до трансформації світового економічного простору утворюючи цілісну глобальну систему, важливим

суб'єктом якої виступають міжнародні корпорації. Зміна складових світового фінансового ринку обумовила транснаціоналізацію капіталу та інтернаціоналізацію бізнесу. Цьому сприяло об'єднання світового господарства. Проте, такі кардинальні зміни у світогосподарському просторі скривають небезпеку розгортання світових фінансових криз, яким притаманний глобальний і системний характер. Це виявляє недостатність ефективних теоретичних підходів і практичних методів подолання кризових явищ у межах фінансового механізму міжнародних корпорацій та підвищення стабільності світового фінансового ринку як середовища їх функціонування.

Важливим завданням сучасної фінансової науки є розвиток системи міжнародного фінансового менеджменту в умовах виникнення кризових явищ у світовому фінансовому просторі. Воно полягає у розробці та реалізації системи заходів, які забезпечують стійке функціонування міжнародних корпорацій на світовому фінансовому ринку та адекватне кризовим явищам управління фінансами корпоративних структур.

Зростання міжнародної ділової активності призводить до необхідності створення нових підходів в управлінні фінансами компаній на міжнародному рівні. Це зумовлює специфіку побудови системи фінансового менеджменту з урахуванням міжнародних аспектів діяльності, оскільки бізнес охоплює одночасно декілька країн. Таким чином, всі фінансові рішення міжнародних компаній (фінансування, управління оборотним капіталом, бюджетне планування та оцінка ризику притаманного для ведення бізнесу в окремій країні) є важливими не тільки для розвитку й процвітання, але й для виживання в конкретному бізнес середовищі.

Фінансовим середовищем діяльності міжнародних корпорацій та інвесторів, а також відповідним середовищем у якому здійснюється міжнародний фінансовий менеджмент виступає світовий фінансовий ринок. Для прийняття обґрунтованих та ефективних рішень у сфері міжнародного фінансового менеджменту необхідні знання закономірностей формування та еволюції як світового фінансового ринку так і діяльності міжнародних

корпорацій.

Вплив на формування міжнародних компаній і міжнародний фінансовий менеджмент мають макроекономічні умови, які впливають на міжнародну конкурентоспроможність країни та компанії. Зовнішні умови функціонування міжнародних компаній формують межі міжнародного фінансового менеджменту і впливають на їх конкурентоспроможність, яка стає фактором надійного функціонування та подальшого розвитку у період нестабільності та кризових явищ. З цієї позиції реалізація мети фінансового менеджменту базується на всебічному обґрунтуванні умов, в яких повинно бути забезпечено максимальний прибуток корпорації та зростання її вартості за рахунок підтримання її міжнародної конкурентоспроможності.

Макрорівень виступає основною, яка дозволяє формувати конкурентоспроможність підприємств і фірм, а також їх корпоративних об'єднань, галузей, галузевих комплексів, їх взаємодію не тільки між собою, але й між державними та суспільними інститутами, що створюють умови для позитивної економічної динаміки і соціальної стабільності і дозволяє компаніям працювати з максимальною ефективністю¹. Тому макроекономічна конкурентоспроможність впливає на формування міжнародних корпорацій та їх систему міжнародного фінансового менеджменту через конкурентні переваги конкретної країни:

- фактори виробництва (кваліфікована робоча сила, капітал, природні ресурси, інфраструктура);
- умови формування попиту;
- особливості історичного розвитку;
- реалізація компаніями ефективної стратегії створення та реалізації конкурентних переваг.

Міжнародний фінансовий менеджмент ґрунтується на основних теоретичних концепціях і моделях фінансового менеджменту з урахуванням

¹ Гельвановский М.И. Национально-государственная стратегия конкурентоспособности России: методологические аспекты /М.И. Гельвановский// Конкурентоспособность и модернизация экономики. М.: ГУ-ВШЭ, 2004., 405

специфіки міжнародного інвестування, управління фінансовими ризиками, оборотним та власним капіталом у світовому фінансовому середовищі. В систематизованому вигляді теоретичні концепції та моделі подано в таблиці 1.1.

1.2. Місце та роль міжнародного фінансового менеджменту у системі управління компаніями

Особливе місце в системі управління фінансовими ресурсами міжнародної компанії займає фінансовий менеджмент, оскільки всі рішення, які приймаються як на рівні компанії в цілому, так і в її окремих підрозділах повинні мати відповідне фінансове обґрунтування (забезпечення).

Міжнародний фінансовий менеджмент, використовуючи стандартний набір задач, а також апарат економічного аналізу, значно відрізняється від менеджменту компаній, які працюють на внутрішньому ринку. Це обумовлено такими факторами як умови оподаткування; особливості обліку; політичний і державний ризик; ризик міжнародного обміну; обмеження країни, яка приймає інвестиції; особливості використання міжнародних фінансових інструментів; мультивалютність розрахунків та інше. В таких умовах на ефективність управління фінансами впливає зміна курсів, зміна в політичних і економічних структурах, міжнародні банківські зв'язки, методи і ставки міжнародного фінансування.

Управління міжнародними грошовими потоками та іншими активами багато в чому схоже з управлінням їх вітчизняними аналогами. Оптимізуючи ту чи іншу мету міжнародної корпорації слід керуватись тими ж основними принципами фінансового і інвестиційного менеджменту та використовувати ті ж самі аналітичні інструменти, що і у випадку управління фінансами в національній економіці. Проте, кожна компанія діє в іншому, ніж національне, середовищі, тому повинні враховуватись ті особливості, які відрізняють сферу саме міжнародного фінансового менеджменту. Основними з них є наступні

особливості.

Економічне положення країн. Економічне положення країн, в яких веде свою діяльність міжнародна компанія, може бути різним, що потребує володіння необхідною інформацією для прийняття обґрунтованих рішень. Країни розрізняються за ступенем їх залучення в світову економіку, темпами економічного росту, рівнем інфляції, наявністю ресурсів і рівню процентних ставок, станом платіжного балансу. Це призводить до виникнення додаткових ринкових і фінансових ризиків, які повинні бути прогнозованими і враховуватись при обґрунтуванні фінансових і інвестиційних рішень.

Національне законодавство. В різних країнах законодавство по-різному регулює іноземні інвестиції і здійснення ділових і фінансових операцій нерезидентами, діяльність фінансових ринків, акціонерних товариств, банків, оподаткування, відповідні експортно-імпорتنі операції. Тому, деколи можливий конфлікт між інтересами міжнародних корпорацій і відповідними державними структурами країни, що приймає, між підрозділами корпорації в різних країнах. Уряди країн, що приймають, можуть обмежувати свободу дій міжнародних корпорацій, регулюючи умови вивозу прибутку, зовнішніх операцій, забезпечуючи зайнятість і залучення місцевої робочої сили.

Існування національних валют. Люба компанія, яка працює на світовому ринку, стикається з проблемами, пов'язаними з іноземною валютою, тобто з обміном іноземних валют на національну. Зазвичай компанія одержує за експорт продукції дохід номінований в іноземній валюті. За всіма витратами, які пов'язані з придбанням матеріалів і сировини, що використовуються у виробництві розрахунки проводяться в національній валюті. В національній валюті свої доходи хочуть одержувати і акціонери, тому компанії вимушені здійснювати обмінні операції. Оскільки вартість іноземної валюти відносно національної постійно змінюється, такий обмін пов'язаний з ризиками.

Міждержавне регулювання валютно-фінансових операцій. Регулювання валютно-фінансових відносин регламентується міждержавними угодами, діючими під егідою МВФ, а також в рамках Європейської валютної системи.

Глобалізація ринків. Активна діяльність міжнародних корпорацій, яка отримала визначення економічної глобалізації, збільшила розміри ринків і значно посилила конкуренцію, що не могло не призвести до підвищення рівня підприємницького ризику. В основному валютні і процентні ризики існують в БНК. Якщо БНК планує успішно конкурувати і ефективно розвиватись в умовах глобалізації світової економічної системи їй необхідно здійснювати управління такими ризиками.

Податкова специфіка національних економік. Особливості фінансового менеджменту міжнародних корпорацій багато в чому визначаються специфікою податкових систем зарубіжних країн:

- 1) податковий тиск в різних країнах є різним;
- 2) в умовах недостатньо розвинутих податкових систем міжнародні корпорації можуть успішно здійснювати арбітражні операції з відповідними податковими асиметріями;
- 3) деякі країни оподаткування вітчизняних і зарубіжних компаній здійснюють неоднаково, що також необхідно враховувати при виході на ринок тої чи іншої країни.

1.3. Мета міжнародного фінансового менеджменту

Фінанси міжнародних компаній виступають одним із головних елементів світових фінансів. Діяльність таких компаній у світовому фінансовому середовищі пов'язана із здійсненням активних операцій на фінансовому ринку, здійснюючи виробництво вони притягують міжнародні портфельні інвестиції, які здійснюють інституційні інвестори.

Міжнародні компанії являють собою великі об'єднання промислових, торгових, транспортних або банківських фірм і компаній, діяльність яких виходить далеко за межі країн базування і забезпечує їм сприятливі позиції у виробництві, збуті, закупівлі товарів і наданні послуг. Міжнародна компанія – форма структурної організації великої корпорації, що здійснює прямі інвестиції

у різні країни світу.

Розрізняють два аспекти діяльності міжнародних компаній: територіальний та інтернаціональний. Територіальний полягає у такому мотиві – кожна компанія прагне одержати доступ до найбільш дешевих природних і трудових ресурсів, скоротити витрати на транспортування товарів і обійти митні та інші бар'єри.

Інтернаціональний аспект припускає, що компанія, яка має філії у декількох країнах, може, використовуючи перевагу масштабу, економічно більш ефективно виготовляти товар, ніж кілька незалежних корпорацій. Крім того, вона може маніпулювати звітністю з метою скорочення податків, забезпечувати контроль за приналежною їй технологією, що надається тільки цілком контрольованим філіям.

Однією з важливих властивостей міжнародної компанії є її глобальна орієнтація. Такі компанії приймають інвестиційні і фінансові рішення у глобальних масштабах. Це стосується не тільки виробництва товарів і послуг, а й фінансування. Компанії шукають дешеві фінансові ресурси по всьому світу та спрямовують їх у райони, де вони можуть приносити найбільші доходи. Глобальне фінансування означає, що фірми не тільки враховують фактор витрат на запозичення фондів, а й ризики, пов'язані зі змінами валютних курсів та інших факторів.

Угоди міжнародних корпорацій з товарами і послугами, а також інвестиції в інші країни здійснюються в іноземній валюті. Як правило компанії, які одержують або здійснюють платежі в іноземній валюті, стикаються з курсовими ризиками обміну валюти.

Компанії, які здійснюють інвестиції в цінні папери, приймають рішення на основі порівняння очікуваного прибутку з капіталу в різних країнах, і як наслідок, валютах. Для прийняття рішення інвестор збирає інформацію про: 1) дохідність різних видів інвестицій; 2) зміну валютного курсу між національною валютою і валютою країн, в які передбачається здійснювати капіталовкладення.

Зменшити ризики від зміни валютних курсів міжнародна корпорація

може шляхом максимально точного прогнозування валютних курсів і руху валютної маси, а також шляхом розумного використання існуючих на валютному ринку способів страхування (хеджування) валютних ризиків.

Система міжнародних валютних розрахунків виступає важливою складовою частиною світового господарства, через яку здійснюються всі платежі і розрахункові операції в світовій економіці. Саме цим пояснюється велике значення, яке економічна теорія надає проблемам відношення між національними знаками вартості в міжнародних економічних угодах.

1.4. Фінансові стратегії та моделі поведінки міжнародних компаній

Головним у діяльності міжнародної компанії є залучення необхідних коштів і інвестування їх у ефективні проекти. Тому фінансові менеджери компаній зобов'язані керуватись тими цілями, які стоять перед ними.

Для досягнення головної фінансової мети міжнародної компанії – максимізації прибутку та підвищення фінансового становища власників необхідно розробити стратегії, які передбачають наступні можливості: забезпечення надійних джерел фінансування з мінімальними витратами; використання оптимальної комбінації фінансових джерел та оптимізації структури капіталу; управління оборотним капіталом, спрямованим на максимізацію прибутковості відносно обсягу засобів; досягнення рівноваги між витратами розподілу коштів серед інвесторів та альтернативними витратами використання нерозподіленого прибутку в якості фінансування за рахунок власного капіталу.

Фінансова стратегія міжнародної компанії представляє собою один із найважливіших видів функціональної стратегії, що забезпечує напрями розвитку її фінансової діяльності та фінансових відносин шляхом формування довгострокової фінансової мети, вибору найбільш ефективних шляхів її досягнення, адекватного формування векторів формування та використання фінансових ресурсів при змінні умов зовнішнього середовища².

² Бланк И.А. Финансовый менеджмент: Учебный курс. – 2-е изд., перераб. и доп. – К.: Эльга, Ника-Центр,

Розробка фінансової стратегії виступає важливим елементом забезпечення ефективного розвитку компанії. Першочергово її розробка забезпечує механізм реалізації довгострокової загальної та фінансової мети розвитку компанії та її окремих структурних одиниць.

Наявність фінансової стратегії забезпечує чіткий взаємозв'язок стратегічного, поточного та оперативного управління фінансовою діяльністю міжнародної компанії. Дозволяє реально оцінити фінансові можливості, забезпечити максимальне використання внутрішнього фінансового потенціалу та можливості активного маневрування фінансовими ресурсами компанії. Розроблена фінансова стратегія дозволяє завчасно врахувати можливі варіанти розвитку неконтрольованих компанією факторів зовнішнього середовища, що дозволяє в майбутньому звести до мінімуму негативні наслідки у діяльності компанії.

На стратегію фінансового менеджменту впливають особливості економічного оточення, стадії життєвого циклу галузі або компанії та очікування власників. Виражений інфляційний компонент економіки здатен довести відсоткові ставки до значних розмірів, а результат високі фінансові витрати на залучення капіталу та обумовлені ними зміни корпоративної фінансової політики.

З позиції фінансового менеджменту, для забезпечення пріоритетних напрямів діяльності компанії, виділяють домінантні сфери стратегічного фінансового розвитку, які впливають на формування фінансових стратегій (рис. 1.4.).

В світовій фінансовій практиці існує декілька моделей, за допомогою яких можна пояснити поведінку міжнародної компанії та їх фінансових менеджерів. До основних існуючих моделей відносять: 1) модель максимізації прибутку; 2) модель максимізації обсягу продажу; 3) модель максимізації доданої вартості; 4) модель максимізації власного капіталу компанії.

Питання для самоконтролю та самоперевірки.

1. В чому полягає специфіка міжнародного фінансового менеджменту?
2. Вкажіть основні відмінності «міжнародного фінансового менеджменту» від «фінансового менеджменту» національних корпорацій?
3. Розкрийте основні завдання міжнародного фінансового менеджменту.
4. Які важливі фактори, що впливають на визначення конкурентних переваг країни, впливають на формування системи міжнародного фінансового менеджменту?
5. Назвіть головні теоретичні концепції і моделі фінансового менеджменту.
6. Які особливості відрізняють сферу міжнародного фінансового менеджменту?
7. Назвіть основні джерела засобів фінансування міжнародної корпорації?
8. Виділіть внутрішні джерела формування капіталу міжнародної корпорації.
9. Вкажіть основну мету міжнародного фінансового менеджменту.
10. Охарактеризуйте фінансові ризики з якими стикаються міжнародні корпорації в умовах ведення міжнародного бізнесу?
11. Вкажіть основні канали поширення економічного ризику?
12. дайте визначення транс акційного валютного ризику?
13. Що таке країнний ризик? В яких умовах ведення міжнародного бізнесу корпорації з ним стикаються?
14. Охарактеризуйте основні фінансові стратегії міжнародних корпорацій.
15. Розкрийте головні теоретичні концепції міжнародного фінансового менеджменту.

ТЕМА 2

ВАЛЮНО-ФІНАНСОВЕ СЕРЕДОВИЩЕ МІЖНАРОДНОЇ КОМПАНІЇ

2.1. Місце та роль валютно-фінансових відносин в діяльності міжнародної компанії

Сучасні транснаціональні компанії до 70÷80 % свого прибутку отримують в даний час в результаті операцій, здійснюваних на зарубіжних ринках, валютно-кредитні відносини в загальній структурі їх діяльності відіграють значну роль. І, якщо до кінця 60-х років ХХ ст. провідні компанії світу не надавали великого значення своїм іноземним операціям, в даний час більшість з них створили навіть спеціальні відділи з управління міжнародними торговельними та фінансовими угодами.

Як правило, всі угоди транснаціональних компаній за межами національних кордонів оплачуються в іноземній валюті. Очевидно при цьому, що міжнародні компанії, які отримують або сплачують за товари та послуги іноземну валюту, піддають себе курсовим ризикам обміну валюти.

Наприклад, німецька компанія, уклавши угоду на експорт своєї продукції з американським партнером у доларах США, приймає на себе ризик негативної зміни курсу долара до терміну платежу. У разі ж платежу в євро курсовий ризик, пов'язаний з обміном валюти, переноситься на американську компанію, яка згодом може віддати перевагу мати справу з постачальниками, готовими оформляти угоду у валюті країни-імпортера (у доларах США).

Компанії, що інвестують в іноземні цінні папери, приймають свої рішення на основі порівняння очікуваного прибутку з капіталу в різних країнах, а отже, з урахуванням коливання курсів іноземних валют. Для прийняття правильного рішення в таких умовах інвестору необхідна інформація, по-перше, про прибутковість різних видів інвестицій і, по-друге, про зміну валютних курсів між вітчизняною валютою і валютами країн, в які передбачається здійснення капіталовкладень. Тільки при наявності таких даних інвестор може перевести очікуваний прибуток від капіталовкладень у різних країнах (валютах) в одну валюту, порівняти аналізовані варіанти і прийняти правильне рішення.

Дуже активні в даний час транснаціональні компанії на міжнародному ринку капіталів, виступаючи там в якості основних посередників кредитування зовнішньої торгівлі та організаторів вивезення та перерозподілу капіталів між країнами. Транснаціональні компанії володіють значними заощадженнями, використовуючи які, вони покривають більше половини своєї потреби у виробничих ресурсах. Тим не менш, транснаціональні компанії постійно потребують коштів для обслуговування зростаючого виробництва і збуту продукції. В процесі діяльності транснаціональні компанії активно використовують світовий ринок, що включає національні, іноземні ринки, а також міжнародний євроринок, до допомоги якого вони вдаються найчастіше, оскільки євроринок не обмежений національним контролем і дає переваги при отриманні кредитів.

Транснаціональні компанії активно використовують міжнародний ринок капіталів не лише для отримання кредитів на обслуговування поточних

платежів і довгострокових вкладень, а й для найбільш вигідного розміщення належних їм грошових і фінансових коштів. У процесі розміщення своїх коштів транснаціональні компанії неминуче і постійно стикаються з мінливістю валютних курсів і відсоткових ставок грошових ринків.

Очевидно, що зменшити ці та подібні до них ризики від зміни курсів валют міжнародна компанія може шляхом максимально точного прогнозування валютних курсів і рухів валютних мас, а також шляхом розумного використання існуючих на валютному ринку способів страхування (хеджування) валютних ризиків.

Хеджування валютних ризиків, що виникають внаслідок змін валютних курсів при розрахунках з філіями та партнерами, що знаходяться в різних країнах, є основним об'єктом використання валютних операцій для сучасних транснаціональних компаній. Іншим важливим напрямком використання транснаціональними компаніями валютних операцій є отримання прибутку від переміщення ліквідних ресурсів залежно від зміни кон'юнктури світового кредитного ринку в різних її центрах. Все це сприяє розвитку існуючих ринків та нових фінансових інструментів.

2.2. Вплив динаміки валютного курсу на конкурентоспроможність і діяльність міжнародних компаній

Результати функціонування транснаціональних компаній багато в чому визначаються співвідношенням вартісних обсягів їх експортних та імпорتنих операцій, які в свою чергу залежать не тільки від обмінних курсів валют відповідних країн, а й, очевидно, від співвідношення вітчизняних і зарубіжних цін на конкретні товари та послуги.

Саме тому економісти розрізняють два види обмінних курсів валют: номінальний і реальний, які, природно, зв'язані між собою певною залежністю. *Номінальний обмінний курс* – це відносна ціна валют двох країн, що діє в

певний момент часу на валютному ринку країни. *Реальний обмінний курс* – це відносна ціна товарів, вироблених у двох країнах, що характеризує пропорцію, в якій товари однієї країни можуть обмінюватися на товари іншої.

Розраховується реальний обмінний курс за формулою:

$$S^* = S \frac{P_f}{P_d}, \quad (2.1)$$

де: S – номінальний валютний курс; P_f – ціна закордоном (у відповідній валюті); P_d – ціна на внутрішньому ринку, виражена в національній грошовій одиниці.

Н-д: вартість ідентичних товарів в Україні і США складає 350 UAH і 40 USD при вартості дол. США 8,00 грн. Тоді: $S^ = 8 \frac{\text{грн.}}{\text{дол.}} \times \frac{40}{350} = 0,88$.*

Таким чином, при розглянутих цінах та обмінному курсі (номінальному) курсі за одну одиницю американської продукції можна одержати приблизно одну одиницю аналогічного українського товару. Це вказує на те, що реальний валютний курс відображає відносний рівень цін в країні на ту чи іншу продукцію, і відповідно її конкурентоспроможність в міжнародній торгівлі.

Якщо переписати формулу у наступний спосіб: $S^* = \frac{S \times P_f}{P_d}$, легко пересвідчитись в тому, що чисельник характеризує зарубіжну ціну, виражену в національній грошовій одиниці, а знаменник відповідний рівень внутрішньої ціни.

Таким чином, реальний обмінний курс валюти є не що інше як паритет купівельної спроможності. Зростання рівня реального валютного курсу (або його фактичне знецінення) означає, що зарубіжні ціни, виражені в національних грошових одиницях, зростають у порівнянні з цінами на відповідні вітчизняні товари. Це, за інших рівних умов, призведе до перемикання певної частини як вітчизняних, так і зарубіжних споживачів на вітчизняну продукцію, збільшивши тим самим її конкурентоспроможність. До того ж результату приведе відповідно і зниження номінального обмінного курсу національної валюти.

2.3. Міжнародні компанії на світовому валютному ринку

Транснаціональні компанії займають важливе місце у розвитку світового валютного ринку, оскільки на їх частку припадає найбільша кількість контрактів, які є «сенсом життя» світового валютного ринку. Міжнародне значення транснаціональних компаній визначається їх впливом і на розвиток світового ринку капіталів. Вирастаючи з прямої форми інвестування, транснаціональні компанії стимулюють такі форми запозичення, які значною мірою відірвані від реального виробництва.

Зростаючі потреби в обслуговуванні виробництва і збуту продукції породжують постійно збільшувати попит на фінансові ресурси. У результаті інтернаціоналізація виробництва породжує інтернаціоналізацію фінансової сфери, яка в змозі акумулювати значний обсяг мобільних, не обмежених національним контролем фінансових ресурсів. Можна сказати, що основним наслідком діяльності транснаціональних компаній є принципова зміна світового порядку, пов'язаного з виникненням нової форми міжнародного капіталу – транснаціонального капіталу, - рух якого здійснюється за своїми внутрішніми законами. Ці закони, з одного боку, визначають особливості сучасного розвитку світового ринку капіталів, а з іншого загострюють проблему його регулювання.

Вільно переміщуваний в сучасному економічному просторі гігантський транснаціональний капітал знаходиться поза юрисдикцією національних держав. Природно, він шукає найбільш прибуткові ринки і здебільшого є спекулятивним.

Якщо в 1990 році в грошові спекуляції були залучені 600 млрд. дол. щоденно, то в 1997 р. – вже понад 1 трлн. дол., що в 29-30 разів перевищує вартість проданих за день товарів і послуг. За оцінками «Гарвард бізнес ревію», на кожен долар, який обертається в реальному секторі світової економіки, припадає до 50 дол. у фінансовій сфері. Річний оборот фінансових трансакцій досяг півквартрілліона доларів³.

³ Шагурин С.В. Экономика транснационального предприятия /С.В. Шагурин, П.Д. Шимко. – Санкт-

Виникнення євродолара і євrorинку ще в 60-і роки було передумовою для утворення транснаціонального капіталу. Саме тоді, скориставшись лібералізацією валютного ринку, європейські банки стали залучати приватні внески і надавати кредити в доларах. Утворилися євrorинки, не регламентовані національними законодавствами. На кошти, що залучаються з євrorинку, не поширюються резервні вимоги центральних банків, а процентні ставки по євровнесках звільняються від прибуткових податків. Євrorинок отримує конкурентні переваги, оскільки стихійно складається на ньому рівень процентних ставок дозволяє банкам виплачувати за позиковими коштами в євровалютах більший відсоток і надавати кредити за нижчими ставками.

Пізніше, як джерела страхування валютних ризиків та отримання транснаціональними компаніями спекулятивного прибутку за валютними операціями, утворилися нові міжнародні фінансові ринки: ф'ючерсів валют (Чикаго, початок 70-х), ф'ючерсів для процентних ставок (Чикаго, Нью-Йорк, 1978) валютних опціонів (Філадельфія, 1982).

Позичальниками євrorинку стали транснаціональні компанії, які фінансують капітальні вкладення в різних країнах, і держави, що мають дефіцити платіжних балансів. Міжнародна експансія промислових корпорацій висунула проблему додаткових джерел фінансування.

Провідні транснаціональні банки (ТНБ) з широкою мережею закордонних філій стали головними посередниками на євrorинку між транснаціональними компаніями, державами та міжнародними організаціями, відображаючи тим самим посилення кредитної ролі транснаціональних корпорацій в справі мобілізації та утворення позичкового капіталу.

Значний внесок у розвиток транснаціонального капіталу внесла хвиля злиттів у 90-х роках, яка призвела до створення транснаціональних компаній великих розмірів. Ринкове зосередження серед десяти найбільших фірм, що надають фінансові послуги, приблизно подвоїлася за період з 1992 року по 1997 рік, і нові злиття тривали: так у 1997 році *Swiss Bank* об'єднався з *Union Bank of*

Switzerland для утворення найбільшої в світі фінансової організації з загальними активами в 638 млрд. дол.⁴.

Таким чином, розростання транснаціональних компаній в інтернаціональні господарські комплекси, поглиблення внутрікорпоративного міжнародного поділу праці призвело до корінної перебудови банківської сфери, до еволюції банків з установ, які обслуговують зовнішню торгівлю та іноземні інвестиції, в центри комплексних фінансових послуг для транснаціональних компаній.

2.4. Валютні операції міжнародних компаній

До основних валютних операцій, активними учасниками яких виступають міжнародні компанії, відносять:

1. Обмінна операція типу спот.
2. Термінова валютна угода: а) форвардна; б) ф'ючерсна.
3. Опціонна угода.
4. Операції типу своп.
5. Арбітраж.

Найбільш часто використовуваним типом угоди з іноземною валютою, здійснюваної транснаціональними компаніями, є угода спот, яка передбачає платіж і отримання іноземної валюти протягом двох робочих (ділових) днів після дня узгодження угоди.

Валютний курс, за яким здійснюються такі операції, називається курсом спот (поточний курс). Угоди спот застосовуються транснаціональними компаніями для негайного отримання валюти, наприклад, для покупки іноземних активів або здійснення арбітражних операцій. Ці операції складають 70 % від усього обсягу валютних угод, а середній розмір однієї угоди – 4 млн. дол. Термінові валютні угоди – це угоди, при яких сторони домовляються про

⁴ Шагурин С.В. Экономика транснационального предприятия /С.В. Шагурин, П.Д. Шимко. – Санкт-Петербург.: Государственный политехнический университет. – 2008. – С. 274.

поставку обумовленої суми валюти через певний строк після укладання угоди за курсом, зафіксованим в момент її укладання.

З зробленого визначення впливають дві особливості термінових валютних операцій:

1. Існує інтервал у часі між моментами укладення та виконання угод.

2. Курс валют по терміновій валютній операції фіксується в момент укладання угоди, хоча вона виконується через певний термін.

Термінові валютні угоди забезпечують досягнення наступної мети:

1. Страхування від можливих збитків по зовнішньоторговельних операціях (завчасна продаж експортером валютної виручки або придбання імпортером валюти для майбутніх платежів).

2. Страхування портфельних або прямих інвестицій за кордоном у зв'язку з можливим зниженням курсу валюти, в якій вони здійснені.

3. Отримання спекулятивного прибутку за рахунок курсової різниці. Термінові валютні угоди прийнято поділяти на форвардні і ф'ючерсні, вони багато в чому подібні, але мають і певні відмінності. Порівняльна характеристика форвардного та ф'ючерсного ринків наводяться в таблиці 2.1.

Головним інструментом термінової, зокрема, форвардної угоди є *форвардний курс* – договірна ціна валютного товару, що зв'язує спот-курс на момент укладання угоди з процентною ставкою за банківськими депозитами обмінюваних валют, умови залежати. Розрахунок форвардного курсу ґрунтується на так званому паритеті процентних ставок – інвестор повинен отримувати однаковий дохід від розміщення коштів під процент без ризику, як у національній, так і іноземній валюті.

2.5. Опціонні, свопові та арбітражні операції міжнародної компанії

Якщо менеджер компанії впевнений у своїх прогнозах щодо майбутнього розвитку подій на валютному ринку, він може укласти ф'ючерсний або форвардний контракт.

Однак при помилкових прогнозах у розвитку кон'юнктури компанія може

понести, як це впливає з вищесказаного, певні втрати. Щоб обмежити свій фінансовий ризик, компанії доцільно скористатись опціонним контрактом. Вони дозволяють обмежити ризик тільки деякою сумою, яка втрачається при несприятливому результаті подій, навпаки, виграш потенційно може бути будь-яким. Таким чином, опціонні контракти можуть бути використані як для вилучення спекулятивного прибутку, так і для хеджування.

Під опціоном розуміється угода сторін, за яким одна зі сторін за спеціальне грошову винагороду (премію) протилежному боці отримує право (але не обов'язок) продати або купити базисний актив (наприклад, валюту) протягом певного терміну в майбутньому, а інша сторона зобов'язується реалізувати це право.

Покупець при цьому має право виконати опціон, тобто купити або продати базовий актив, тільки за тією ціною, яка зафіксована в контракті. Вона називається ціною виконання.

Якщо ринкова кон'юнктура буде несприятливою для реалізації опціону, його покупець швидше за все просто не скористається своїм правом. Зазначена характеристика опціону докорінно відрізняє його від форвардних угод і ф'ючерсів.

Однак за отримання відповідного права покупець змушений, як уже було відзначено вище, заплатити продавцю спеціальну винагороду (премію), що і є компенсацією продавцеві за можливий зрив угоди. З точки зору виконання, опціони поділяються на два типи: американський і європейський. Американський опціон може бути виконаний у будь-який день до закінчення терміну дії контракту, європейський – лише в зазначений у контракті день.

Крім того, розрізняють опціони на покупку, або опціон колл, і опціон на продаж, або опціон пут. Опціон колл дає право власнику опціону купити або відмовитися від покупки базисного активу (наприклад, валюти). Опціон пут дає право його власникові продати або відмовитися від продажу базисного активу.

Валютний опціон, представляючи фінансовий інструмент, що містить як елементи хеджування, так і елементи заняття позицій, є ефективним знаряддям

у руках фінансового менеджера, у якого є певна думка щодо майбутніх змін обмінного курсу, але який не абсолютно упевнений, що напрямок змін буде таким, як він припускає, і бажає зменшити втрати, які можуть виникнути у компанії у випадку неправильного прогнозу.

Якість функціонування форвардного ринку знижується у міру посилення варіації валютних курсів і відсотків, що змушує фінансових менеджерів великих компаній використовувати для страхування валютних ризиків у подібних випадках валютні і процентні угоди типу своп.

2.6. Національне регулювання валютних операцій міжнародних компаній

В даний час валютне регулювання, як одна з необхідних умов забезпечення державних інтересів при інтеграції національних економічних систем в міжнародну систему господарювання, практикується всіма країнами світової співдружності. Залежно від ступеня економічного впливу на валютні відносини і нормативного їх регулювання можна виділити три відомих на сьогодні валютних режими:

- вільне здійснення валютних операцій;
- валютна монополія;
- валютне регулювання.

Вільне здійснення валютних операцій передбачає:

- вчинення практично будь-яких валютних операцій без обмежень;
- контроль ряду валютних операцій з метою припинення «відмивання брудних грошей», тобто легалізації злочинних капіталів.

Валютна монополія, представляє собою найбільш жорсткий з відомих валютних режимів, та означає:

- планування всього платіжного обороту країни з зарубіжними країнами;
- проведення валютних операцій виключно через державні уповноважені (девізні) банки на основі державних планів;

- контроль держави за здійсненням валютних операцій.

Валютне регулювання, здійснюване державою, передбачає встановлення:

- системи обмежень на операції резидентів з іноземною валютою;
- системи контролю за дотриманням встановлених валютних обмежень;
- системи обмежень на експорт або імпорт товарів.

Метою державного впливу на валютні відносини є захист національної валюти від витіснення її з обігу валютами іноземних держав, так як будь-яка держава прагне зберегти оптимальну структуру платіжного балансу країни і забезпечити оптимальний курс національної валюти по відношенню до іноземних валют.

Питання для самоконтролю та самоперевірки.

1. *Яка головна мета та роль міжнародних корпорацій в умовах розширення світового фінансового ринку?*
2. *Яке місце займають валютно-фінансові відносини в умовах діяльності ТНК?*
3. *Вкажіть головний чинник впливу міжнародних компаній на розвиток міжнародного ринку капіталів.*
4. *Які характерні риси та основні функції міжнародного валютного ринку?*
5. *У чому полягає взаємозалежність валютного курсу та конкурентоспроможності міжнародної корпорації?*
6. *Вкажіть відповідність між реальним та номінальним обмінним курсом.*
7. *Які фактори впливають на величину валютного курсу?*
8. *Що представляють собою строкові валютні операції? У чому полягає різниця між обмінним спот- і форвардними курсами?*
9. *Назвіть учасників форвардного ринку та мотиви їх діяльності.*
10. *Охарактеризуйте особливості ф'ючерсного та форвардного ринку.*
11. *У чому полягає відмінність трьохстороннього арбітражу від звичайного арбітражу?*
12. *Вкажіть три відомих на сьогодні валютних режими залежно від ступеня економічного впливу на валютні відносини.*
13. *В чому полягає сутність валютної монополії?*

14. Які Вам відомі обмеження, що встановлюються державою з метою валютного регулювання?

15. Вкажіть основні нормативно-правові акти, якими визначено основні принципи та механізми реалізації валютного регулювання та валютного контролю.

ТЕМА 3

ФІНАНСУВАННЯ ТА ОЦІНКА АКТИВІВ МІЖНАРОДНОЇ КОМПАНІЇ

3.1. Основні принципи оцінки вартості активів компанії

Важливою властивістю грошей є їх розподіл у часі. При аналізі відносно короткотермінових періодів (до 1 року) в умовах стабільної економіки дана властивість спричиняє відносно незначний вплив, на який часто менеджмент компанії не звертає уваги. Визначаючи річний обсяг від реалізації продукції по компанії сумується виручка за кожен місяць звітного періоду. Проте, у випадку більш тривалих періодів чи в умовах сильної інфляції виникає проблема забезпечення співставлення показників. Це зумовило виникнення важливого принципу фінансового менеджменту – визначення цінності грошей у часі, тобто залежність їх реальної вартості від величини проміжку часу. В економічній теорії дану властивість називають позитивною часовою перевагою.

Основною проблемою з якою стикається менеджмент компанії, а також інвестори – оцінка майбутньої вартості сьогоднішніх грошових потоків. Інвесторам, які оцінюють фінансові рішення, приходиться постійно оперувати грошовими коштами у різні моменти часу, і як наслідок, які мають різну вартість, оскільки дві однакові суми у різний момент часу, з економічної точки зору мають різну вартість і не виступають еквівалентними.

Виміром, який дозволяє визначати співвідношення між собою вартості грошей у часі є відсотки та відсоткова ставка. У фінансовому менеджменті використовується велика кількість різних схем нарахування відсотків залежно від типів фінансових операцій. Проте, вони базуються на основі двох простих алгоритмів: простих і складних відсотках.

Простий відсоток розраховується виходячи з того, що вже на накопичений відсоток не нараховуються нові відсотки. Для розрахунку відсотків за будь-який період слід використовувати одну і ту саму грошову суму S_0 . Відтак, існуюча у інвестора на кінець періоду t сума S_t становитиме:

$$S_t = S_0 + (S_0 * r) * t = S_0 (1 + rt) \quad (3.1)$$

де: S_t – сума грошових коштів, наявна у інвестора; r – простий відсоток; t – період інвестування.

Сукупний відсоток у даному випадку можна розрахувати за такою формулою:

$$R = S_t - S_0 = S_0 (1 + rt) - S_0 = S_0 * r * t \quad (3.2)$$

Слід відмітити, що виконуючи фінансові розрахунки часто приходиться розв'язувати задачу обернено пропорцій тій, яка подана вище, визначаючи, яку суму S_0 необхідно інвестувати, з метою нарощування значення S_t протягом часу t . Звідси:

$$S_0 = \frac{S_t}{1 + rt} \quad (3.3)$$

Величина S_0 у даному випадку називається поточним (приведеним, теперішнім) значенням величини S_t , яка відноситься до майбутнього моменту часу t . Процес розрахунку поточного значення називається дисконтуванням за заданою відсотковою ставкою. У фінансовій літературі для позначення поточної вартості використовують спеціальне позначення PV (present value):

$$PV = \frac{FV}{1 + rt} = FV(1 + rt)^{-1} \quad (3.4)$$

де: FV (future value) – майбутня вартість інвестицій.

Приведена вартість в даній формулі – це той обсяг грошових коштів, який необхідно інвестувати, для того щоб через інтервал часу t отримати майбутню вартість FV .

Величина r у процедурі дисконтування часто називається ставкою дисконтування, граничною нормою дохідності або альтернативними витратами капіталу. Її називають альтернативними витратами, оскільки вона представляє собою норму дохідності, від якої відмовляється інвестор, вкладаючи грошові кошти у відповідний проект, а не у державні цінні папери чи облігації.

3.2. Конверсія валюти і нарахування відсотків

При нарощуванні відсотків у загальному може існувати декілька варіантів:

- 1) валюта → валюта;
- 2) валюта → UAH → UAH → валюта;

3) $UAH \rightarrow UAH$;

4) $UAH \rightarrow$ валюта \rightarrow валюта $\rightarrow UAH$.

В операціях нарощування з конверсією (2 і 4 варіанти) існує два джерела доходів – зміна обмінного курсу і власне нарощування. Подвійне конвертування валюти (на початку і в кінці операції) може бути при несприятливих умовах збитковим для інвестора.

Визначення суми в кінці операції і її дохідність для варіантів 2 і 4, нарощування простих відсотків і конверсія.

Варіант: валюта $\rightarrow UAH \rightarrow UAH \rightarrow$ валюта. Дана операція передбачає три кроки: обмін валюти на українські гривні, нарощування відсотків на цю суму і конвертація у вихідну валюту. Кінцева нарощена сума може бути визначена як:

$$S_v = P_v * K_0 (1 + tr_{UAH}) \frac{1}{K_1}, \quad (3.16)$$

де: P_v – сума інвестиції у валюті; P_{UAH} – сума інвестиції в гривнях; S_v – нарощена сума у валюті; S_{UAH} – нарощена сума у гривнях; K_0 – прямий курс валюти на початку операції; K_1 – прямий курс валюти в кінці операції; t – тривалість інвестування; r_v – ставка нарощування для валюти; r_{UAH} – ставка нарощування для гривневих сум.

Таким чином, множник нарощування m з врахуванням подвійної конвертації має вигляд:

$$m = \frac{K_0}{K_1} (1 + tr_{UAH}) = \frac{1 + tr_{UAH}}{K_1 / K_0} = \frac{1 + tr_{UAH}}{k}, \quad (3.17)$$

де: $k = K_0 / K_1$ – темпи росту обмінного курсу за строк інвестиційної операції.

Взаємодія факторів росту вихідної суми свідчить, що зі зростанням ставки множник нарощування лінійно збільшується, в свою чергу зростання обмінного курсу протягом інвестиційної операції зменшує його.

Досліджуючи теоретично залежність загальної дохідності операції можна прийняти в якості вимірника дохідності просту річну ставку відсотка r_{ef} . Ця ставка характеризує ріст вихідної суми P_v до величини S_v : $r_{ef} = \frac{S_v - P_v}{P_v * t}$.

Підставивши у формулу записаний вище вираз величини S_v , отримаємо:

$$r_{ef} = \frac{\frac{K_0}{K_1}(1 + tr_{UAH}) - 1}{t} = \frac{1}{k} * \frac{(1 + tr_{UAH})}{t} - \frac{1}{t}. \quad (3.18)$$

Слід відмітити, що:

1) при $k = 1$ дохідність всієї операції дорівнює гривневій ставці, тобто $r_{ef} = r_{UAH}$;

2) при $k > 1$ значення $r_{ef} < r_{UAH}$;

3) при $k < 1$ значення $r_{ef} > r_{UAH}$.

З метою підвищення ефективності економічного аналізу розгляду даної моделі доцільно розрахувати критичні умови (*), за яких ефективність операції є рівною нулю.

Якщо $r_{ef} = 0$, то $k^* = 1 + tr_{UAH}$, що в свою чергу означає:

$$K^* = K_0(1 + tr_{UAH}). \quad (3.19)$$

У випадку, якщо k або K_1 перевищують свої критичні значення, то операція збиткова ($r_{ef} < 0$).

3.3. Інвестиції міжнародної компанії в цінні папери

Успішне функціонування будь-якої компанії не може бути не пов'язано з інвестиційною діяльністю в поточний бізнес, капітальні активи та цінні папери, а також в інтелектуальну власність. Під інвестиціями розуміють кошти (активи і інші майно), які вкладаються в об'єкти підприємницької або іншої діяльності з метою отримання прибутку або досягнення іншого позитивного ефекту.

Останнім часом часто компанії вдаються до міжнародного інвестування, спрямовуючи свої фінансові потоки на придбання цінних паперів інших міжнародних компаній, які виражені в іноземній валюті. Піти на такий крок примушує пошук найбільш вигідного та ефективного розміщення капіталу. Це пов'язано з тим, що цінні папери окремих міжнародних компаній дають можливість отримати більшу дохідність та менший ризик порівняно з національними компаніями.

Більша дохідність може бути забезпечена за рахунок розміщення коштів на більш дохідних зарубіжних фондових ринках і за рахунок можливого

зростання курсу іноземної валюти по відношенню до валюти конкретного інвестора. Менший ризик міжнародного портфелю інвестицій обумовлено тим, що економічні системи різних країн розвиваються нерівномірно, а економічні цикли зазвичай у різних країнах не повністю синхронізовані з часом. Це означає, що у випадку падіння національних ринків цінних паперів, інші національні ринки цінних паперів можуть зростати. Саме тому, з метою мінімізації ризиків міжнародної компанії шляхом диверсифікації інвестиційного портфеля, купуються цінні папери на різних національних фондових ринках.

Специфічною особливістю портфелю міжнародних інвестицій виступає валютний ризик. Проте, цей ризик гарно диверсифікованого портфелю значно нижче ніж ризик портфелю цінних паперів, сформованого виключно на цінних паперах національного ринку, оскільки падіння курсів одних валют завжди означає посилення позицій інших іноземних валют. Падіння курсу валюти інвестора означає зростання курсу іноземної валюти, і таким чином підвищує дохідність міжнародного портфелю інвестицій.

Компанія, яка планує здійснювати міжнародні інвестиції повинна сформулювати чіткі критерії такого інвестування, в якості яких можуть виступати:

- забезпечення оптимального співвідношення між дохідністю і ризиком портфелю;
- максимізація дохідності портфеля при заданому рівні ризику;
- мінімізація ризику портфеля при заданому рівні його дохідності⁵.

Можливі варіанти формування міжнародного портфелю інвестицій подано в таблиці 3.1.

Одночасно із формуванням структури портфелю міжнародний інвестор повинен визначити принципи підходу до управління його ризиком. При цьому можливі наступні варіанти дій:

Таблиця 3.1

⁵ Шимко П.Д. Международный финансовый менеджмент: Учеб. пособие / Петр Дмитриевич Шимко. – М.: Высш. шк., 2007. – с. 118.

Варіанти та послідовність формування інвестиційного портфелю

За сегментами портфелю	За варіантами формування			
	I	II	III	IV
Обґрунтування країни (валюти) інвестування	1	2	3	2
Вибір видів цінних паперів	2	1	1	X
Визначення конкретних цінних паперів	3	3	2	1

- не приймати ніяких заходів;
- диверсифікувати інвестиції за країнами, видами активів, галузями економіки і цінними паперами;
- вибрати найменш ризиковані активи і валюти інвестицій на основі прогнозу їх якості;
- приймати спеціальні заходи страхування від несприятливих змін ціни активів і валютного курсу.

3.4. Дохідність і ризик іноземних інвестицій

Поняття дохідність і ризик, одне до одного, мають саме безпосереднє відношення. Чим вище очікувана дохідність за цінним папером, тим вищий пов'язаний з нею ризик. Дохідність і ризик – це невід'ємні категорії, визначивши які, інвестор може прийняти рішення про фінансування. Слід відмітити, що першочергово оцінюється ризиковість інвестиції, а потім визначається рівень дохідності, достатній для компенсації очікуваного ризику.

Переважає більшість інвесторів надає перевагу придбанню акцій на національному фондовому ринку. Причиною такої вузької спеціалізації є: 1) інформаційна обмеженість про зарубіжну компанію; 2) небажання інвестора підпадати під валютний ризик; 3) наявність трансакційних ризиків пов'язаних з обміном валюти; 4) законодавчі обмеження та політичний ризик. Проте, існуючі систематичний або ринковий ризики не підлягають диверсифікації у

середині країни, оскільки, це може бути зменшено лише за рахунок міжнародної диверсифікації.

Транснаціональні корпорації, які працюють в багатьох країнах світу, економіки яких повністю не співпадають або суттєво відрізняються від економіки країни базування материнської компанії. Саме тому, наслідки слабкої економіки однієї країни можуть бути компенсовані за рахунок операцій компанії в країнах з більш сильнішими економічними системами. Практика міжнародного бізнесу свідчить, що дохідність інвестиційних проектів в різних країнах, менше пов'язана між собою, ніж це здійснювалось в окремо взятій країні.

Ризик інвестування в іноземні цінні папери включає всі види ризику, пов'язані з інвестуванням в акції на національному фінансовому ринку. Додатковий ризик є результатом невизначеності, яка пов'язана з необхідністю конвертації доходів від вкладень в іноземні цінні папери і валюту країни проживання інвестора. Даний ризик складається з політичного і валютного ризику.

Зміна курсів валюти може призвести до значних розбіжностей між дохідністю вітчизняного інвестора і дохідністю зарубіжного інвестора, які не вживають жодних заходів страхування від таких ризиків. Дохідність для резидента (внутрішня дохідність), може бути розрахована за формулою:

$$r_d = \frac{P_1 - P_0}{P_0}, \quad (3.46)$$

де: P_0 та P_1 – курс акції компанії на початок і на кінець відповідного періоду.

Дохідність для нерезидента (зовнішня дохідність) розраховується за відповідною формулою:

$$r_f = \frac{S_1 P_1 - S_0 P_0}{S_0 P_0}, \quad (3.47)$$

де: S_0 S_1 – обмінний курс іноземної валюти на початок і кінець періоду.

Показники r_d та r_f будуть значно відрізнятись один від одного. Така різниця полягає у тому, що іноземний інвестор здійснює одночасно дві інвестиції: 1) у цінні папери зарубіжної компанії; 2) інвестицію у валюту, в якій

виражена вартість таких цінних паперів. Тому загальна дохідність іноземного інвестора може бути розкладена на дві складові. Дохідність вкладення в іноземну валюту можна визначити за наступною формулою: $r_c = \frac{S_1 - S_0}{S_0}$.

Загальна дохідність від вкладення в цінні папери іноземної компанії буде визначена у наступний спосіб:

$$r_f = r_d + r_c + r_d \times r_c. \quad (3.48)$$

В даному рівнянні ($r_d \times r_c$) буде меншим r_d та r_c , оскільки представляє собою вираження величин, менших одиниці. Тому, вираження для розрахунку зовнішньої дохідності іноземної інвестиції може бути представлено без значних відхилень у результаті розрахунку в апроксимованому вигляді:

$$r_f \cong r_d + r_c. \quad (3.49)$$

3.5. Формування міжнародного портфелю цінних паперів

Основною метою міжнародних портфельних інвестицій виступає максимізація прибутку при мінімально допустимому рівні ризику, а також захист активів від негативних впливів інфляції, рівень якої в кожній країні може різнитись істотно. Переваги портфельної диверсифікації з використанням міжнародних інвестицій пояснюється тим, що окремі сегменти світового ринку мало корельовано з іншими. Високий ступінь незалежності фондових ринків для різних країн пов'язано з відмінностями у податковій, фінансовій і валютній політиці, загальною політичною ситуацією. Оскільки на ціну цінного паперу впливають переважно внутрішні умови і політика, то ціни на фінансові активи конкретної країни будуть по-різному змінюватись у різних напрямках та різному степені. Це дозволяє інвесторам в значному степені диверсифікувати рівень ризику, стимулюючи його зацікавленість у міжнародному інвестуванні.

Аналіз ризику інвестиційного портфелю показав, що ризик портфелю може бути низьким, ніж ризик окремих цінних паперів, на основі яких сформовано портфель. Комбінація активів зі слабкою кореляцією знижує ризик портфелю в цілому, а ефективна диверсифікація досягається не просто додаванням активів до портфелю, а додаванням таких активів, доходи яких

мають найбільш низький рівень кореляції. При цьому, найкращий результат показують активи, доходи яких мають від'ємний показник кореляції з активами наявними в інвестиційному портфелі.

Питання для самоконтролю та самоперевірки.

- 1. Що являє собою поняття складних процентів? Вкажіть основні вимірники співвідношення вартості грошей у часі.*
- 2. Яка принципова різниця між складними і простими процентами?*
- 3. Визначте, коли депозит у національній валюті через конвертацію в іноземну вигідніший?*
- 4. Які Вам відомі варіанти конверсійних операцій і нарощування процентів?*
- 5. Як правильно розрахувати ефект від конверсійної операції в умовах інфляції та податків?*
- 6. Як розрахувати номінальну ставку дисконтування з врахуванням ефекту Фішера?*
- 7. Яким чином податки на відсотки відображаються в моделях дисконтування?*
- 8. В чому полягає сутність інвестиційної діяльності міжнародної корпорації? Вкажіть чіткі критерії міжнародної інвестиційної діяльності.*
- 9. Які Вам відомі фінансові активи, що виступають об'єктом інвестування міжнародними компаніями?*
- 10. Вкажіть класифікаційні ознаки корпоративних облигацій. Які правила визначені для встановлення співвідношення між величинами купонної ставки, необхідної дохідності і ціни корпоративної облигації?*
- 11. Яким чином визначити внутрішню вартість будь-якого активу?*
- 12. Яку модель визначення вартості акцій слід використовувати для компанії зі стабільною історією зростання?*
- 13. Порівняйте ризик і дохідність цінного паперу, яким володіють як окремим фінансовим інструментом і як складовою інвестиційного портфелю.*
- 14. Як правильно розрахувати валютну і зовнішню дохідність фінансового активу, а також його внутрішні та зовнішні ризики?*
- 15. Що для інвестора виступає загальноприйнятим виміром при купівлі цінних*

ТЕМА 4

ВАРТІСТЬ І СТРУКТУРА КАПІТАЛУ МІЖНАРОДНОЇ КОРПОРАЦІЇ

1. Економічний зміст, функції і склад капіталу

Капітал – одне з ключових понять фінансового менеджменту. З позицій фінансового менеджменту капітал виражає загальну величину коштів у грошовій, матеріальній і нематеріальній формах, вкладених в активи (майно) корпорації. З позицій корпоративних фінансів капітал відображає грошові (фінансові) відносини, що виникають між корпорацією та іншими суб'єктами господарювання з приводу його формування та використання. Такі грошові відносини виникають між корпорацією (акціонерним товариством) як юридичною особою і її акціонерами (інвесторами), кредиторами, постачальниками, покупцями продукції (послуг), інституційними учасниками фондового ринку та державою (сплата податків і зборів у бюджетну систему).

У результаті вкладення капіталу утворюється *основний і оборотний капітал*. Функціонуючи *основний капітал* набуває форми позаоборотних активів, а *оборотний капітал* – форму оборотних активів. Грошові ресурси корпорацій, авансовані в оборотні активи, являють собою оборотні кошти.

Капітал виступає основним джерелом добробуту його власників (власників) у поточному та майбутньому періодах. Капітал – головний вимірник ринкової вартості фірми (корпорації). Перш за все, це відноситься до власного капіталу, що визначає обсяг чистих активів.

У той же час обсяг використовуваного власного капіталу характеризує параметри залучення позикового капіталу, здатного приносити додатковий прибуток.

Важливим показником ефективності виробничої і комерційної діяльності корпорації є динаміка капіталу. Здатність власного капіталу до самозростання характеризує прийнятний рівень формування чистого (нерозподіленого) прибутку корпорації, її здатність підтримувати фінансову рівновагу за рахунок власних джерел. Зниження питомої ваги власного капіталу в загальному обсязі свідчить про втрату фінансової незалежності від зовнішніх джерел фінансування (позикових і залучених коштів).

Під капіталом міжнародної корпорації розуміють вільне від зобов'язань майно (власні засоби, чисті активи), які виступають її стратегічним резервом, що створює умови для розвитку компанії та при необхідності компенсує збитки або виступає одним з важливих ціноутворюючих факторів при оцінці вартості компанії.

В закордонній практиці управління фінансами під капіталом також розуміють довгострокові пасиви, прирівнюючи довгострокові запозичені кошти за своїм призначенням і функціям до власних.

Капітал компанії першочергово виконує захисну і операційну функції.

Захисна функція означає не тільки можливість виплати компенсацій кредиторам у випадку ліквідації компанії, але і підтримання платоспроможності шляхом створення резерву на випадок збитковості.

Оперативна функція проявляється у тому, що капітал забезпечує коштами, необхідні для створення, організації і функціонування компанії до залучення достатнього обсягу позикових коштів. Капітал, крім цього, виступає основою для розробки нових видів продукції, а також використовується для

захисту інвестиційних ризиків.

Відтак, слід відрізняти дві економічні категорії капітал і фінансові ресурси, але з позиції фінансового менеджменту прийнято ототожнювати ці дві категорії з метою вирішення конкретних фінансових задач компанії.

Як видно з рисунку 5.1 фінансування може бути зовнішнім та внутрішнім. Внутрішні джерела (власні збереження) перетворюються в інвестиції прямо чи опосередковано, без їх залучення через фінансовий ринок. Це: амортизаційні відрахування; нерозподілений прибуток. Для перетворення в інвестиції, зовнішні джерела повинні пройти через структури фінансового ринку: банки, інвестиційні компанії, фонди.

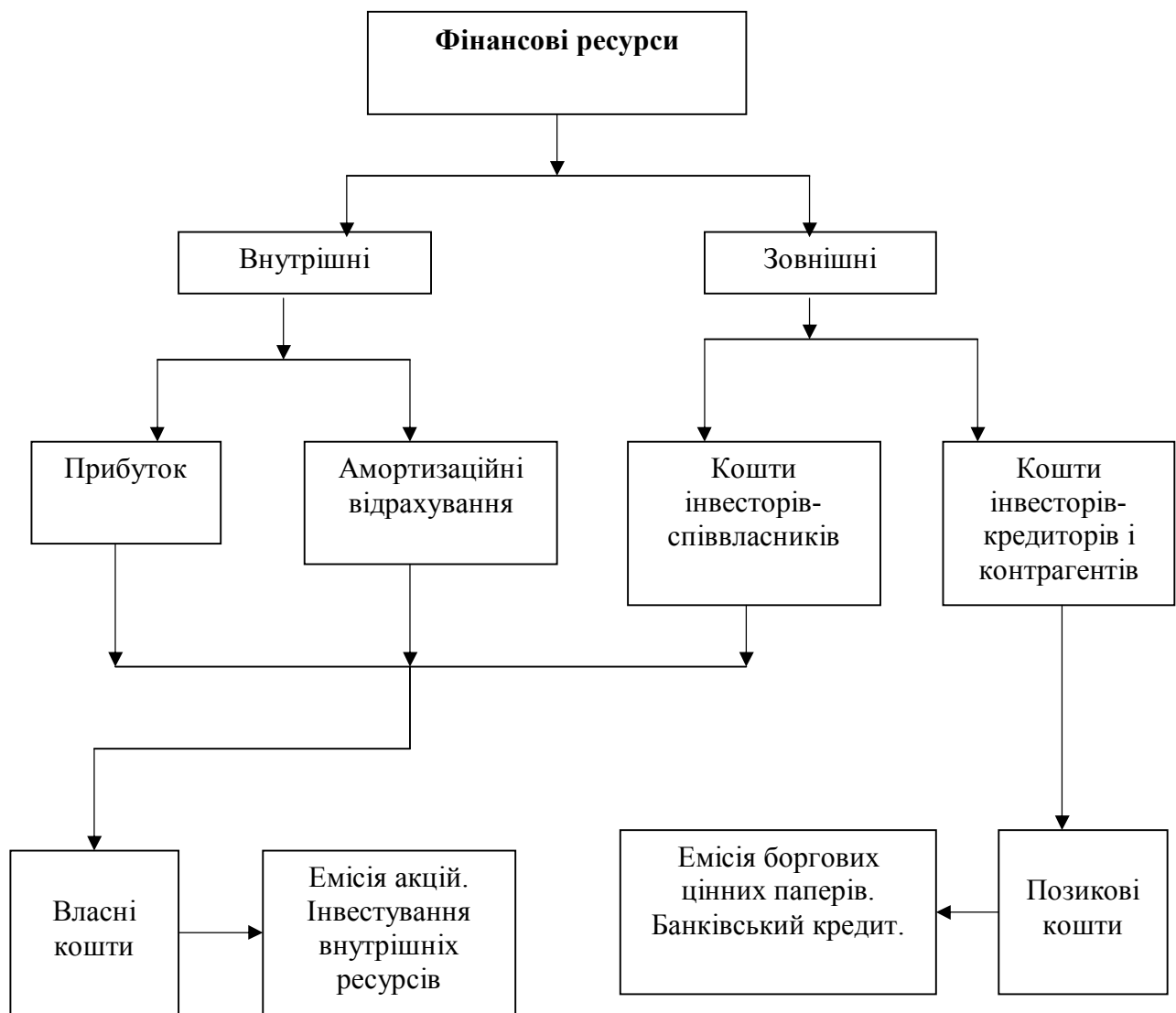


Рис. 5.1. Склад фінансових ресурсів компанії

2. Методи визначення вартості власного капіталу

Вартість капіталу передусім – це дохідність, яку бажають одержати тримачі звичайних акцій. При цьому, виплата дивідендів за звичайними акціями не є юридичним зобов'язанням компанії, тому виникають складності у розрахунку прогнозованих значень ціни джерела капіталу «звичайної акції». Існує декілька методів розрахунку, кожен з яких базується на інформації, що є в розпорядженні того, що здійснює розрахунки.

Модель прогнозованого росту дивідендів (модель Гордона). Відповідно до даної моделі:

$$r_s = \frac{D_1}{P_0} \quad (5.2)$$

або

$$r_s = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (5.3)$$

де: r_s – ціна звичайної акції як джерела фінансування; D_1 – величина дивідендів за звичайною акцією в перший рік реалізації інвестиційного проекту; P_0 – ринкова вартість звичайної акції; g – прогнозований темп приросту дивідендів.

Перша формула використовується у випадку, якщо величина виплачених дивідендів не змінюється від періоду до періоду, відповідно, для визначення вартості капіталу, мобілізованого емісією привілейованих акцій; друга – якщо дивіденди зростають з постійним темпом g .

Цінова модель ринку капіталу (САРМ). У. Шарп запропонував модель оцінювання капітальних активів (*Capital Asset Pricing Model – САРМ*), на підставі якої корпорація може визначити ціну капіталу, тобто вартість придбання капіталу, необхідного для ведення підприємницької діяльності. Інвестор, що вкладає свій капітал у цінні папери, випущені корпорацією, на основі *САРМ* визначає його дохідність з урахуванням ризику.

Модель, як і будь-яка теоретична концепція, заснована на абстракції, тобто на багатьох допущеннях. Модель передбачає досконалий, ідеальний

ринок цінних паперів (*perfect market*), тобто:

- інформація є однаково доступною для всіх інвесторів;
- усі цінні папери, що мають ризик, обертаються публічно;
- податків і операційних витрат немає;
- інвестори можуть давати гроші в позичку і позичати за безризиковою

процентною ставкою.

Особливість моделі полягає в тому, що вона дає можливість визначити зв'язок між ризиком і дохідністю цінного папера.

Відповідно до моделі *CAPM*:

$$r_s = \bar{r} + (r_f - \bar{r})\beta \quad (5.4)$$

де: r – ставка дохідності за без ризиковим вкладенням; r_f – середня по ринку дохідність; β – фактор (коефіцієнт) ризику конкретної компанії.

CAPM розраховується як сума безризикової процентної ставки на ринку капіталів (\bar{r}) та премії за ризик вкладень у конкретний об'єкт інвестицій. Отже, ставка вартості власного капіталу за методом *CAMP* залежить від трьох компонентів:

- безризикової ставки на ринку капіталів (\bar{r});
- середньої дохідності ринкового портфеля інвестицій (r_f);
- коефіцієнта β .

Ідея виділення цінного папера, що не містить у собі ризику (*Risk Free Asset*), належить Гаррі Марковіцу. Стандартне відхилення за таким цінним папером дорівнює нулю. Дохід має бути: 1) стабільним; 2) заздалегідь і точно визначеним. Жодна корпорація таких паперів в умовах ринкової економіки емітувати не зможе. Такий цінний папір може випускати тільки держава. Облігація, емітована державою, приносить фіксований дохід, виплата якого гарантована податками, що надходять у бюджет. Проте це твердження досить сумнівне. По-перше, дохід за державною облігацією може бути знецінений інфляцією. По-друге, в історії державних боргів були неодноразові випадки відмови держави від своїх боргів, їх пролонгування, зниження процентних ставок.

Гаррі Марковіц вважає, що не кожену державну облигацію можна вважати безризиковою. На його думку, безризиковим може бути тільки тримісячний казначейський вексель, що продається з дисконтом. Якщо інвестор зберігає його у своєму портфелі три місяці, він отримає дохід за відповідною процентною ставкою. У. Шарп дійшов висновку, що практично безризикових цінних паперів у США немає, усі державні цінні папери є ризиковими з погляду одержання реального доходу⁶. Уведення в модель безризикового доходу є абстракцією, теоретичною умовністю, що необхідна як відправна точка відліку, як певна база для визначення очікуваного доходу за цінним папером.

Перший компонент. Безризикова ставка дохідності по ринку характеризує мінімальний рівень дохідності, яку може отримати інвестор, вкладаючи кошти в активи з мінімальним ризиком. Для цих цілей рекомендується враховувати дохідність за державними єврооблігаціями (протягом 2006 р. – від 7 до 9%). Для розрахунків рекомендується підбирати дохідність облигацій, строк погашення яких збігається зі строком інвестування коштів в оцінюваний об'єкт.

Другий компонент. Середньоринкова премія за ризик розраховується як різниця між середньою дохідністю по ринку в цілому та безризиковою процентною ставкою. Вона характеризує ризик вкладень коштів на ринку, до якого відноситься об'єкт оцінки. У разі здійснення інвестицій на українському ринку премія за ризик відповідає додатковій дохідності за інвестиціями в країни центральної та східної Європи (в 2008 р. $\approx 8\%$).

Премія за ризик вкладень в оцінюваний об'єкт розраховується шляхом множення середньоринкової премії за ризик $(r_f - \bar{r})$ на коефіцієнт β , що характеризує ризик вкладень у конкретний актив. Основна проблема використання *SAPM* в Україні полягає в складності розрахунків середньої дохідності ринкового портфеля інвестицій (r_f) та коефіцієнта β .

Третій компонент (бета-фактор). Через β -коефіцієнт в моделі *SAPM* позначається систематичний ризик. Він характеризує залежність між середньою

⁶ Шарп У. Інвестиції. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли. – С. 120.

доходністю ринкового портфеля та доходністю об'єкта оцінки. Для розрахунку «бета» слід обробити статистичні дані, які характеризують варіацію (коливання) рентабельності обраного об'єкта інвестицій за декілька попередніх періодів, безризикову процентну ставку та середню дохідність ринкового портфеля. З цією метою слід розрахувати такі показники:

➤ середнє квадратичне (стандартне) відхилення (σ_a) значень рентабельності аналізованого активу (r_A) в окремі періоди від середньої рентабельності активу за досліджуваний період (r_A);

➤ коефіцієнт кореляції $k(r_A; r_f)$, щільності зв'язку між нормою доходності досліджуваного активу (r_A) та середньою нормою доходності по ринку в цілому (r_f);

➤ середньоквадратичне (стандартне) відхилення (σ_m) рентабельності інвестицій (r_f) по ринку в цілому.

В країнах з розвинутим фондовим ринком для орієнтації потенційних інвесторів випускають спеціальні довідники, які містять інформацію про β для більшості крупних компаній і використання зазначеної моделі не викликає ніяких проблем.

За наявності вказаних показників β -коефіцієнт (систематичний ризик інвестицій в актив А) рекомендується розраховувати за таким алгоритмом:

$$\beta = \frac{\sigma_a * k(r_A; r_f)}{\sigma_m} \quad (5.5)$$

Значення β -коефіцієнта інтерпретують таким чином:

якщо $\beta = 1$, то ризик інвестицій в аналізований актив знаходиться на рівні ринкового, а отже і премія за ризик буде наближеною до середньоринкової ставки дохідності;

якщо $\beta > 1$, то вкладення в актив будуть вважатися такими, яким властивий вищий, ніж середньоринковий рівень ризиковості, а отже, інвестори вимагатимуть більшу, ніж середньоринкову норму дохідності;

якщо $\beta < 1$, то це свідчить про нижчий за середньоринковий ризик

інвестицій в аналізований актив, як наслідок – премія за ризик, на яку сподіватиметься інвестор, буде меншою, ніж середньоринкова;

якщо $\beta = 0$, то це означає, що ризик вкладень в актив становить 0; йдеться про безризикові інвестиції.

3. Теорія арбітражного ціноутворення С. Росса

У 1976 р. американський економіст Стефан Росс запропонував теорію арбітражного ціноутворення (*The Arbitrage Pricing Theory – APT*) як альтернативну версію моделі оцінки капітальних активів. Дослідження, що проводилися в США стосовно відповідності лінії дохідності ринку цінних паперів і реальної дохідності на ринку капіталів, показали деяку уразливість моделі *SAPM*. Ретроспективні ставки дохідності, визначені за моделлю, часто не відповідали реальній дохідності цінних паперів. Тому тривав пошук виявлення зв'язків між дохідністю і ризиком за цінними паперами.

Теорія С. Росса передбачає чотири головні припущення:

- 1) ринок капіталів є досконалим;
- 2) в інвесторів досягається консенсус щодо очікуваної структури доходів за цінними паперами і за факторами, що на них впливають;
- 3) кількість факторів, загальних для всіх цінних паперів, не визначена. Кількість цінних паперів перевищує кількість факторів, які визначають дохідність цінних паперів;
- 4) на ринку неможливі арбітражні операції.

С. Росс у своїй концепції стверджує, що існує певна кількість факторів, які мають вартісну оцінку, що впливають на ставку очікуваного доходу за цінним папером. Якщо з якихось причин ці фактори не можуть чинити свій вплив, то на ринку капіталів створюються можливості для арбітражних операцій. Пригадаємо, що під арбітражними слід розуміти операції з продажу цінного папера за вищою ціною з одночасною купівлею, але за нижчою ціною (або навпаки), які забезпечують одержання при цьому безризикового доходу.

Якщо такої можливості немає, то очікувана дохідність цінного папера є функцією безризикової процентної ставки і різноманітних факторів, кожний з яких визначений ринковою ціною.

4. Структура капіталу і вартість компанії

Компанія може вибирати любую структуру капіталу. Вона може випускати облігації і використовувати поступлення від їх продажу для того щоб прибрати певну кількість акцій підвищуючи тим самим рівень «фінансового важеля», який розраховується як співвідношення боргу до акціонерного капіталу. Також вони можуть випускати акції з метою покриття боргових зобов'язань, знижуючи тим самим рівень фінансового важеля компанії. Такі дії змінюючи структуру капіталу називають реструктуризацією капіталу. В загальному реструктуризація здійснюється кожен раз, коли компанія змінює структуру капіталу на іншу, але залишає свої активи не змінними.

Зміна структури також може відбуватись і при розширенні компанії, оскільки необхідний для цього капітал може бути залучений як у формі позикових коштів, так і у вигляді власного акціонерного капіталу.

Позикові кошти мають дві важливих переваги:

1) сплачені за ними відсотки зменшують базу оподаткування з податку на прибуток, що знижує фактичну вартість позики;

2) ті хто надає позику одержують фіксований дохід, і акціонери не повинні ділитись з ними прибутками, якщо компанія працює ефективно.

До недоліків слід віднести: 1) чим вище коефіцієнт заборгованості, тим ризиковіша відповідна компанія, відповідно вища вартість для компанії позикових коштів і власного капіталу; 2) якщо компанія переживає важкі часи і її операційного прибутку не вистачає для покриття витрат на виплату відсотків, акціонери самостійно повинні покрити дефіцит, а якщо вони цього не зможуть зробити компанія стане банкрутом.

Кожна особа, яка вкладає власні кошти в компанію, що вільна від

боргових зобов'язань, створює свій особистий фінансовий важіль, змінюючи ним фінансовий важіль компанії. Саме ця можливість створювати «важіль» робить неважливим питання про структуру капіталу, за умови, що окремі позичальники і компанія можуть одержувати кредит на рівних.

Відтак, можна подати простий вираз вартості компанії, за умови, що інвестор розраховує на щорічний чистий дохід (*EBIT*). Позначимо через *r* ставку дисконтування майбутніх доходів компанії з цієї групи ризику. Тоді, якщо компанія вільна від боргів та не сплачує податки, вартість майбутнього потоку доходів дорівнює:

$$V_S = \frac{EBIT}{1+r} + \frac{EBIT}{(1+r)^2} + \dots = \frac{EBIT}{r} \quad (5.12)$$

Як зазначалось раніше борги підвищують вартість компанії, оскільки кошти на обслуговування боргу вираховуються з податкової бази. Оскільки чим більша заборгованість тим вище вартість капіталу. Враховуючи, що компанія, яка має борги та відноситься до тієї ж групи ризику, має ту саму вартість, що і компанія вільна від боргових зобов'язань, вартість компанії, яка запозичила капітал дорівнює:

$$V_D = V_S = \frac{EBIT}{r} \quad (5.13)$$

В умовах існування корпоративного податку, вартість компанії, яка має борги дорівнює:

$$V_D = V_S + t * D \quad (5.14)$$

де: V_D – вартість компанії, що має боргові зобов'язання; V_S – вартість компанії, що вільна від боргових зобов'язань; t – ставка корпоративного податку; D – сума боргових зобов'язань.

Для компанії без боргових зобов'язань з очікуваним чистим доходом *EBIT* і ставкою податку t сума доходу, який може бути розподілений між акціонерами, дорівнює $(1-t)EBIT$.

5. Графічний аналіз ціни капіталу і ризику

1. Лінія ринку капіталу

Лінія ринку капіталу (*The Capital Market Line – CML*) відтворює графічно рівняння:

$$E(R_p) = R_f + \frac{\sigma_p}{\sigma_m} [E(\bar{R}_m) - R_f]. \quad (5.17)$$

Отже, лінія ринку капіталу являє собою пряму лінію з позитивним нахилом, що показує рівновагу між загальним ризиком і дохідністю повністю диверсифікованого портфеля цінних паперів.

Точка M (рис. 5.1) демонструє рівновагу між ризиком ринкового портфеля σ_m і його дохідністю R_m . У точці M кут нахилу лінії ринку капіталів можна виразити як $[E(\bar{R}_m) - R_f] / \sigma_m$, що є коефіцієнтом винагороди за ризик. Очікувана дохідність портфельів P_i і P_j вища ринкового портфеля R_m , відповідно, ці портфельі матимуть вищий ризик σ_{pi} і σ_{pj} і вищі премії за ризик: $(R_{pj} - R_f)$ і $(R_{pi} - R_f)$.

Коефіцієнт винагороди за ризик (премія за ризик) у портфельів P_i і P_j буде однаковим, тому всі вони будуть розташовані на лінії ринку капіталів. Передбачається, що не тільки портфель P_j матиме найвищий дохід, а і його премія за ризик буде вищою. Відповідно, портфель P_i , мабуть, одержить дохід нижчий, але і премія за ризик у нього буде нижчою.

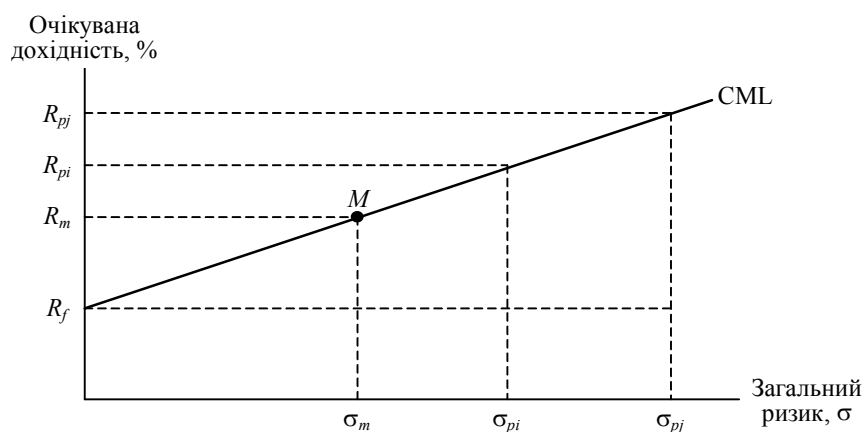


Рис. 5.1. Лінія ринку капіталу

Припустимо, що безризикова процентна ставка становить 7 %, σ_m ринкова – 0,22, σ_p цінних паперів i – 0,20, цінних паперів j – 0,26, g – 0,22. Очікувана процентна ставка ринкового портфеля – 16 %. Необхідно визначити

очікувану дохідність за кожним цінним папером.

6. Структура капіталу і ідеальне фінансове середовище: теорема Модільяні і Міллера

Капітал корпорації утворюється з окремих частин: акціонерного капіталу, що складається з оплачених акцій, нерозподіленого прибутку, резервного капіталу і зобов'язань за випущеними борговими інструментами.

Співвідношення складових капіталу корпорації являє собою його структуру. Отже, можна формалізувати капітал і його структуру:

$$V = S + D, \quad (5.25)$$

де: V – вартість капіталу; S – акціонерний капітал; D – борг корпорації, її зобов'язання.

Проблеми формування структури капіталу з'являються разом із проблемами ризику і невизначеності в одержанні доходу. Як домогтися найкращого співвідношення між акціонерним капіталом і боргами, щоб сприяти збільшенню ринкової вартості капіталу корпорації, а процент за залучений з фінансового ринку капітал був мінімальним?

Теорії структури капіталу та залежності його вартості від цієї структури становлять інтерес як з теоретичного, так і практичного погляду. Поштовхом до розвитку теорій структури капіталу стала гіпотеза, висунута у 1958 р. американськими економістами, Нобелівськими лауреатами з економіки Франко Модільяні і Мертоном Міллером, що в літературі відома як теорема *ММ-1*. У розвиток *теорему 1* згодом з'являються *теорему 2* і *3*, які поглиблюють і доповнюють першу, потім концепція коригується з урахуванням податків, які виплачує корпорація, і податків з дивідендів і процентів, отриманих за цінними паперами.

Теорема ММ-1

Франко Модільяні і Мертон Міллер висунули ідею, відповідно до якої на фінансовому ринку вартість акцій корпорацій, тобто «вартість фірми», не

залежить від структури її капіталу і визначається нормою капіталізації очікуваного доходу у фірмах її класу⁷. Теорема виражена у формулі:

$$V_j = (S_j + D_j) = \bar{X}_j / p_k \text{ для будь-якої фірми } j \text{ з класу } k, \quad (5.26)$$

де: V_j – ринкова вартість фірми; S_j – ринкова вартість її акцій; D_j – ринкова вартість її облігацій; \bar{X}_j – очікуваний дохід фірми; p_k – ціна (курс) купівлі цінного папера, емітованого фірмою.

З цієї формули виводиться ціна капіталу, або «середні витрати на капітал». Ціна капіталу, виражена у процентах, визначається як відношення очікуваного доходу фірми до ринкової вартості всіх її цінних паперів:

$$\frac{\bar{X}_j}{S_j + D_j} = \frac{\bar{X}_j}{V_j} = p_j \text{ для будь-якої фірми } j \text{ з класу } k. \quad (5.27)$$

(Ми використовуємо тут умовну позначку дохідності капіталу (його ціни у процентах) за джерелом: p , а не R , як в інших моделях, розглянутих раніше.)

Отже, середні витрати фірми на капітал, тобто його ціна, виражена у процентах, не залежать від його структури і дорівнюють нормі капіталізації потоку доходів від цінних паперів⁸.

Автори доводять свою теорему в такий спосіб. Вартість капіталу двох фірм одного класу за однакової структури капіталу має бути рівноцінна. Якщо співвідношення вартості порушується, то виникає арбітражний процес, що відновлює рівновагу. Це означає, що будь-який інвестор продає акції й облігації тієї корпорації, вартість котрої нижча, і навпаки, купує цінні папери корпорації з вищою ринковою вартістю. Закони ринкової економіки такі, що ціни на різних ринках вирівнюються в результаті арбітражних операцій: вартість цінних паперів, ціна на які завищена, знижуватиметься, а вартість тих паперів, ціна яких була занижена, підвищуватиметься. Як наслідок, ринкова вартість цінних паперів корпорацій даного класу буде вирівнюватися.

Згідно з теоремою *ММ-1* корпорація може теоретично профінансувати розширення свого капіталу на 100 % через випуск боргових зобов'язань або,

⁷ Модильяни Фр. Скільки стоить фірма? Теорема ММ: Пер. с англ / Фр. Модильяни, М. Миллер. – М.: Дело, 1999. – С. 44.

⁸ Там само. – С. 45.

навпаки, тільки за рахунок випуску акцій. Вартість капіталу корпорації за будь-якого методу фінансування не змінюється.

Теорема ММ-2

З теорем 1 Фр. Модільяні і М. Міллер виводять теорему 2, в якій умови ускладнюються. У теоремі 2 розглядається не абстрактна корпорація, як у теоремі 1, а левериджована, тобто корпорація, що використовує випуск облігацій для фінансування розвитку. Очікуваний дохід на акцію такої корпорації являє собою суму двох показників:

- 1) норми капіталізації потоку акціонерного капіталу;
- 2) премії за фінансовий ризик, що дорівнює різниці між вищевказаною нормою і ринковою процентною ставкою ($p_k - r$), помноженою на відносний розмір кредитного важеля⁹.

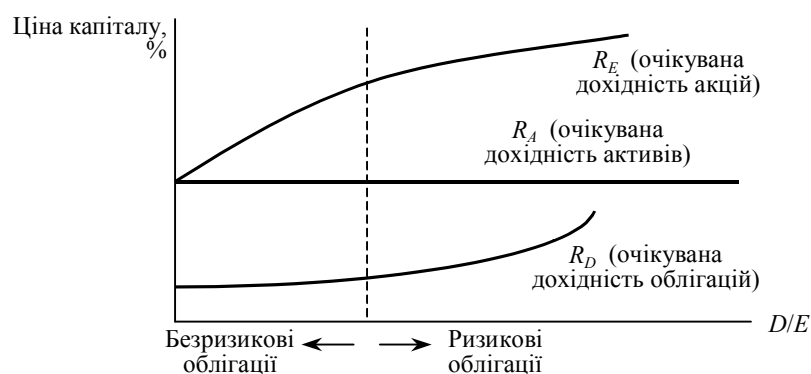


Рис. 5.6. Графічне зображення теорем ММ-2¹⁰

Ускладнення теорем полягає в тому, що в розрахунки вводиться лінійна функція структури капіталу, отже: вартість капіталу за теоремою ММ-2 визначається трьома чинниками: необхідною процентною ставкою прибутку на активи корпорації (p_k), вартістю боргу корпорації (D_j) і коефіцієнтом борг/акціонерний капітал (D_j / S_j). Отже, дохідність звичайних акцій корпорації, що використовує леверидж, є лінійною функцією фінансового важеля¹¹. Це має такий формалізований вигляд:

$$i_j = p_k + (p_k - r) D_j / S_j, \quad (5.28)$$

⁹ Модільяні Фр. Скільки стоить фірма? Теорема ММ: Пер. с англ / Фр. Модільяні, М. Міллер. – М.: Дело, 1999. – С. 45.

¹⁰ Бредли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Бредли, С. Майерс. – М.: Олимп-Бизнес, 1997. – С. 438.

¹¹ Там само.

де: i_j – очікуваний дохід на акцію j ; p_k – необхідний дохід (y %) на капітал; r – премія за фінансовий ризик; D_j – борг корпорації; S_j – акціонерний капітал корпорації.

7. Структура капіталу і ризик

Вивчення проблеми формування структури капіталу передбачає вивчення двох понять: 1) підприємницький ризик (*Business risk*), тобто ризик вкладення коштів в активи корпорації, що не має боргів; 2) фінансовий ризик (*Financial risk*), що доповнює підприємницький. Фінансовий ризик стосується тільки власників звичайних акцій як результат формування капіталу через випуск облігацій і привілейованих акцій.

Підприємницький ризик являє собою невизначеність в одержанні майбутнього доходу від основної діяльності, тобто прибутку до сплати процентів і податків. Він зумовлений низкою факторів: 1) змінами попиту на продукцію корпорацій; 2) змінами цін на продукцію, що реалізується; 3) коливаннями цін на сировину, напівфабрикати та ін.; 4) здатністю корпорації змінити ціни на випуск своєї продукції залежно від змін попиту на товари та послуги, що купуються; 5) можливістю настання такого випадку, коли товар перестає користуватися попитом на ринку; 6) високим операційним левериджем (операційною залежністю).

Важливість того чи іншого фактора залежить від галузі господарства з її специфічною технологією, розвитком ринків, політикою в галузі цін тощо. Деякі фактори корпорація може певною мірою регулювати, наприклад, розмір продажу, ціни на продукцію, що реалізується.

Особливе місце серед чинників, що визначають підприємницький ризик, посідає так званий операційний леверидж (*operating leverage*). Він відображає залежність прибутку від рівня постійних фіксованих витрат виробництва. До них відносять платежі за оренду приміщень, устаткування, страхування майна, платню адміністративному персоналу та ін. Високий рівень постійних витрат звичайно спостерігається у високоавтоматизованих, капіталомістких

виробництвах. Крім того, в наукоємних виробництвах з високою часткою висококваліфікованої робочої сили постійні витрати вищі через те, що в роки спаду виробництва надлишкова робоча сила не звільняється й оплачується. Прибуток корпорації з високою часткою постійних витрат чутливіший до коливань продажу.

За решти рівних умов чим вищі постійні витрати корпорації, тим вищий підприємницький ризик, оскільки навіть невелике підвищення витрат понизить дохід від основної діяльності. Фактор операційного левериджу використовується під час бюджетування капіталу. На вибір проекту інвестицій впливають багато чинників, у тому числі і розміри постійних витрат корпорації.

Змінні витрати залежать від обсягу продажу. До них відносять витрати на сировину, матеріали, послуги, пов'язані з виробництвом і реалізацією продукції, оплату робочої сили та ін. Поділ витрат на постійні і змінні є умовним. Постійні витрати можуть змінюватися за певних обставин, наприклад за умов, коли корпорація переглянула договір про оренду, витрати на оплату оренди у витратах виробництва знизилися. Водночас змінні витрати можуть не змінюватися протягом тривалого часу незалежно від обсягу продажу.

Спеціальні служби, що здійснюють контроль над витратами, дотримуються двох золотих правил. Перше правило полягає в тому, що змінні витрати слід контролювати як частку в обсязі діяльності: у разі збільшення витрат на 50 % змінні витрати також повинні зрости на 50 %, або навпаки.

Друге правило полягає в тому, що постійні витрати слід контролювати як абсолютний розмір, а не як частку в обсязі продажу. Вони не змінюються ні у випадку зростання продажу, ні за його скорочення.

Поняття «операційний леверидж» розкриває операційну залежність зростання прибутку від постійних активів і пов'язаних з ними постійних витрат виробництва. Для визначення такої залежності використовується метод, відомий у літературі як побудова графіка беззбитковості і знаходження точки беззбитковості (*break-even-point*).

Питання для самоконтролю та самоперевірки.

1. За яких умов основний капітал міжнародної корпорації набуває форми необоротних активів?
2. В чому полягає особливість захисної функції капіталу корпорації? Вкажіть відмінності між функціями капіталу.
3. Дайте характеристику внутрішніх і зовнішніх факторів формування капіталу міжнародної корпорації.
4. Коли міжнародним корпораціям слід використовувати коефіцієнт стійкості економічного зростання? Які економічні важелі компаніям слід використовувати для досягнення середнього значення коефіцієнта економічного зростання?
5. Виділіть позитивні та негативні характеристики власного (акціонерного) капіталу?
6. Дайте визначення поняття позикового капіталу міжнародної корпорації. Які позитивні характеристики позикового капіталу вам відомі?
7. Які методи (моделі) розрахунку вартості власного (акціонерного) капіталу використовують у світовій фінансовій практиці?
8. Вкажіть джерела, що відображають інформацію про β -коефіцієнт систематичного ризику?
9. Яку структуру капіталу обере компанія, якщо фінансовим ринкам притаманні компоненти недосконалості?
10. За яких умов середньозважену вартість капіталу можна використовувати в якості критерію прийнятності інвестиційного портфелю?
11. На що вказує середньозважена вартість капіталу міжнародної корпорації?
12. Поясніть, як Ф. Модільяні та М. Міллер використовують ідею арбітражу для оцінки вартості корпорації. Перелічіть основні пропозиції і теорії Ф. Модільяні та М. Міллера.
13. Який внесок був зроблений С. Россом у теорію арбітражного ціноутворення?
14. Назвіть показники, які визначають структуру капіталу.
15. Якщо ставку корпоративного податку скоротити, то яким чином це вплине на боргове фінансування діяльності міжнародної корпорації?

ТЕМА 5

ІНВЕСТИЦІЇ МІЖНАРОДНОЇ КОМПАНІЇ В РЕАЛЬНІ АКТИВИ

1. Особливості і структура інвестиційних проектів

Інвестиційні рішення корпорації поділяються на інвестиції у фінансові активи (портфельні інвестиції) та інвестиції в реальні активи (проектні інвестиції). Основними причинами, які обумовлюють необхідність вкладення в реальні активи: вирішення проблем виживання; забезпечення зростання добробуту акціонерів; оновлення техніки та технології; освоєння нової продукції та послуг для завоювання зарубіжних ринків. Це обумовлено довгостроковим цілями, які ставить перед собою будь-яка компанія.

З цією метою корпорація відновлює основний капітал на принципово новій технологічній основі. Вона розробляє проекти створення нових або реконструкції діючих виробничих потужностей. Проекти можуть різнитися термінами, напрямками й обсягами фінансування.

У літературі і на практиці вживається поняття «бюджетування капітальних вкладень» (*Capital Budgeting*). Воно відбиває економічні відносини, що виникають у корпорації з її контрагентами: фінансовими, банківськими, інвестиційними, страховими установами з приводу залучення необхідних фінансових фондів для інвестування в реальні активи.

Корпорація може одночасно здійснювати кілька проектів, тому в

короткостроковому фінансовому плануванні передбачається загальна сума довгострокових інвестицій і відповідне фінансування на даний рік.

Проект являє собою план майбутнього розвитку певної діяльності корпорації. Ця діяльність може бути спрямована на досягнення конкретно поставлених цілей. В даному випадку розглядається не абстрактний проект, а проект інвестиційний, тобто план вкладення капіталу в розвиток корпорації з метою реалізації економічних і соціальних завдань. Інвестиційний проект може передбачати реконструкцію окремих підрозділів корпорації, будівництво нових цехів, упровадження нових технологій, інформаційних систем, розвиток НДДКР. Можуть розроблятися також невеликі проекти, наприклад, щодо заміни певних верстатів. Кожний із цих проектів обмежений у часі, визначено його початок і кінець. Проект передбачає вкладення ресурсів: наукових, інтелектуальних, фінансових, матеріальних і трудових.

Проект, на відміну від циклічної діяльності, по-перше, визначає створення конкретного об'єкта, наприклад, упровадження нової інформаційної технології; по-друге, він обмежений у часі, приміром, одним роком. З погляду системного підходу проект розглядається як процес переходу від висхідного стану в кінцевий, тобто одержання необхідного результату за участі низки механізмів та за умови врахування ряду обмежень.

Вкладення капіталу в проект будівництва певного об'єкта передбачає не тільки реальне зростання основних засобів або вирішення інших завдань, а й фінансову віддачу, тобто збільшення продажу, прибутку, зміцнення або розширення конкурентної позиції.

Досягнення всіх поставлених цілей пов'язане з ризиком. Так, рішення про створення і будівництво нової дочірньої компанії у віддаленому від материнської компанії регіоні передбачає розширення ринків збуту, тобто зростання продажу. Припустимо, що інвестиційний проект розрахований на два роки. Протягом цих років кон'юнктура ринків може істотно погіршитися в цілому або для нового товару, який буде вироблятися новою дочірньою компанією. Отже, вкладені ресурси можуть не дати очікуваної віддачі або не

матимуть ніякої віддачі. Для запобігання можливому ризику здійснюється попередній аналіз проекту.

В загальному інвестиційні проекти представляють собою вкладення коштів у довгострокові реальні активи, передбачають значні початкові витрати, що тривало впливають на дохідність власників капіталу.

2. Оцінка та критерії відбору інвестиційних проектів

Оцінка інвестиційних проектів здійснюється при їх розробці або експертизі для вирішення трьох задач:

- 1) власне оцінка конкретного проекту;
- 2) обґрунтування доцільності участі у проекті;
- 3) порівняння декількох проектів і вибір найкращого з них.

Оцінка конкретного проекту передбачає:

- оцінка фінансової реалізованості проекту;
- оцінка вигоди реалізації проекту або участь у ньому з точки зору учасників проекту;
- виявлення граничних умов ефективної реалізації проекту;
- оцінка ризику, пов'язаного з реалізацією проекту, його стійкістю (збереження вигоди та фінансової результативності) за умови випадкових коливань ринкової кон'юнктури.

За результатами такої оцінки приймається рішення про реалізацію чи відхилення такого проекту.

Порівняння інвестиційних проектів здійснюється при наявності декількох альтернативних варіантів капіталовкладень. Відповідні розрахунки називаються розрахунками порівняльної ефективності. В цю групу попадають також розрахунки, які пов'язані з необхідністю відбору проектів для включення їх в інвестиційні програми. Прийняття рішення передбачає використання відповідного інтегрального показника (критерію) ефективності проектів. Слід відмітити, що в економічній теорії таких критеріїв декілька, саме тому

прийняття управлінського рішення в таких умовах потребує знань, достатніх для обґрунтування вибору конкретного та найбільш обґрунтованого з них.

Аналіз привабливості кожної операції, які здійснює міжнародна компанія здійснюється з врахуванням інтересів конкретного учасника. Фінансово-економічна оцінка повинна надаватися на основі інвестиційних проектів, що займають центральне місце в процесі обґрунтування та обрання можливих варіантів вкладення грошових коштів в операції з реальними активами.

Економічна незалежність компаній дає змогу знаходження вірних та оптимальних рішень, які ґрунтуються на визначенні економічної вигоди і може розглядатись як перспективний напрям фінансового обслуговування інвестиційного процесу. Найважливішими факторами отримання прибутку, що забезпечує стійке розширене відтворення у часі, є вкладення у майбутній капітал і використання діючого. Тому, метою обґрунтування ефективності інвестицій є з'ясування перспектив, створення інформаційної і теоретичної бази для прийняття управлінських рішень щодо майбутнього розвитку компанії.

Оцінка ефективності інвестицій зводиться до аналізу майбутнього за прогнозними показниками з використанням методів визначення прогнозних оцінок продажу, прибутків і витрат. При цьому, значення такому «перспективному» аналізу приділялась увага ще в умовах планово-розподільчої економіки.

Проведення аналізу ефективності інвестицій, перш за все – це пошук, розрахунок інвестицій, що надають змогу не тільки компенсувати витрати від зростання рівня інфляції, зміни валютного курсу, але й отримати прибуток з можливих вкладень в основний капітал, отримати від капіталу більший дохід, ніж тільки відсотки банку, збільшити прибуток на вкладений капітал. Це досягається в наслідок вирішення визначеного взаємопов'язаного набору аналітичних завдань.

З точки зору економічних інтересів міжнародної корпорації доцільність інвестицій розглядається як в поточному, так і в динамічному аспекті, тобто протягом певного періоду використання майна і активів з врахуванням фактора

вартості грошей в часі. При цьому, основною особливістю аналізу ефективності інвестицій є забезпечення двох основних умов:

- віддача на вкладенні грошові кошти;
- покриття інвестиційних витрат.

Проведення оцінки ефективності інвестицій є досить складною процедурою, яка зумовлена дією низки факторів:

по-перше, інвестиційні витрати можуть здійснюватись одноразово;

по-друге, отримання результатів від реалізації інвестиційного проекту є досить тривалою процедурою;

по-третє, здійснення довгострокового фінансування призводить до зростання невизначеності при оцінці всіх аспектів інвестицій, а також ризику помилок.

Умовами позитивної оцінки інвестиційного проекту є його організаційно-технічне впровадження з фінансової точки зору, а також прийнятність часового періоду для осіб, які приймають рішення щодо інвестування. Позитивна оцінка фінансових аспектів вимагає обрання найбільш привабливих альтернатив проекту з можливих в умовах невизначеності, а також побудова стратегії управління критичними параметрами проекту. Важливою складовою оцінки фінансових аспектів проекту є визначення потоків фінансових ресурсів, необхідних для інвестування, пуску та експлуатації, виявлення фінансових ресурсів, доступних з точки зору вартості та часу.

Під час аналізу виявляється ефективність впровадження прогресивного технологічного обладнання, а також зростання прибутку за рахунок скорочення витрат на утримання та експлуатацію обладнання, які зростають повільнішими темпами, ніж обсяг виробництва.

Наявність цих факторів вимагає застосовувати різні методи оцінки ефективності реальних інвестицій, які дають можливість приймати обґрунтовані рішення з мінімально можливим рівнем похибки. Від об'єктивності та всебічності оцінки, залежать строки повернення вкладеного капіталу та темпи розвитку як самої корпорації так і її дочірніх компаній.

3. Методи оцінки інвестиційних проектів

Одним із основних і найбільш використовуваних, особливо у міжнародній практиці, методів оцінки якості інвестиційних проектів виступає метод чистої (приведеної, поточної) вартості. Цей метод заснований на розрахунку величини можливого приросту вартості компанії в результаті реалізації інвестиційного проекту.

Розрахунок чистої поточної вартості (NPV)

Даний метод оцінки ефективності інвестицій базується на визначенні чистої поточної вартості, на яку зростатиме значна вартість компанії внаслідок реалізації інвестицій, беручи до уваги те, що кожна компанія намагається максимізувати свою цінність.

Оскільки показник чистої поточної вартості одна з основних характеристик грошового потоку, то *NPV* у всіх випадках визначається застосуванням методу дисконтованих грошових потоків. При цьому, прийняття рішення в багатьох випадках здійснюється на основі значення даного показника.

Метод розрахунку рентабельності інвестицій (PI)

У даному методі загальний підхід до оцінки інвестиційного проекту полягає у зіставленні поточної вартості щорічних грошових надходжень, очищених від інвестицій з поточною вартістю інвестованих коштів, що дозволяє зіставити дві частини чистої поточної вартості (*NPV*) – дохідну та інвестиційну.

Рентабельність інвестицій це відношення суми приведених ефектів до величини капіталовкладень і розраховується за формулою:

$$PI = \left[\sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+d)^t} \right] / K_0 ; \quad (6.7)$$

де: K_0 – початкові капітальні витрати; CF_t – грошові поступлення в періоді t , які будуть отримані за допомогою даних капіталовкладень;

або

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+d)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{K_t}{(1+d)^t}}. \quad (6.8)$$

У випадку, коли капітальні інвестиції здійснюються протягом певного терміну часу, то значення K_0 можна розрахувати за такою формулою:

$$K_0 = \sum_{t=0}^n \frac{K_t}{(1+d)^t}. \quad (6.9)$$

Розрахунок рентабельності інвестицій (PI) свідчить про рівень ефективності при одному обмеженні – при прийнятій нормі дисконту. Недоліком даного методу оцінки ефективності інвестиційного проекту є те, що він не може використовуватись як критерій ранжирування варіантів інвестування, оскільки даний показник не досить точний, так як процес його визначення пов'язаний з високим рівнем суб'єктивізму при віднесенні потоків грошових надходжень до чисельника або знаменника формули.

Внутрішня норма прибутковості (рентабельності) (IRR).

У методі внутрішньої норми прибутковості використовується концепція дисконтованої вартості. Показник IRR є тією нормою дисконту, за якою величина приведених ефектів дорівнює приведеним капітальним витратам. Сутність даного методу полягає у визначенні такої ставки дисконтування, за якою поточна вартість доходів, очікуваних від реалізації інвестицій, буде дорівнювати поточній вартості необхідних грошових вкладень.

Даний показник є максимальним рівнем вартості залучених для здійснення проекту джерел фінансування, коли сам проект залишається беззбитковим, припускаючи використання вільних грошових коштів, отриманих від проекту за ставкою, яка дорівнює внутрішній нормі прибутку (IRR), на погашення заборгованості. Відтак, економічна природа внутрішньої норми прибутку (IRR) це максимальний відсоток за фінансові ресурси, які можна виплатити за термін, що дорівнює життєвому циклу проекту, за умови здійснення проекту за рахунок цих ресурсів. Це дає можливість

використовувати внутрішню норму прибутку (*IRR*) для визначення доцільності залучення кредитних ресурсів.

Внутрішня норма прибутковості (*IRR*) визначається аналітично, як граничне значення рентабельності, яке забезпечує рівність нулю інтегрального ефекту, розрахованого за економічний термін життя проекту. На практиці *IRR* визначають підбором різних граничних значень рентабельності. Отже, процес розрахунку норми дохідності ґрунтується на пошукові величини процентної ставки методом інтерпретації послідовних наближень.

IRR узагальнює те значення d , при якому *NPV* буде дорівнювати нулю. Тобто, метод *IRR* визначається як ставка, за якою надходження і витрачання грошових коштів збігаються. Таким чином, внутрішня норма прибутку *IRR* визначається, як норма дисконту, що прирівнює теперішню вартість сподіваних грошових прибутків інвестиційного проекту до теперішньої вартості грошових витрат даного проекту, що можна подати такою рівністю:

$$PV(\text{прибутків}) = PV(\text{інвестиційні витрати}); \quad (6.10)$$

де: *PV* – теперішня вартість (present-value).

Іншими словами внутрішня норма рентабельності є результатом розв'язку такого рівняння:

$$\sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} = 0; \quad (6.11)$$

де: *IRR* – внутрішня норма прибутку, яка дорівнює d (нормі дисконту), що прирівнює суму теперішніх вартостей $CF_1 - CF_t$, до витрат за інвестиційним проектом.

Модифікована внутрішня норма прибутковості (рентабельності) (MIRR).

Модифікована внутрішня норма прибутковості (*Modified Internal Rate of Return*) – це ставка в коефіцієнті дисконтування, яка врівноважує притоки і відтоки коштів за проектом. Всі грошові потоки доходів приводяться до майбутньої (кінцевої) вартості за середньозваженою вартістю капіталу, додаються, сума приводиться до теперішньої вартості за ставкою внутрішньої норми рентабельності; з теперішньої вартості доходів віднімається справжня

вартість грошових витрат і обчислюється чиста поточна вартість проекту, яка зіставляється з дійсною вартістю витрат. Метод дає більш правильну оцінку ставки реінвестування і знімає проблему множинності ставки рентабельності:

$$\sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1+d)^t} = \frac{\sum_{t=0}^n CIF_t(1+d)^{n-t}}{(1+MIRR)^t} \quad (6.13)$$

де: COF_t – витрати грошових коштів в t -му періоді; CIF_t – надходження грошових коштів в t -му періоді; d – вартість джерела фінансування проекту; n – тривалість проекту.

З даної формули випливає, якщо термінальна вартість перевищує суму дисконтованих потоків витрат грошових коштів, критерій ($MIRR$) завжди має одне значення і тому може використовуватись замість критерію (IRR) для нестандартних потоків грошових коштів. Проект може бути прийнятим лише у тому випадку, якщо ($MIRR > WACC$) – ціни джерела фінансування проекту.

Інакше формула (6.12) може бути представлена у наступному вигляді:

$$MIRR = \sqrt[n]{\frac{\sum_{t=0}^n \frac{CIF_t}{(1+WACC)^{n-t}}}{\sum_{t=1}^n \frac{COF_t}{(1+d)^t}}} - 1. \quad (6.14)$$

Термін окупності інвестицій PP.

Термін окупності інвестицій (PP) є джерелом отримання додаткової інформації при оцінці інвестиційних проектів, що дозволяють знижувати ризик невдалого вкладання коштів.

При схильності інвестицій до високого ступеню ризику, інвестори зацікавлені у скорішому терміні окупності вкладеного капіталу, оскільки, чим швидкий термін окупності, тим менший ступінь ризику інвестування.

Під терміном окупності інвестиційного проекту розуміють проміжок часу від моменту початку його реалізації до того моменту експлуатації об'єкта, у якому доходи від експлуатації дорівнюватимуть початковим інвестиціям (капітальним і експлуатаційним витратам).

4. Альтернативні методи оцінки інвестиційних проектів

Міжнародною практикою накопичений великий досвід по розробці і використанню кількісних методів аналізу та оцінки привабливості інвестиційних проектів. В їх основу покладено порівняння вигод (доходу, прибутку) з капітальними витратами. За допомогою критеріальних показників (прибутковості, безпеки, терміну окупності, фінансової реалізованості та ін..) можливо вибрати проекти для подальшого розгляду інвестором, експертом, аналітиком і т. д.

В умовах ринкової економіки критерієм привабливості проекту служить рівень прибутковості, отриманої на вкладений капітал. Під рентабельністю (прибутковістю) проекту розуміють не просто приріст капіталу, а такий темп його приросту, який повністю компенсує купівельну спроможність грошей протягом аналізованого періоду, забезпечує прийнятний рівень прибутковості і покриває витрати інвестора, пов'язані з реалізацією інвестиційного проекту.

Проблема оцінки привабливості проекту для інвестора полягає у визначенні його прибутковості.

У практиці діяльності зарубіжних корпорацій часто використовують коефіцієнт ефективності інвестицій (*облікова норма прибутку – ARR*). Його розраховують діленням середньорічного чистого прибутку на середню величину інвестицій за розрахунковий період, якщо допускають наявність залишкової (ліквідаційної) вартості основного капіталу, то оцінку враховують у розрахунках. Середню величину інвестицій встановлюють шляхом розподілу вихідної суми капіталовкладень на два, якщо припускають, що після закінчення терміну реалізації проекту всі капітальні витрати будуть списані.

Найбільш поширений алгоритм розрахунку коефіцієнта ефективності інвестицій має вигляд:

$$ARR = \frac{PN}{0,5(IC + RV)} * 100, \quad (6.17)$$

де: *ARR* – коефіцієнт ефективності інвестицій, %; *PN* – середньорічний чистий прибуток; *RV* – залишкова вартість основного капіталу; *IC* – середня величина інвестицій (капіталовкладень).

Даний показник найчастіше порівнюють з коефіцієнтом рентабельності

всього авансованого капіталу (ROA):

$$ROA = \frac{PN}{A} * 100, \quad (6.18)$$

де: ROA – коефіцієнт рентабельності авансованого капіталу, %; PN – середньорічний чистий прибуток; A – середня вартість активів за розрахунковий період.

Основне правило: $ARR > ROA$.

Цей метод має дві характерні риси: по-перше, він не припускає дисконтування показників доходу, по-друге, доход характеризується показником чистого прибутку PN (прибуток за мінусом відрахувань у бюджет). Алгоритм розрахунку винятково простий, що і визначає широке використання цього показника на практиці.

Бухгалтерська рентабельність інвестицій ROI являє собою узагальнену формулу аналізу прибутковості довільних інвестицій в активи. Цей показник розраховується у такий спосіб:

$$ROI = \frac{\text{Прибуток} + (C_1 - C_{np.})}{C_{np.}} * 100\%, \quad (6.19)$$

де: *прибуток* – доходи, отримані за час володіння активом; C_1 – ціна, за якою був придбаний актив; $C_{np.}$ – ціна, по якій був проданий (або може бути проданий) актив після закінчення терміну володіння (корисного використання).

При аналізі фінансової звітності компаній терміном ROI часто називають або групу фінансових показників, що характеризують рентабельність різних складових капіталу, або показник рентабельності інвестованого капіталу ($ROIC$).

Середня норма рентабельності, ARR' (*Average rate of return*) показує прибутковість проекту як відношення між середньорічними надходженнями від його реалізації і величиною початкових інвестицій. Даний показник розраховується за формулою:

$$ARR' = \frac{\left(\sum_{t=1}^n CF_t \right)}{\frac{n/12}{K_0}}, \quad (6.20)$$

де: CF_t – чистий грошовий потік (обсяг доходу (прибутку) періоду t ; n – життєвий

цикл інвестиційного проекту; K_0 – початкові інвестиції.

Дані показники зорієнтовані на оцінку прибутковості інвестицій на основі не грошових поступлень, а саме бухгалтерського показника – доходу (прибутку) компанії. Розрахунок проводиться на основі обсягу прибутку до відсоткових та податкових платежів $EBIT$ або після податкових, але до сплати відсоткових платежів $[EBIT(1 - t)]$, де t – ставка податку на прибуток.

Показник ARR (ARR') розраховуються в інший спосіб ніж показники ефективності інвестиційного проекту, саме тому вони найбільш використовуються при порівнянні діяльності підрозділів компанії.

5. Портфель реальних інвестиційних проектів

Більшість компаній обирають одночасно декілька об'єктів реального інвестування і формують інвестиційний портфель у відповідності до розробленої інвестиційної стратегії. Формування такого портфелю включає у себе декілька стадій:

- пошук інвестиційних проектів;
- первинна обробка та відбір проектів;
- фінансовий аналіз та кінцевий вибір проектів.

Пошук потенційних інвестиційних проектів має важливе значення для кінцевого успіху реалізації капіталовкладень, оскільки забезпечує компанію інформацією про проекти, що готові до проведення техніко-економічного обґрунтування прийняття рішення.

На стадії первинної обробки даних за проектами збирається необхідна інформація, для чіткого формулювання, розгляду і оцінки бізнес-плану інвестиційних проектів. Первинна обробка ґрунтується на якісній оцінці аспектів, що стосуються життєздатності інвестиційного проекту, ступеня його розробленості та забезпеченості основними факторами виробництва та запланованими джерелами його фінансування, рівнем інвестиційного ризику.

Фінансовий аналіз та кінцевий вибір інвестиційних проектів передбачають:

- класифікацію проектів;
- проведення фінансового аналізу та співставлення його результатів з критеріями відбору;
- визначення доступності інвестиційного проекту з точки зору бюджету компанії.

Сучасний підхід до фінансового аналізу інвестиційних проектів зорієнтовано головним чином на максимізацію прибутковості компанії та акціонерів. Подібно ціні акцій, що відображає добробут акціонерів і представляє поточну вартість майбутніх доходів, вартість капітальних вкладень визначається як перевищення майбутніх доходів над поточними і майбутніми витратами.

Результати фінансового аналізу обумовлюються правильним вибором того чи іншого критерію, який використовується для оцінки економічної ефективності проекту, що включається до портфелю інвестиційних проектів компанії. Достатньо складною і важливою проблемою при цьому виступає протиріччя відповідних критеріїв, коли відносно одного проекту можуть виникнути діаметрально протилежні висновки залежно від того, який критерій виступатиме базовим.

Якщо розглядається одичний інвестиційний портфель, то критерій *NPV* і *IRR* дають однаковий результат. Для позитивного значення чистої поточної вартості його внутрішня норма рентабельності буде перевищувати середньозважену вартість капіталу ($NPV > 0, IRR > WACC$).

6. Ризик та ефективність міжнародних капіталовкладень

Інвестиційні рішення в сфері міжнародного бізнесу пов'язані із значними витратами фінансового характеру, проте, ні менеджери ні керівництво компанії не впевненні в одержанні запланованих доходів, тобто стикаються із невизначеною ситуацією у майбутньому. Ступінь невизначеності ще більше посилюється в умовах здійснення різних операцій в масштабах міжнародного бізнесу та зарубіжного інвестування.

Процеси, які виникають у сучасному глобальному просторі, зміна умов

діяльності компаній вимагають переорієнтації їх принципів роботи на аналіз та оцінку різноманітних зовнішніх і внутрішніх факторів, що впливають на ефективність їх діяльності. Враховуючи світову практику аналізу ризиків інвестиційних проектів для аналізу фактора ризику при здійсненні інвестиційних операцій використовують аналітичні методи кількісного аналізу ризику. До таких методів зокрема, відносять аналіз чутливості реагування впливу різних факторів на кінцевий підсумок діяльності.

Аналіз чутливості (називається також аналізом уразливості) являє собою техніку розрахунків, що показують, на скільки зміниться показник чистої приведеної вартості за умови, що змінюється тільки одна змінна за незмінності всіх інших. Як вихідні змінні звичайно беруть: обсяг продажу, ціну одиниці виробу, змінні витрати одиниці виробу, ціну капіталу й інші показники. Визначається також базовий показник чистої приведеної вартості за умови нульових змін змінних для порівняння з отриманими результатами. Аналіз починається з обґрунтування базового показника, а також його складових, тобто який буде показник чистої приведеної вартості, якщо обсяг продажу (або інша змінна) зростає (скоротиться).

Аналіз чутливості проекту визнається простою операцією, яка піддається алгоритмізації. Алгоритм проведення аналізу чутливості інвестиційного проекту передбачає:

- визначення змінних, які впливають на чисту поточну вартість (*NPV*) проекту;
- встановлення аналітичної залежності чистої теперішньої вартості (*NPV*) від впливу зміни однієї змінної проекту за незмінності інших значень;
- розрахунок критичних значень впливу зміни змінної величини, на величину відхилення одержаної (*NPV*) від встановленої базової та оцінка чутливості (*NPV*);
- розрахунок еластичності (*NPV*) проекту;
- визначення критичного значення змінної і можливого допустимого її відхилення від базового значення (*NPV*).

Е. Хелферт зазначає, що зміст аналізу чутливості полягає у виборі деяких впливових факторів і аналізу наслідків та коливань¹². Аналогічної думки притримується В. Верба зазначаючи, що метою аналізу чутливості є використання змін заданих параметрів для визначення життєздатності проекту в умовах невизначеності¹³. Отже, аналіз чутливості дозволяє судити про наслідки невід’ємної невизначеності в проектах.

Показником чутливості проекту до зміни заданих змінних інвестиційного проекту є еластичність чистої поточної вартості. Так, В. Верба пропонує виконати розрахунок еластичності (NPV) розв’язавши рівняння за такою формулою¹⁴:

$$E_{NPV} = \frac{(NPV_1 - NPV_2)}{(NPV_1 + NPV_2) \div 2} \bigg/ \frac{(Z_1^n - Z_2^n)}{(Z_1^n + Z_2^n) \div 2} ; \quad (6.21)$$

де: E_{NPV} – еластичність чистої поточної вартості проекту; NPV_1 – базове значення NPV ; NPV_2 – нове значення NPV ; Z_1^n – первісне значення n -ої зміни; Z_2^n – кінцеве значення n -ої зміни.

Питання для самоконтролю та самоперевірки.

1. Що означає термін «бюджетування капітальних вкладень»? У чому полягає специфіка грошового бюджетування?
2. Охарактеризуйте структуру інвестиційного проекту міжнародної корпорації.
3. Чому саме у міжнародному інвестиційному проектуванні важливим процесом виступає оцінювання грошових потоків?
4. Дайте детальну характеристику руху грошових коштів інвестиційного проекту.
5. Вирішення яких задач передбачає оцінка інвестиційних проектів?
6. На яких рівнях проводиться оцінка грошових потоків за міжнародними інвестиціями?

¹² Техніка фінансового аналізу. 10-е изд./ Э. Хелферт. – СПб.: Питер, 2003. – С. 197.

¹³ Верба В.А., Загородніх О.А. Проектний аналіз: Підручник / В.А. Верба, О.А. Загородніх. – К.: КНЕУ, 2000. – С. 147.

¹⁴ Верба В.А., Загородніх О.А. Проектний аналіз: Підручник / В.А. Верба, О.А. Загородніх. – К.: КНЕУ, 2000. – С. 149.

7. У чому полягає різниця загальнокорпоративних простих від проектних грошових потоків?
8. Які грошові потоки пов'язані з реалізацією інвестиційного проекту?
9. З якою метою при визначенні (аналізі) грошових потоків корпорації, що відносяться до конкретного інвестиційного проекту, амортизаційні відрахування спочатку віднімаються, а потім додаються?
10. З якою метою здійснюється порівняння інвестиційних проектів?
11. Дайте визначення та характеристику методів оцінки інвестиційних проектів.
12. У чому полягають причини, що зумовлюють розбіжності у поглядах вибору критерію оцінки інвестиційного проекту NPV між теоретиками фінансового менеджменту та практикаками?
13. Що визначає модифікована внутрішня норма прибутковості (MIRR)? Вкажіть, які основні протиріччя виникають при розрахунках NPV і IRR?
14. У чому полягає різниця між IRR і MIRR? Які переваги перед IRR має MIRR?
15. Яка різниця між методом скоригованої ставки дисконтування з урахуванням фактору ризику і методом безризикового еквівалента?

ТЕМА 6

УПРАВЛІННЯ ФІНАНСОВИМИ РЕСУРСАМИ МІЖНАРОДНОЇ КОМПАНІЇ

1. Особливості формування фінансових ресурсів міжнародної компанії

Управління фінансовими ресурсами для міжнародних компаній становить особливу складність. Материнська компанія і кожне її дочірнє підприємство повинні мати достатньо грошей, щоб здійснювати звичайну діяльність і покривати непередбачені грошові потреби. Крім того, компанія повинна стежити за обсягами всіх валют, в яких вона і її дочірні компанії здійснюють свої транзакції. У міжнародних компаніях часто практикується

централізоване управління грошовими операціями і неттінг. Це здійснюється з метою управління залишками грошових коштів, зменшення витрат на конвертацію валюти та мінімізації ризиків негативних змін обмінних курсів.

Реалізація таких основних цілей міжнародного фінансового менеджменту, як максимізація вартості компанії, зростання прибутковості, мінімізація ризиків діяльності, забезпечується завдяки чіткому визначенню фінансових методів і інструментів управління фінансовими потоками. Фінансові менеджери міжнародних компаній повинні оцінювати ефективність капіталовкладень з урахуванням особливих вимог міжнародного бізнесу. Стандартні критерії оцінки інвестицій, такі як чиста приведена вартість, внутрішня норма дохідності і період окупності, повинні коректуватися з урахуванням відмінностей в ризиках, законодавчих обмежень на рух капіталу і різного роду платежів між материнською компанією і її дочірніми підприємствами, які не впливають на величину генерованого інвестиційним проектом грошового потоку.

Міжнародні компанії мають складну структуру фінансових потоків, які представляють собою кругообіг фінансових активів і зобов'язань. Їх головними особливостями є: 1) трансграничний характер; 2) мультвалютність; 3) багаторівневність, яка складається з руху ресурсів зарубіжних філіалів і дочірніх компаній з рухом ресурсів материнської компанії в цілому; 4) інтегрованість, яка представляє собою жорсткий взаємозв'язок фінансових потоків.

Рух фінансових потоків багато в чому залежить від формування її фінансових ресурсів. Фінансові ресурси міжнародної компанії – це власні та залучені грошові кошти, які визначають потенційні можливості корпоративної мережі.

Використовуючи методи оцінки капіталовкладень, фірми спрямовують свої фінансові ресурси на національні та закордонні проекти, що обіцяють максимальну віддачу. Виявивши такі прибуткові можливості, фірми повинні знайти достатній для їх фінансування капітал. Для цього вони можуть вдатися до внутрішніх або зовнішніх джерел. При цьому міжнародна корпорація прагне

мінімізувати свою глобальну вартість капіталу, одночасно зводячи до мінімуму валютний ризик, політичний ризик і глобальне податкове навантаження¹⁵

На можливість материнської компанії переміщати кошти між своїми дочірніми компаніями можуть вплинути два правових обмеження. По-перше, якщо материнська компанія є не єдиним засновників дочірнього підприємства, вона повинна дотримуватися прав інших його акціонерів. Будь-який внутрішньокорпоративний переказ коштів повинен здійснюватися відповідно до принципів чесного ринку. Це гарантує, що материнська компанія не буде своїми внутрішніми операціями перекачувати з дочірнього підприємства весь прибуток, діючи на шкоду інтересам інших засновників. Якщо ж дочірнє підприємство повністю належить фірмі, проблеми переказу коштів не виникає.

По-друге, деякі країни накладають обмеження на репатріацію прибутків, тим самим перешкоджаючи внутрішньокорпоративному переміщенню грошових коштів. Втім, якщо материнська компанія не може перевести собі гроші у формі дивідендів, вона може перемістити їх у формі позик іншим дочірнім компаніям.

Як варіант, материнська компанія може отримувати грошові кошти від дочірнього підприємства, стягуючи з неї ліцензійну винагороду за користування своїми торговими марками, авторськими правами або патентами або передбачаючи відрахування на покриття загальнокорпоративних або адміністративних витрат.

З інструментами фондового ринку пов'язана можливість активізації ще одного важливого виду внутрішнього фінансування – субординований борг. Субординований борг представляє собою схему емісії та розміщення корпорацією короткострокових і довгострокових цінних паперів серед акціонерів та персоналу.

2. Вибір джерел фінансування з врахуванням їх ризику

Міжнародні компанії мають потреби в короткостроковому фінансуванні

¹⁵ «Generation of Huge Changes», Financial Times, February 2, 2000, p. III.

та довгостроковому фінансуванні. Звичайно потреба в обіговому (робочому) капіталі задовольняється за рахунок короткострокових фондів, а інвестиційні програми – за рахунок довгострокових запозичень. Але фінансова стратегія корпорації може передбачати і використання частини довгострокових ресурсів для задоволення потреб приросту обігового капіталу.

Головними детермінантами стратегії короткострокового фінансування є витрати на ресурси та оцінка ризику.

Можна визначити кілька цілей, якими керується міжнародна компанія, вирішуючи, де і яку валюту позичати:

1) *звести до мінімуму очікувані витрати*. Такий підхід ігнорує ризик. Вибір позичання в даному випадку оцінюється на індивідуальній основі без урахування взаємозв'язку між готівковими надходженнями за кредитами та готівковими надходженнями від операцій філіалу. У випадку форвардних контрактів ігнорування ризику може бути виправдане. В інших випадках, якщо ризик впливає на оперативні надходження готівки компанії, правомірність такого підходу є проблематичною;

2) *зменшити до мінімуму ризик безвідносно до витрат*. Зрозуміло, що в такому випадку компанія має перерозподілити всі ресурси та інвестиційні програми на користь державних цінних паперів. Це суперечить інтересам акціонерів, які прагнуть більших прибутків, та практично нереально, оскільки зникає сама основа міжнародної виробничої діяльності;

3) *враховувати очікувані витрати та систематичний ризик*. Як і в першому випадку, це дає змогу компанії оцінювати різні кредити без розгляду взаємозв'язку між надходженням готівки за кредитами та поточним надходженням готівки від діяльності філіалу. Але на практиці існує невелика різниця між очікуваними витратами на запозичення з урахуванням систематичного ризику та без його врахування;

4) *враховувати очікувані витрати та загальний ризик*. Такий підхід базується на прагненні уникнути потенційно значних витрат від будь-яких фінансових потрясінь, проблем. У практичному плані він передбачає пріоритет

стабільності надходження готівкових ресурсів над метою досягати якомога більшої прибутковості.

3. Управління грошовими потоками міжнародної компанії

В процесі кругообігу короткострокові активи та короткострокові пасиви міжнародної компанії приймають грошову форму, утворюючи грошові потоки, які дозволяють формувати фінансові результати компанії. Сьогодні управління грошовими потоками у світовому господарстві набуває важливого значення, воно повинно забезпечити безперебійне поступлення грошових коштів за товари та послуги, що реалізуються, а також мінімізувати короткострокові позики, підтримувати здатність компанії своєчасно виконувати зобов'язання.

Грошовий потік представляє собою сукупність розподілених за окремими інтервалами часу розглядає мого періоду поступлень та виплат грошових коштів, генерованих господарською діяльністю підприємства, рух яких пов'язаний з факторами часу, ризику та ліквідності¹⁶.

- ність міжнародної компанії;
- зміна дебіторської заборгованості повинна співпадати з темпами росту виручки від реалізації.

Економіко-математична модель грошових потоків, розроблена А. Мамедовим, має наступний вигляд¹⁷:

$$\frac{\left[\sum_{n=1}^N (CF)_t^n \times S_t^n \right]}{\sum_{n=1}^N V_t^n \times S_t^n} = \left[\frac{T_t^n}{V_t^n} + \frac{A_t^n}{V_t^n} - \frac{B_t^n}{V_t^n} + \frac{L_t^n}{V_t^n} \right] \times \alpha \rightarrow \min ,$$
$$\begin{cases} \frac{\Delta A_t^n}{\Delta A_t^n} = 1; \\ \frac{\Delta B_t^n}{\Delta B_t^n} = 1; \\ \frac{\Delta V_t^n}{\Delta V_t^n} = 1, \end{cases} \quad (7.6)$$

¹⁶ Бланк И.А. Финансовый менеджмент: Учебный курс. – 2-е изд., перераб. и доп. – К.: Эльга, Ника-Центр, 2004. – С. 469.

¹⁷ Мамедов А.О. Международный финансовый менеджмент в условиях глобального финансового рынка / Артур Оскарович Мамедов; под ред. проф. В.А. Слепова. – М.: Магистр, 2007. – С. 198.

де: $(CF)_t^n$ - грошовий потік n-ої дочірньої компанії в місцевій валюті в момент часу t ; L_t^n - гроші у функціональній валюті на банківських рахунках n-ої дочірньої компанії; α - коефіцієнт; S_t^n - курс функціональної валюти, використовуваний n-ою дочірньою компанією; V_t^n - виручка n-ої дочірньої компанії у функціональній валюті; A_t^n - дебіторська заборгованість n-ої дочірньої компанії у функціональній валюті; B_t^n - кредиторська заборгованість n-ої дочірньої компанії у функціональній валюті; T_t^n - товарно-матеріальні запаси n-ої дочірньої компанії у функціональній валюті.

Економічний зміст даної моделі полягає у наступному: оптимізація грошових потоків досягається мінімізацією їх відношення до загальної виручки за двох існуючих обмежень. По-перше, повинні співпадати темпи зміни дебіторської і кредиторської заборгованості. По-друге, темп зміни виручки повинен дорівнювати темпу зміни дебіторської заборгованості.

4. Управління короткостроковими активами і пасивами міжнародної компанії

Основними об'єктами управління короткостроковими активами міжнародної компанії виступають грошові потоки, товарно-матеріальні запаси, дебіторська заборгованість, а управління пасивами – короткострокові банківські кредити, кредитні лінії, кредиторська заборгованість перед постачальниками. Вплив на кожен такий об'єкт має специфічні завдання, при вирішенні яких досягається стратегічна мета – максимізація прибутку і ринкової вартості капіталу при мінімізації використовуваних ресурсів.

Структура короткострокових активів та пасивів має свою специфіку:

1) в консолідованій звітності такі активи та пасиви формуються з показників структурних підрозділів;

2) структура короткострокових активів і пасивів структурних підрозділів визначається не тільки специфікою їх діяльності, але й об'єктом управління материнської компанії, виходячи з мети її фінансової політики;

3) короткострокові активи і пасиви як структурних підрозділів, так і консолідовані у звітності материнської компанії, підпадають під дію валютних ризиків і повинні враховуватись з урахування динаміки валютних курсів.

У фінансовій літературі спостерігається розмежування таких понять, як

«оборотний капітал» та «короткострокові активи та пасиви». Ч. Лі та Дж. Фіннерті зазначають, що оборотний капітал – це вираження в грошових одиницях поточних активів компанії, які включають грошові кошти, цінні папери, товарно-матеріальні запаси і дебіторську заборгованість¹⁸. Е. Енай припускає, що визначення оборотного капіталу повинно охоплювати не тільки запаси, кошти на банківських рахунках і дебіторську заборгованість, але й поточні пасиви, які представляють собою вимоги до компанії. Різниця між короткостроковими активами та пасивами є оборотним капіталом компанії¹⁹. Показник чистого оборотного капіталу характеризує запас ліквідності міжнародної компанії. Надлишкова величина оборотного капіталу свідчить про неефективне використання ресурсів компанії.

Основними задачами управління оборотним капіталом міжнародної компанії виступають: визначення обсягу оборотного капіталу в цілому по корпоративній структурі, виходячи з особливостей діяльності, рівня оподаткування в країнах їх знаходження, прогнозування динаміки валютних курсів; встановлення обсягу окремих компонентів оборотного капіталу, а також їх розподіл між структурними підрозділами, визначення способів фінансування.

Оборотний капітал включає всі активи і пасиви міжнародної компанії, проте, важливе значення приділяється таким важливим компонентам: 1) гроші на банківських рахунках; 2) товарно-матеріальні запаси; 3) дебіторська заборгованість; 4) кредиторська заборгованість. Важливе значення в управлінні оборотним капіталом надається материнській компанії, оскільки, вона здійснює регулювання кількісного значення поточних активів і пасивів структурних підрозділів. Таке регулювання відбувається шляхом використання основних підходів в управлінні оборотним капіталом. Методи управління оборотним капіталом подано в таблиці 7.2.

¹⁸ Ли Ч. Финансы корпораций: теория, методы и практика. / Ч. Ли, Дж. Финнерти. М.: ИНФРА-М, 2000. – С. 479.

¹⁹ Eney E. Applying relative Solvency to working capital management: The Break-Even Approach. 2005.- [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ssrn.com.

5. Управління довгостроковими активами і пасивами міжнародної компанії

Головною метою управління довгостроковими активами є забезпечення оптимальної трансформації власного капіталу та залучених ресурсів (пасиви компанії), у високо ефективні активи. У міжнародній фінансовій практиці під управлінням довгостроковими активами та пасивами розуміють процес бюджетування капіталовкладень, що обумовлює бюджетування інвестиційних проектів як основу управління довгостроковими активами.

Існують точки зору, згідно яких власні і залучені фінансові ресурси компанії в процесі управління активами трансформуються у капітал. Це зумовлює доцільність аналізу кругообігу капіталу міжнародної компанії. Такий аналіз виступає важливою складовою міжнародного фінансового менеджменту, оскільки міжнародні компанії мають диверсифіковану структуру активів, які оцінюються за міжнародними методиками.

В загальному алгоритм управління активами міжнародної компанії включає такі етапи: 1) пошук перспективних напрямів інвестування, що забезпечать рентабельність вкладених фінансових ресурсів; 2) розробка інвестиційних проектів; 3) дослідження фінансових показників альтернативних інвестиційних проектів; 4) аналіз фінансових ризиків, в тому числі країнних і валютних; 5) прийняття інвестиційних рішень; 6) аналіз поточних фінансових показників.

Основним методом управління довгостроковими активами виступає бюджетування капіталу, що представляє собою діяльність міжнародної компанії по складанню бюджету інвестицій і аналізу їх окупності. Задачею фінансового менеджменту є вибір такої форми інвестування вільних фінансових ресурсів, яка б забезпечила максимально вигідне використання коштів акціонерів.

Процес бюджетування складається з наступних стадій:

- виявлення інвестиційних можливостей міжнародної компанії;

- вибір і аналіз необхідної інформації для оцінки перспектив здійснення конкретних інвестиційних проектів;
- співставлення результатів оцінки можливих інвестиційних проектів і вибір оптимального з них;
- реалізація інвестиційного проекту;
- контроль за його реалізацією.

У процесі проведення аналізу інвестиційного проекту, що враховує інтереси суб'єктів інвестиційної діяльності, слід передбачати оцінку проекту з одночасним здійсненням аналізу його ефективності. Етапи проведення аналізу ефективності інвестиційного проекту на підприємствах наведено на рисунку 7.10.

Виявлення інвестиційних можливостей міжнародної компанії здійснюється на основі загальної корпоративної стратегії, яка включає плани реалізації її конкурентних переваг, формування нових напрямків техніко-економічного розвитку, розширення продажу, в тому числі за рахунок використання результатів НДДКР. Для оцінки інвестиційних проектів важливе значення приділяється аналізу розвитку товарних ринків конкретних країн і процесу фінансової глобалізації.

Насамперед проводиться організаційно-технічний аналіз, що передбачає обґрунтування технічного впровадження проекту та визначення рівня його капітальних і поточних витрат²⁰. Основне завдання даного аналізу – вироблення функціональної схеми та фізичного плану компанії, необхідних для випуску конкретної продукції, а також визначення величини інвестиційних та експлуатаційних витрат.

6. Фінансовий менеджмент у сфері прямих іноземних інвестицій

Поява та розвиток міжнародних компаній безпосередньо пов'язані з їхньою зарубіжною інвестиційною діяльністю. Міжнародний рух

²⁰ Верба В.А. Проектний аналіз: Підручник. – К.: КНЕУ, 2000. – С. 184.

підприємницького капіталу, зокрема прямі іноземні інвестиції, стали базою для формування всесвітньої системи філіалів і міжнародного виробництва компаній.

Відповідно до визначення, прийнятого Міжнародним валютним фондом, «прямим іноземними інвестиціями виступають інвестиції, які реалізуються з метою набуття постійного інтересу в діловому підприємстві, яке функціонує позакраїною інвестора, і дозволяє інвестору мати право голосу при управлінні таким діловим підприємством». Зарубіжне ділове підприємство, в якому частка материнської компанії в статутному капіталі становить 50 % і вище, рахується дочірнім. При частці материнської компанії від 20 до 49 % зарубіжне ділове підприємство рахується афілійованим, а при частці менше 20 % - неконсолідованою інвестицією.

За рекомендаціями *ОЕСР* пряма іноземна інвестиція визначається як володіння іноземним інвестором 10 % і більше акцій ділового підприємства. Багато країн визначають, що 10 % акціонерного капіталу можна вважати кількісним критерієм прямих іноземних інвестицій. Таке рішення базується на багаторічних емпіричних дослідженнях, які свідчать, що 10 % можуть бути необхідною і достатньою часткою для забезпечення контролю над підприємством.

Прямі іноземні інвестиції означають потоки капіталу, технології підприємницьких навичок до країни – реципієнта інвестицій, тобто переміщення під контролем міжнародної компанії цілого набору факторів виробництва. В результаті цього виникають довгострокові ділові відносини між резидентом однієї країни (прямим інвестором) та підприємством – резидентом другої країни (об'єктом інвестування). Контролюючи вказаний вище набір факторів виробництва, міжнародна компанія-інвестор отримує значні важелі впливу на прийняття рішень підприємством – реципієнтом інвестицій²¹.

Прямі іноземні інвестиції представляючи собою процес вивезення капіталу та залучення інвестиційних ресурсів самими міжнародними

²¹ Рогач О. Міжнародні інвестиції: теорія та практика бізнесу транснаціональних корпорацій: Підручник /Олександр Рогач. – К.: Либідь, 2005. – С. 22.

компаніями, що потребує налагодження цілісної системи управління такими потоками. Саме тому, важливим елементом управління довгостроковими активами виступає процес управління прямими іноземними інвестиціями міжнародної компанії.

Питання для самоконтролю та самоперевірки.

1. *Що таке «неттінг» і яким чином він може покращити взаєморозрахунки у групі компаній?*
2. *Розкрийте сутність фінансових ресурсів міжнародної корпорації?*
3. *Охарактеризуйте основні механізми та інструменти формування внутрішніх фінансових ресурсів міжнародної корпорації?*
4. *Який існує взаємозв'язок між інструментами та цільовими установками формування фінансових ресурсів корпорації?*
5. *У чому полягає зміст внутріфірмових фінансових трансакцій? Які форми внутріфірмового кредитування є найбільш ефективними та зручними у використанні?*
6. *Яким чином міжнародна корпорація може допомогти своїм дочірнім компаніям використовуючи механізм «фасадного» і «паралельного» кредитування?*
7. *Які правові обмеження можуть вплинути на механізм переміщення фінансових ресурсів міжнародною корпорацією між власними дочірніми компаніями?*
8. *У чому полягає специфіка використання «субординованого боргу», як компоненти внутрішнього джерела фінансових ресурсів компанії?*
9. *Чому міжнародні корпорації звертаються до використання короткострокового та середньострокового синдикованого кредитування?*
10. *Розкрийте зміст механізму та інструментів зовнішніх фінансових ресурсів міжнародної корпорації?*
11. *Які вам відомі класифікаційні ознаки зовнішніх фінансових ресурсів?*
12. *Дайте деталізовану характеристику джерелам фінансування структурних підрозділів міжнародних корпорацій.*
13. *Перелічіть основні цілі, які переслідує міжнародна корпорація при розміщенні поточних інвалютних грошових коштів. Опишіть базові техніки, які використовуються для їх досягнення.*

14. Перелічіть головні цілі, якими керуються міжнародні корпорації, вирішуючи, де і яку валюту запозичувати.
15. Що виступає основою самофінансування дочірніх компаній міжнародної корпорації?
16. Охарактеризуйте критерії грошових потоків міжнародної корпорації. Яка загальна мета поставлена перед управлінням грошовими потоками міжнародної корпоративної мережі?
17. Які фактори впливають на специфіку управління грошовими потоками міжнародної корпорації?
18. Дати характеристику ендогенних та екзогенних факторів формування грошових потоків міжнародної корпорації?
19. Що відображає показник ЕВІТ? З якою метою використовують показники ЕВІТ, ЕВІАТ та ЕВІТДА у світовій практиці управління фінансами міжнародних корпорацій?
20. Які переваги для міжнародної корпорації інвестування в іноземні структурні підрозділи порівняно з інвестуванням у формі акціонерного капіталу?

ТЕМА 7

ПОДАТКОВЕ ПЛАНУВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ МІЖНАРОДНИХ КОРПОРАЦІЙ

1. Сутність та економічний зміст міжнародного податкового планування

У сучасному світі бізнес набуває інтернаціональний характер, а сучасні інформаційні технології дозволяють виходити на міжнародну арену дедалі більше середнім та дрібним компаніям. Це зумовлює різноманітність та відмінність у формуванні податкових систем країн світу. Відмінність полягає не тільки у встановленому розмірі ставок податків але й у принципах їх справляння. З одного боку країни намагаються встановити пільгові режими оподаткування для великих компаній, які мають намір інвестувати кошти в економіку країни, з іншого шукають шляхи наповнення бюджету.

В умовах глобалізації рішення щодо розміщення факторів виробництва стають центральною рушійною силою при розробці національних економічних реформ. Результати лібералізації економічної політики країн дозволяють, як малим так і великим компаніям, отримати можливість вибору між державами, які пропонують різні преференції суспільних благ і цін на них, роль яких виконують податки. Країни, що проводять політику, яка не відповідає інтересам підприємницьких структур можуть зіткнутися з масовим переміщенням мобільних факторів виробництва до інших держав. Обмеженість економічних ресурсів примушує держави конкурувати за фактори виробництва намагаючись привабити їх власників такою комбінацією суспільних благ і податкових витрат, яка в найбільшій мірі відповідає їх вимогам.

З огляду на відмінності у методах та ставках оподаткування, що використовуються у національних податкових системах окремих країн, суб'єкти, які здійснюють діяльність у мультинаціональному податковому

середовищі, мають можливості для її організації у спосіб, який дає змогу значно знизити сукупний рівень оподаткування прибутків в усіх країнах ведення діяльності. Деколи переваги національної податкової системи деякої країни виявляються для компанії таким же корисним ресурсом, як дешева робоча сила або родовище корисних копалин, ресурсом, що притягає бізнес з багатьох країн світу. Це стосується таких мобільних видів діяльності міжнародних компаній як міжнародна торгівля та фінансова діяльність.

Зменшення сукупного рівня оподаткування можливе за ефективної організації діяльності міжнародної корпорації, що забезпечує системне використання сприятливих елементів податкових законодавств країн ведення діяльності, а також третіх країн, в які для цілей оподаткування може бути перенесено частину функцій та ризиків компанії. У науковій літературі такий процес отримав назву – міжнародне корпоративне податкове планування, і став невід’ємною складовою практики фінансового менеджменту провідних міжнародних компаній.

В економічній літературі існує безліч визначень терміну податкове планування, проте, їх зміст зводиться до одного – зменшення податкових витрат за рахунок законодавчо встановлених норм і правил в оподаткуванні прибутків і доходів компаній. Відтак, під податковим плануванням розуміють цілеспрямовану діяльність компаній, орієнтовану на максимальне використання всіх нюансів існуючого законодавства з метою досягнення найвищого фінансового результату шляхом законної оптимізації діяльності компанії з точки зору її податкових наслідків. Існує багато методів податкового планування. Відмінна особливість планування податків – це його альтернативність, що забезпечує можливість податкової оптимізації.

Сама можливість податкового планування забезпечується альтернативністю господарського та податкового законодавства: одні й ті ж цілі можуть бути досягнуті різними шляхами, при цьому різні будуть і податкові і фінансові наслідки. Основні передумови для альтернативності податкового планування, а отже, і для податкової оптимізації, показано на рисунку 8.1.

Використання оптимізаційних підходів у податковому плануванні вимагає чіткого визначення обмежень і критеріїв податкової оптимізації. Найбільш поширеним підходом є вибір в якості критерію оптимізації мінімуму податкових платежів протягом податкового періоду.

2. Етапи міжнародного податкового планування діяльності корпорацій

Податкове планування нерозривно пов'язане з загальноекономічним плануванням, а значить, робота в галузі податкового планування повинна складатися з тих же етапів, які знаходять своє відображення в процесі складання загального плану розвитку компанії на перспективу, а саме: організаційно-підготовчого, дослідного, планового і основного етапу. Перший етап визначається формуванням апарату, який повинен організувати всю роботу зі складання плану і підготувати умови для його реалізації. Другий визначається виконанням основних досліджень, в т.ч. чинного податкового законодавства, що передують складанню плану. На даному етапі здійснюється збір необхідної інформації, розробляються аналітичні таблиці, вибираються потрібні техніко-економічні показники. Третій етап включає в себе складання самого плану. І четвертий етап – реалізація даного плану.

Розглядаючи міжнародне корпоративне податкове планування як певну послідовність дій, спрямованих на оптимізацію податкових потоків можна виділити наступні його етапи з метою визначення податкового поля (рис. 8.3).

У рамках етапу стратегічного планування виділяються такі етапи, як: створення діючої корпоративної мережі міжнародної компанії; кардинальні зміни умов функціонування структурних підрозділів і в процесі поточної діяльності міжнародної компанії, а також виділяються напрями: визначення цілей та завдань міжнародної компанії, сфери виробництва та обігу, напрямків діяльності (вибір організаційно-правової форми, структури і місця розташування материнської компанії та її структурних підрозділів); аналіз

наданих законодавством податкових пільг; формування податково-облікової політики. Таким чином в рамках даного етапу формується податкове поле міжнародної компанії, тобто визначаються консолідоване податкове зобов'язання компанії.

В рамках етапу оперативного планування виділяють наступні напрями: розрахунок та управління податковими базами за різними групами податків, складання багатоваріантних ситуацій та визначають вплив податків за кожною окремо, раціональне розміщення активів і прибутку міжнародної компанії, складання податкових календарів.

В рамках етапу оцінки ефективності податкового планування виділяють напрями: встановлення величини відхилень фактичних результатів від планових, аналіз причин; визначення системи показників, що характеризують ефективність розроблених методів.

3. Межі міжнародного податкового планування та використання угод про усунення подвійного оподаткування

Основною метою податкового планування є дотримання меж законності. Подібні межі (так звані межі, що обмежують «творчість» платників податків) встановлюються положеннями внутрішнього законодавства та нормами міжнародних договорів про уникнення подвійного оподаткування.

Внутрішнє законодавство включає:

1. «Загальні» положення, наприклад:

a. Доктрина ділової мети: якщо в угоді відсутня ділова мета, навіть якщо всі вимоги законодавства дотримані, податкові наслідки угоди можуть бути скориговані.

b. Доктрина зловживання правом: «ніхто не може реалізувати свої права в протиріччі з метою і функцією, які були для цього права передбачені».

c. Доктрина переважання змісту над формою: всі угоди повинні бути розглянуті з точки зору їх економічного змісту, а не формальних ознак – для

класифікації угоди потрібно розглядати не цивільно-правові форми і угоди, в які сторони сформувавши угоду, а економічну і соціальну сутність угоди.

d. Доктрина удаваних і «нікчемних» правочинів: якщо угода визнана удаваною або «нікчемною», податкові органи можуть застосувати наслідки реальних угод.

Удавана угода – це угода, укладена без наміру створити відповідні їй правові наслідки.

Нікчемна угода – це угода, укладена з метою прикрити іншу угоду.

2. «Спеціальні» положення:

a. Правила тонкої капіталізації: обмеження граничного розміру процентних витрат, що враховуються з податку на прибуток, з метою запобігання зловживань при виплаті відсотків за внутрішньогруповими позиками. Виплачені відсотки, що перевищують допустимі межі, не зменшують об'єкт оподаткування податком на прибуток.

b. Правила трансфертного ціноутворення: податкові органи мають право зробити перерахунок доходів по внутрішньогрупових операцій (донарахувати податок на прибуток або обмежити вирахування витрат), якщо такі операції проводилися на більш сприятливих умовах, ніж подібні угоди між незалежними особами.

c. Правила про контрольовані іноземні компанії: оподаткуванню може підлягати материнська компанія, розташована в юрисдикції з високим рівнем оподаткування, на дохід, отриманий контрольованою компанією, що знаходиться в низькоподаткових юрисдикції.

По-друге, межі міжнародного податкового планування встановлюються в положеннях угод про уникнення подвійного оподаткування, однією з головних цілей яких є протидія ухиленню від сплати податків. Так, серед інших положень можна виділити наступні:

Принцип резидентства: особа повинна підлягати оподаткуванню на підставі принципу резидентства (резидентство визначається у відповідність з

внутрішнім законодавством країни-учасниці угоди). Компанії, виключені з оподаткування, не можуть скористатися пільгами, передбаченими угодами.

Концепція бенефіціарного (фактичного) власника: пільгове оподаткування дивідендів, відсотків і роялті, передбачене угодами, поширюється на одержувача доходу тільки в тому випадку, якщо він є «фактичним власником» доходу. Особа не визнається фактичним одержувачем доходу, якщо вона не володіє повним контролем над доходом і правом розпоряджатися ним на свій розсуд, або у випадку, коли особа є тільки посередником у ланцюжку розподілу доходу.

Встановлення мінімального строку володіння акціями: перешкоджає зловживанням, пов'язаних із застосуванням пільгового оподаткування дивідендів. Дана норма не допускає продаж акцій (або купонів на отримання дивідендів) безпосередньо перед розподілом дивідендів особі, яка є резидентом країни, з якою укладено сприятливу угоду щодо оподаткування виплачених дивідендів.

Правила усунення трансфертного ціноутворення визначено в Податковому кодексі багатьох країн світу. Якщо ціна угоди відхиляється від «ринкової» більш ніж на 20 %, податковий орган має право перерахувати ціну до ринкової, з відповідним донарахуванням податку та пені. Проте, в деяких країнах (включаючи Україну, Російську Федерацію) на відміну від зарубіжної законодавчої практики, законодавство у сфері трансфертного ціноутворення відрізняється неясністю деяких положень.

4. Трансфертні ціни та їх вплив на стратегію податкового планування у міжнародних компаніях

Міжнародні компанії представляють собою систему афілійованих структур, які розташовано в країнах з різним рівнем оподаткування. Ці структури взаємопов'язані між собою поставками товарів, наданням послуг, кредитів і відповідно грошовими потоками. Це дає можливість такого

регулювання грошових потоків у середині корпоративної мережі, за якого прибуток міжнародних компаній акумулюється в країнах з низьким рівнем оподаткування.

Такі задачі вирішуються за допомогою кредитної політики міжнародної компанії, при якій центрами надання позик і відповідно концентрації процентних доходів виступають країни з низькими податками; по-друге, за рахунок трансфертних цін, які використовуються у поставках між дочірніми компаніями та філіалами. Ці ціни дозволяють максимізувати прибуток міжнародної компанії в цілому, штучно занижуючи прибуток одних дочірніх компаній та завищуючи прибуток інших.

Відтак головним мотивом використання трансфертних цін виступає податковий ефект. Такий податковий ефект показано на прикладі даних поданих в таблиці 8.1.

За існуючих ставок оподаткування прибутку (філія А – 25 %; філія В – 50 %) у I варіанті (політика низьких цін) А буде платити 150 дол. податку, В – 500 дол. Загальні корпораційні податки становитимуть 650 дол., а консолідований чистий прибуток – 950 дол.

Таблиця 8.1

Вплив трансфертних цін на чистий прибуток, дол.

Показник	Філія А	Філія В	Консолідований показник компанії
I варіант (політика низьких цін)			
Продаж товарів	2800	4000	4000
Витрати на виробництво	2000	2800	2000
Валовий прибуток	800	1200	2000
Операційні витрати	200	200	400
Оподатковуваний прибуток	600	1000	1600
Податок на прибуток (А – 25 %; В – 50 %)	150	500	650
Чистий прибуток	450	500	950
II варіант (політика високих цін)			
Продаж товарів	3400	4000	4000
Витрати на виробництво	2000	3400	2000

Валовий прибуток	1400	600	2000
Операційні витрати	200	200	400
Оподатковуваний прибуток	1200	400	1600
Податок на прибуток (А – 25 %; В – 50 %)	300	200	500
Чистий прибуток	900	200	1100

Припустимо, що використовуються трансфертні ціни і філіал А завищує внутріфірмову продажну ціну з 2800 до 3400 дол. (варіант II). Прибутки А зростають до 1200 дол., а у В зменшуються до 400 дол. в даному випадку, загальнокорпоративний прибуток до оподаткування в обох варіантах однаковий – 1600 дол. Але в II варіанті він перерозподіляється на користь філіалу А, де менший податковий тягар. Як наслідок загальні консолідовані чисті прибутки збільшаться на 150 дол.

Таким чином, за допомогою трансфертних цін прибутки переводяться з вищих до нижчих податкових юрисдикцій. В екстремальному випадку філіал може мати збитки у зв'язку з високими стартовими витратами, а отже, нульову ефективну податкову ставку. Переведення прибутку на адресу такого філіалу означатиме, по суті, його безподаткове отримання. Якщо філіал А продає товари філіалу В, а t_a і t_b – це їх податкові ставки, то можна сформулювати загальне правило: якщо $t_a > t_b$, трансфертна ціна встановлюється якнайнижче; $t_a < t_b$, трансфертна ціна встановлюється якнайвище.

В деяких випадках застосування трансфертних цін у розрахунках між філіалами не знижує суму податків, які сплачуються в цілому міжнародними корпораціями. Така ситуація виникає, коли материнською корпорацією в країні її місцезнаходження застосовується залік податків, сплачених філіалами в країні їх місцезнаходження. Розрахунки за трансфертними цінами між філіалами знижує податкові платежі лише в країнах з високим рівнем оподаткування. Це пов'язано з перерозподілом прибутку між філіалами. Одночасно зменшується загальний обсяг податків, який виплачується філіями в країнах їх місцезнаходження. Не залишається без змін обсяг прибутку

філіальної сітки в цілому.

5. Податкове навантаження та ефективність міжнародного податкового планування

Податкове навантаження є центральним поняттям в системі податкового менеджменту, перш за все, з точки зору таких його інструментів, як податкове планування (з метою податкової оптимізації) та податковий аналіз (з метою виявлення факторів, що впливають на податкову базу та факторів виникнення податкових ризиків).

Однією з найважливіших і дискусійних в теорії і практиці податкового планування є проблема розрахунку податкового навантаження, підходи до якої зазнають зміни на різних історичних стадіях розвитку економіки України. У сучасній фінансовій літературі по-різному підходять до визначення податкового навантаження. Так, у сучасному економічному словнику зазначено, що податкове навантаження – це «міра, ступінь, рівень економічних обмежень, що створюються відрахуванням коштів на сплату податків, відволіканням їх від інших можливих напрямів використання. Кількісно податкове навантаження може бути виміряне відношенням загальної суми податкових вилучень за певний період до суми доходів суб'єкта оподаткування за той же період. У широкому змісті терміну – навантаження, що лягає на платника податків у вигляді податкового платежу»²².

У сучасній економічній літературі склалася думка, що для розуміння податкового навантаження відповідною базою на рівні компанії є додана вартість. На практиці існує таке поняття, як повна ставка оподаткування. Під нею розуміють параметр, що характеризує податкове навантаження на фірму або тяжкість її податкового тягаря, що розраховується як відношення належних до сплати податкових платежів до доданої вартості. Виходячи з розміру цієї

²² Райзенберг Б.А. Современный экономический словарь / Б.А. Райзенберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. 3-е изд., доп. – М.: ИНФРА-М, 2000. – С. 238.

ставки на основі світового досвіду зазвичай вносяться наступні рекомендації щодо вибору методу сплати податку:

1) якщо повна ставка оподаткування 10-15 %, то використовується стандартний метод;

2) якщо повна ставка оподаткування 20-35 %, то – пасивні елементи податкового планування, без спеціальних програм;

3) якщо повна ставка оподаткування 40-50 %, то використовується податкове планування активного характеру, характерні проведення податкових експертиз і наймання податкових консультантів, а також формування служби податкового планування.

Ґрунтуючись на тому, що в сучасних умовах рівень податкових вилучень в більшості країн не перевищує 40 % (див. додаток А), компаніям доцільно вдаватися до податкового планування при будь-якому рівні даних вилучень, так як це дозволяє підвищити фінансову стійкість, знизити штрафні санкції і можливу податкову відповідальність управлінського персоналу.

У сучасних умовах при визначенні впливу податкового навантаження на діяльність компанії доцільно враховувати, у даному показнику такі основні фактори, які як знижують, так і підвищують тяжкість оподаткування:

1) рівень розвитку відповідної країни і характер державних витрат;

2) особливості первісного нагромадження капіталу та формування фінансових ресурсів відповідної компанії з урахуванням форми власності та організаційно-правової форми;

3) участь в державних інвестиційних та інших аналогічних програмах, угоди про розподіл продукції, отримання бюджетних позик, інвестиційного податкового кредиту, податкового кредиту, розстрочок і відстрочок з податків та зборів.

Для кожної окремої компанії значення податкового навантаження буде носити індивідуальний характер, для його визначення необхідно враховувати не тільки економічні, але й політичні чинники.

Саме тому, Є. Вилкова та М. Романовський вказують про необхідність

використовувати показник податкових доходів бруто, тобто сформований за правилами податкового обліку, включає як виручку від реалізації, так і позареалізаційні доходи, збільшені на суму непрямих податків. Застосування такого підходу дозволить розрахувати, скільки ж податків сплачено до бюджету і позабюджетні фонди при просуванні товару, робіт, послуг до кінцевого споживача²³.

При використанні даного показника необхідно також враховувати галузеві особливості, перш за все це відноситься до будівництва, транспорту, торгівлі, сільського господарства, фінансового посередництва та ін..

Величину податкового навантаження можна також розраховувати шляхом співвідношення податкових платежів до новоствореної вартості, яка розраховується за наступною формулою:

$$Re-CV = LC + NP + ATP, \quad (8.2)$$

де: $Re-CV$ – новостворена вартість; LC – витрати на оплату праці; NP – чистий прибуток; ATP – загальний обсяг податкових платежів.

Величина податкового навантаження за вище описаним методом визначається наступним чином:

$$TB = \frac{ATP}{Re-CV}, \quad (8.3)$$

Цей метод дозволяє порівняти податкове навантаження будь-якої компанії, незалежно від того в якій галузі вона здійснює свою діяльність.

Для визначення ступеня вплив прямих податків доцільно використовувати наступний метод визначення податкового навантаження:

$$TB = 1 - \frac{NP}{No_TI} = 1 - \frac{NP}{NP + ATP'}, \quad (8.4)$$

де: $No-TI$ – прибуток компанії, за умови несплати податків; ATP' – обсяг податкових платежів, за виключенням непрямих податків.

Даний показник дозволяє оцінити, яку частку чистого прибутку недоотримала компанія внаслідок сплати податків. Проте, він не враховує вплив непрямих податків, оскільки його необхідно використовувати в

²³ Налоговое планирование / Е. Вылкова, М. Романовский. – СПб.: Питер, 2004.

поєднанні з оцінкою впливу податків, які включаються у виручку від реалізації, на фінансові результати компанії.

Зазначені методи визначення податкового навантаження можуть бути застосовані виключно до показників, які сформовано у консолідованій звітності міжнародної корпорації. Для розрахунку на основі неконсолідованої звітності слід враховувати курси функціональних валют, в яких ведуть розрахунки дочірні компанії. Відповідно формули будуть мати наступний вигляд:

$$\text{Re-CV}_t = \sum_{i=1}^k LC_{it} * S_t^n + \sum_{i=1}^k NP_{it} * S_t^n + \sum_{i=1}^k ATP_{it} * S_t^n, \quad (8.5)$$

де: S_t^n – курс n -ої функціональної валюти до валюти звітності міжнародної корпорації у період t .

$$TB_t = \frac{\sum_{i=1}^k ATP_{it} * S_t^n}{\text{Re-CV}_t}, \quad (8.6)$$

$$TB_t = 1 - \frac{\sum_{i=1}^k NP_{it} * S_t^n}{\sum_{i=1}^k No-TI_{it} * S_t^n} = 1 - \frac{\sum_{i=1}^k NP_{it} * S_t^n}{\sum_{i=1}^k NP_{it} * S_t^n + \sum_{i=1}^k ATP_{it} * S_t^n}, \quad (8.7)$$

6. Управління податковими ризиками в групі компаній міжнародної корпорації

Фінансово-господарська діяльність міжнародних корпорацій пов'язана з численними фінансовими ризиками, управління якими є важливим фактором підвищення та підтримання стабільності її фінансового становища. Одним із суттєвих видів фінансових ризиків є ризики податкові, оскільки з оподаткуванням пов'язані всі сфери фінансової діяльності міжнародної корпорації.

Реагуючи на зміни, що відбуваються в світі, більшість корпорацій вважає ефективне управління податковими ризиками одним з першочергових завдань. Це призводить до зміни традиційних пріоритетів податкових підрозділів. Тепер ці підрозділи стають частиною загального підходу компанії до управління

ризиками. Управління податковими ризиками набуває для компаній настільки важливе значення, що йому приділяється все більша увага в оцінці ефективності діяльності директорів з оподаткування в порівнянні з традиційними параметрами.

Податковий ризик з точки зору компанії – ймовірність (загроза) донарахування податків (зборів), пені і штрафів в ході податкової перевірки у випадках виникнення розбіжностей між компанією та податковими органами у трактуванні податкового законодавства, яка може обернутися дійсним зростанням податкового навантаження. До податкових ризиків не відносять втрати, що виникають через арифметичні помилки або нечіткість розуміння окремих норм законодавства. Для платників податків податковий ризик означає ризик зростання податкового навантаження в силу того, що податковий орган може визнати розглянуту угоду недійсною (удаваною чи уявною), оголосити незаконним нарахування податків, яке сам платник податків розглядав як законне. Через несприятливе, з точки зору платника податків, трактування податковим органом законодавства про податки і збори та обставин спірної справи компанія може стикнутись з неочікуваним результатом розміру податкового навантаження.

Податковий ризик розглядають з економічної та правової точок зору. Це обумовлено природою самого податку, який, як відомо, є одночасно і економічним, і правовим феноменом. Через наявність протиріч у податковому законодавстві дії платників податків можуть трактуватися уповноваженими державними органами як неправомірні – в результаті для перших може виникнути небезпека непередбачених втрат очікуваного доходу або майна.

В загальному під податковим ризиком розуміють фінансову (грошову) оцінку негативних наслідків нераціональних дій компанії або групи компаній у галузі управління процесами оподаткування. Джерелами виникнення податкових ризиків є:

- протиправні дії державних органів влади;
- стратегічні помилки при плануванні бізнес процесів;

- неспівпадіння задекларованих і фактичних дій власників компанії;
- людський фактор;
- неправильність визначення пріоритетів відповідальності.

У світовій практиці управління процесами оподаткування, на корпоративному рівні, прийнято розрізняти ризик опосередкований – можливу втрату пільг, які в майбутньому могли б дати право на зниження податкових виплат, і безпосередній ризик – можливе збільшення виплат за чітко визначеним податком. Структуризація податкових ризиків, у сучасному трактуванні, показано на рисунку 8.9.

Питання для самоконтролю та самоперевірки.

1. У чому полягає зміст терміну «міжнародне податкове планування»?
2. Чому саме «податкове планування» виступає важливою складовою частиною фінансового планування діяльності міжнародної корпорації?
3. До яких негативних наслідків може призвести відсутність податкового планування у міжнародній корпорації?
4. За допомогою якого механізму міжнародні корпорації можуть досягнути головної мети міжнародного податкового планування?
5. Охарактеризуйте основні етапи міжнародного корпоративного податкового планування.
6. Вкажіть головні джерела підвищення ефективності податкового планування.
7. Перелічіть межі податкового планування, що обмежують «творчість» платника податків. Охарактеризуйте основні положення міжнародних угод про усунення подвійного оподаткування, які сприяють протидії ухиленню від оподаткування.
8. Які головні постійні елементи включає у себе міжнародне подвійне оподаткування?
9. Яка роль та значення відведені податковому навантаженню в системі міжнародного фінансового менеджменту?
10. Охарактеризуйте основні групи показників ефективності податкового планування в діяльності міжнародної корпорації.

11. Які характерні особливості притаманні показникам «рівень податкового навантаження» і «ефективна ставка податку»? У чому полягає різниця між цими показниками?

12. Що розуміють під ймовірністю (загрозою) донарахування податків (зборів), пені і штрафних санкцій в ході податкової перевірки?

13. Розкрийте класифікацію податкових ризиків міжнародної корпорації за зовнішніми та внутрішніми факторами виникнення.

14. Яким чином трансфертні ціни впливають на рівень прибутковості дочірніх компаній? Коли слід вдаватись до використання трансфертних цін міжнародним корпораціям?

15. Які методи боротьби з трансфертним ціноутворенням, у світовій фінансовій практиці, використовують органи виконавчої влади країн світу?

ТЕМА 8

ФІНАНСОВА ЗВІТНІСТЬ МІЖНАРОДНОЇ КОМПАНІЇ ТА МЕТОДИ ЇЇ АНАЛІЗУ

1. Форми фінансової звітності та їх призначення

Основним джерелом інформації про економічну і фінансову діяльність корпорації є її щорічна (а також поквартальна чи щомісячна) звітність. Інформацією користуються менеджери корпорацій, її акціонери, численні контрагенти, державні органи регулювання і контролю. Кожний з користувачів має свої специфічні цілі і напрями аналізу отриманих даних. Фінансова звітність заснована на управлінській звітності (у літературі її також називають внутрішньогосподарською, або адміністративною). Проте між ними є принципова різниця:

➤ управлінську звітність корпорація веде для внутрішніх користувачів, тому вона конфіденційна. Фінансову звітність корпорація складає для широкого кола користувачів, тому вона відкрита. Останнім часом великі міжнародні компанії річну фінансову звітність розміщують на офіційній веб-сторінці компанії, для потенційних інвесторів;

➤ управлінську звітність корпорація складає традиційними засобами і методами, які для неї більш зручні і прийнятні. Фінансова звітність регламентується національними і міжнародними стандартами. Регламентація фінансової звітності дає змогу порівнювати показники корпорації в динаміці, визначати перспективи її розвитку. Національні і міжнародні інвестиційні й інформаційні інститути на підставі фінансової звітності публікують аналітичні огляди економічного розвитку по країнах, регіонах, інтегрованих співтовариствах.

Корпорація отримує право на публікацію фінансової звітності тільки за умови одержання звіту незалежного аудитора.

Річний звіт міжнародної компанії містить кілька розділів. Перший розділ являє собою документ, що інформує акціонерів про проведення чергових

щорічних зборів акціонерів.

Другий розділ містить фінансову інформацію за фінансовий рік, а саме:

а) таблицю основних показників компанії;

б) консолідовану фінансову звітність: баланс; звіт про прибуток; звіт про рух грошових потоків компанії; консолідований звіт про зміни у власному капіталі;

в) поквартальну фінансову інформацію, яка аудитором не розглядається;

г) звіт менеджерів компанії про фінансову звітність;

д) звіт незалежного аудитора.

Усі форми фінансової звітності між собою пов'язані і доповнюють одна одну.

У звіті докладно викладено зміст окремих форм звітності, дається роз'яснення до них, інформація про продаж корпорації по континентах і країнах з аналізом відповідних змін. Показано структуру доходів, отриманих від реалізації продукції і послуг, операційні доходи й операційну маржу, грошові потоки, короткострокові і довгострокові активи, дана інформація про емісію акцій, похідних цінних паперів, зобов'язань та інші важливі відомості, необхідні для проведення аналізу. Кваліфікований фінансовий аналітик може отримати для аналізу необхідну інформацію.

Міжнародні корпорації формують консолідовану фінансову звітність, яка характеризує її загальний фінансовий стан і результати діяльності, а також дочірніх компаній, в яких *ТНК* (прямо чи непрямо) належать більше 50 % голосуючих акцій або частки капіталу і які знаходяться під контролем, за виключенням випадків, коли міноритарні акціонери мають право суттєвої участі. Така фінансова звітність компанії формується на підставі основних принципів бухгалтерського обліку, які є загально прийнятими в США²⁴.

Баланс називають основним документом, що відображає реальний фінансовий стан компанії на певну дату. даний фінансовий документ поділений на два взаємопов'язаних розділи (активи і пасиви).

²⁴ Отчет о деятельности ОАО «ЛУКОЙЛ» в 2010 году. – М.: ОАО «ЛУКОЙЛ», 2011. – С. 135.

Активи компанії – ліва частина балансу (або верхня за вертикальної форми балансу) – показує, якими ресурсами володіє міжнародна компанія. Вони поділяються на фінансові і реальні: фінансові являють собою вкладення капіталу корпорації в гроші активи, їх еквіваленти і цінні папери; реальні – вкладення в матеріальні і нематеріальні ресурси.

Права частина балансу (нижня за вертикальної форми балансу) складається з зобов'язань корпорації, що поділяються на поточні і довгострокові. Поточними називаються зобов'язання, які погашаються в межах одного фінансового року, довгостроковими – зобов'язання, що погашаються в більш тривалі терміни.

Різниця між активами і зобов'язаннями як з облікового, так і з економічного погляду являє собою чисту вартість. У балансах американських компаній вона називається правами акціонерів на власність. Цей американський термін деякі автори перекладають як капітал власників корпорації або як акціонерний капітал чи як власний капітал корпорації. Усі ці терміни взаємозамінні і показують частку власності акціонерів, на відміну від зобов'язань, тобто боргів.

3. Звіт про прибутки та збитки міжнародної компанії

Консолідований звіт про прибутки та збитки корпорації ВАТ «ЛУКОЙЛ» показує результати роботи за фінансовий рік. Як уже зазначалося, мета підприємництва полягає в зростанні капіталу, тобто в одержанні прибутку. Звіт про прибуток показує результат підприємницької діяльності, тобто прибуток або збиток.

У балансі показані розрахункові суми доходів на кінець попереднього і звітного року, у звіті про прибуток – рух грошових потоків за звітний період.

Звідси виводиться ряд послідовних рівнянь:

Виручка від реалізації – Операційні витрати = Операційний прибуток

(прибуток до сплати процентів і податків (ЕВІТ²⁵)) – Проценти сплачені = Прибуток до сплати податків – Податки з прибутку корпорації = Чистий прибуток – Дивіденди за привілейованими акціями = Чистий прибуток за звичайними акціями = Дивіденди за звичайними акціями + Нерозподілений прибуток.

Виручка від реалізації продукції у звіті показується на момент його її визнання. Товари і послуги поставляються в кредит, тому доходи на рахунки корпорації надходять у момент продажу, одержання грошей – інкасація платежів відбувається пізніше.

4. Консолідований звіт про акціонерний капітал і звіт про рух грошових коштів

Форма звітності про акціонерний капітал і сукупний дохід визначена Міжнародними стандартами обліку. Звіт містить мінімальну інформацію про рух акціонерного (власного) капіталу. Консолідований звіт групи компаній ВАТ «ЛУКОЙЛ» подано в таблиці 9.6, він містить практично всю необхідну інформацію про рух акціонерного капіталу та інформацію про сукупний дохід компанії.

Звіт про рух грошових коштів показує зміни, що відбулись у фінансовій позиції корпорації. З цією метою зіставляються джерела і використання коштів протягом року. Звіт про рух грошових коштів корпорації складається з трьох блоків (табл. 9.7); кожний з них відбиває специфічні риси грошових потоків корпорації:

- операційні (поточні);
- інвестиційні;
- фінансові.

Менеджери корпорації ВАТ «ЛУКОЙЛ» використовують непрямий метод упорядкування звіту про операційні витрати. Вихідною точкою є потоки

²⁵ ЕВІТ – Earnings before interest and taxes.

чистого прибутку, до яких додаються прибутки, отримані від поточних операцій.

5. Основні фінансові коефіцієнти і їх аналіз

Фінансова діагностика заснована на всебічному аналізі публічної звітності корпорації, а також статистичних даних, небухгалтерської звітності – як внутрішньої, так і зовнішньої. Важливе значення надається інформації про розвиток галузі економіки, до якої належить корпорація, про конкурентів, економічну кон'юнктуру в країні, на континенті, у світовій економіці. Ця інформація в руках кваліфікованих аналітиків, що мають досвід, інтуїцію, здатні критично мислити, створює можливість опрацювання даних з метою формулювання робочих гіпотез, на підставі яких приймаються управлінські рішення.

Методологічний цикл аналізу показників фінансової звітності (рис. 9.2) представляє собою замкнуте коло, усі стадії циклу повторюються, цей процес нескінченний. У кожній зі стадій визначається причина виникнення тієї або іншої ситуації, наприклад можливість неплатежів, здійснюється аналіз цієї ситуації, складаються прогнози і даються рекомендації для прийняття рішень. У процесі аналізу фінансові аналітики широко використовують методи порівняння з установленими еталонами. Ними можуть бути:

- вимоги нормативних документів;
 - успіхи (або поразки) інших підприємств у даній галузі;
- порівняння.

Розповсюдженим методом аналізу фінансової звітності є аналіз коефіцієнтів (*Ratio Analysis*). Коефіцієнти використовуються для визначення фінансового стану корпорації з різних поглядів.

У літературі виділяють такі основні групи фінансових коефіцієнтів:

- коефіцієнти ліквідності (*Liquidity Ratios*);
- коефіцієнти структури капіталу (*Capital Structure Ratios*);

- коефіцієнти оборотності активів (*Asset Management Ratios*);
- коефіцієнти прибутковості (*Return Ratios*);
- коефіцієнти ринкової вартості акцій (*Market Value Ratios*).

У кожній із груп виділяються спеціальні коефіцієнти, на підставі яких інформація розширюється й уточнюється. Тому за необхідності можна скласти понад 100 показників фінансового стану корпорації.

Коефіцієнти використовують фінансові аналітики корпорацій та її численні контрагенти. Кожен з них, визначаючи коефіцієнти, керується своїми специфічними цілями. Аналітики, що працюють у фінансовому відділі корпорації, широко застосовують метод коефіцієнтів під час планування економічної і фінансової діяльності, для поточного контролю, контролю за рухом грошових потоків, для визначення співвідношення курсів корпоративних цінних паперів та їх балансової вартості, оборотності активів і для вирішення багатьох інших завдань. Контрагенти корпорації ставлять свої цілі і вирішують завдання одержання інформації про фінансовий стан корпорації. Кредитори корпорації будуть цікавитися короткостроковою і довгостроковою ліквідністю, акціонери – чистим прибутком на акцію і розміром дивіденду.

Питання для самоконтролю та самоперевірки.

1. Які форми фінансової звітності, які використовуються міжнародними корпораціями вам відомі?
2. З якою метою міжнародні корпорації формують фінансову звітність та хто виступає основним користувачем звітної інформації?
3. Як формуються статті балансу міжнародної корпорації? Назвіть основні статті активів балансу корпорації.
4. Що виражає власний капітал міжнародної корпорації? Як він формується?
5. Вкажіть принципову різницю між консолідованою фінансовою звітністю міжнародної корпорації та звичайною фінансовою звітністю.
6. Які основні показники формуються у звіті про прибутки і збитки.
7. Чому останньою статтею звіту про прибуток цікавляться акціонери, які володіють звичайними акціями?

8. Поясніть структуру звіту про грошові потоки. Про що свідчать операційні грошові потоки міжнародної корпорації?
9. Яку інформацію, фінансового характеру, можна отримати на підставі звіту про грошові потоки?
10. Назвіть основні методи аналізу фінансової звітності корпорації.
11. Хто, з якою метою використовує метод фінансових коефіцієнтів?
12. Назвіть основні групи фінансових коефіцієнтів.
13. Що відображає стаття балансу корпорації «Грошові кошти та їх еквіваленти»?
14. Яку інформацію міжнародні корпорації розкривають у статті балансу «Ділова репутація та інші нематеріальні активи»?

ЛІТЕРАТУРА

1. Акофф Рассел. Планирование будущего корпорации: Пер. с англ. – М.: Сирин, 2002. – 256 с.
2. Анализ руководством компании финансового состояния и результатов деятельности на 31 декабря 2009 и 2008 годов и за годы, закончившиеся 31 декабря 2009 и 2008 годов. – М.: ТНК-ВР Интернэшнл Лимитед, 2010. – С. 19-23. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.tnk-br.ru/upload/iblock/5d8/til__MD_A_2009_rus.pdf.
3. Белозеров И.А. Моделирование структуры капитала ОАО «Сильвинит» / И.А. Белозеров, М.Б. Никитюк, М.С. Николаева, Т.В. Петрунина. // Корпоративные финансы. – 2011. – № 2. – С. 54-69.
4. Бернстайн Л.А. Анализ финансовой отчетности: теория, практика и интерпретация: Пер. с англ. / Научн. ред. перевода чл. корр. РАН И.И. Елисеева. Гл. редактор серии Я.В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 624 с.
5. Бертонеш М. Управление денежными потоками /М. Бертонеш, Р. Найт. СПб.: Питер, 2004.
6. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент: Учеб. курс. – К.: Ольга-Н: Ника-Центр, 2001. – 448 с.
7. Бланк И.А. Финансовый менеджмент: Учебный курс. – 2-е изд., перераб. и доп. – К.: Эльга, Ника-Центр, 2004.
8. Боди З., Мертон Р. К. Финансы: Пер. с англ. – М.: Вильямс, 2000. – 592с.
9. Бредли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Бредли, С. Майерс. – М.: Олимп-Бизнес, 1997.
10. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент. Полный курс. В 2-х томах. / Юджин Бригхем, Луис Гапенски / Пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева. СПб.: Экономическая школа, 1997. – Т.2.
11. Ванхорн Дж. Основы финансового менеджмента / Джеймс С. Ванхорн,

Джон М. Вахович, 12-е издание: Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильяме», 2008. – 1232 с.

12. Вітлінський В.В. Концептуальні засади ризикології у фінансовій діяльності / В.В. Вітлінський // Фінанси України. – 2003. – № 3.

13. Верба В.А., Загородніх О.А. Проектний аналіз: Підручник / В.А. Верба, О.А. Загородніх. – К.: КНЕУ, 2000.

14. Гельвановский М.И. Национально-государственная стратегия конкурентоспособности России: методологические аспекты / М.И. Гельвановский // Конкурентоспособность и модернизация экономики. М.: ГУ-ВШЭ, 2004.

15. Горемыкин В.А. Лизинг: практическое учебно-справочное пособие / В.А. Горемыкин. – М.: ИНФРА-М, 1997.

16. Гріджіна М.В. Корпоративні фінанси (зарубіжний досвід і вітчизняна практика). – К.: МАУП, 2002.

17. Гриффин Р. Международный бизнес. 4-е изд. / Рикки Гриффин, Майкл Пастей / Пер. с англ. Под ред. А.Г. Медведева. – Спб.: Питер, 2006. – 1088 с.

18. Десятнюк О.М. Моніторинг податкових ризиків: теорія та практика: моногр. / Оксана Миронівна Десятнюк. – Тернопіль: ТНЕУ, 2009.

19. Киреев А.П. Международная экономика. В 2-х ч. – Ч 1. Международная микроэкономика: движение товаров и факторов производства. Учебное пособие для вузов. – М.: Международные соглашения. 1997.

20. Коллас Б. Управление финансовой деятельностью: Пер. с фр. / Б. Коллас. – М.: Финансы: ЮНИТИ, 1997.

21. Колб Р.В. Финансовый менеджмент: Учебник: / Р.В. Колб, Р.Дж. Родригес.: Пер. с англ. / Предисл. к рус. изд. канд. экон. наук Е. Л. Драчевой. – М.: Финпресс, 2001. – 496 с.

22. Краев А. О. Рынок долговых ценных бумаг: Учеб. пособие. – М.: Экзамен, 2002. – 512 с.

23. Ли Ч. Финансы корпораций: теория, методы и практика. / Ч. Ли, Дж. Финнерти. М.: ИНФРА-М, 2000.

24. Лукашов А.В. Международные корпоративные финансы и управление валютными рисками в нефинансовых корпорациях / Андрей Валерьевич Лукашов // Управление корпоративными финансами. – 2005. – № 1. – С. 36-52.
25. Мамедов А.О. Международный финансовый менеджмент в условиях глобального финансового рынка / Артур Оскарович Мамедов; под ред. проф. В.А. Слепова. – М.: Магистр, 2007.
26. Модильяни Фр. Сколько стоит фирма? Теорема ММ: Пер. с англ / Фр. Модильяни, М. Миллер. – М.: Дело, 1999.
27. Налоговое планирование / Е. Вылкова, М. Романовский. – СПб.: Питер, 2004.
28. Отчет о деятельности ОАО «ЛУКОЙЛ» в 2010 году. – М.: ОАО «ЛУКОЙЛ», 2011.
29. Райзенберг Б.А. Современный экономический словарь / Б.А. Райзенберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. 3-е изд., доп. – М.: ИНФРА-М, 2000.
30. Рогач О. Міжнародні інвестиції: теорія та практика бізнесу транснаціональних корпорацій: Підручник /Олександр Рогач. – К.: Либідь, 2005.
31. Рязанова Н. С. Фінансове рахівництво. Навч. посібник. – К.: Знання-Прес, 2002. – 246 с.
32. Савин С.Ю. Практика отбора инвестиционных проектов для целей бюджетного финансирования / С.Ю. Савин // Корпоративные финансы. – 2001. – № 1. – С. 49-54.
33. Сусанов Д. Странновой риск и методы его измерения / Дмитрий Сусанов//Управление риском. – 2001. – № 2.
34. Техника финансового анализа. 10-е изд./ Э. Хелферт. – СПб.: Питер, 2003.
35. Толкушкин А.В. Энциклопедия российского и международного налогообложения. – М.: Юристъ, 2003. – 910 с.

36. Управління міжнародною конкурентоспроможністю в умовах глобалізації економічного розвитку: Монографія: У 2 т. – Т II / Д.Г. Лукяненко, А.М. Поручник, Л.Л. Антонюк та ін.: За заг. ред. Д.Г. Лукяненка, А.М. Поручника. – К.: КНЕУ, 2006.

37. Фабоцци Ф. Управление инвестициями /Ф. Фабоцци. Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000.

38. Хейфец Б.А. Оффшорные юрисдикции в глобальной и национальной экономике / Б.А. Хейфец. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2008. – 335 с.

39. Херрис Дж. Международные финансы / Дж. Херрис. М.: Филинь, 1996.

40. Чеботарев Н.Ф. оценка стоимости предприятия (бизнеса): Учебник / Н.Ф. Чеботарев. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К^о», 2009. – 256 с.

41. Шагурин С.В. Экономика транснационального предприятия /С.В. Шагурин, П.Д. Шимко. – Санкт-Петербург.: Государственный политехнический университет. – 2008.

42. Шарп У. Инвестиции. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли.

43. Шахматьев А.А. Международное налоговое право: Учебно-методический комплекс / А.А. Шахматьев. – М.: Тривант, 2009. – 140 с.

44. Шимко П.Д. Международный финансовый менеджмент: Учеб. пособие / Петр Дмитриевич Шимко. – М.: Высш. шк., 2007.

45. Barely Working: The 2003 Working Capital Survey. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.cfonet.com/article.cfm/10567354/3/c_2984340?f=search.

46. Capital structure and financial risk: evidence from foreign debt use in East Asia / G/ Allayannis, G. Broun, L. Klapper. // Journal of Finance. – 2003. – P. 2667-2710/

47. Click R. The Theory and Practice of International Financial Management / R. Click, J. Coval. Upper Saddle River: Prentice-Hall, 2001.

48. Enyi E. Applying relative Solvency to working capital management: The Break-Even Approach. 2005.
49. Generation of Huge Changes», Financial Times, February 2, 2000, p. III.
50. Gunter Dufey and Ian H. Giddy, «Innovation in the International Financial Market», The Journal of International Business Studies (Fall 1981).
51. Luehrman T. Using APV: A Better Tool for Valuating Operations / T. Luehrman // Harvard Business Review. – 1995. – May-June.
52. Madura J. International financial management / J. Madura. Cincinnati: South-West College Publishing. 2000.
53. Samuels J.M. Management of Company Finance. / J.M. Samuels, F.M. Wilkes, R.E. Brayshaw. – 1993.
54. Tax Rates Around the World // [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.worldwide-tax.com/index.asp#partthree>.
55. Working Capital Survey – Chart 7 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cfo.com/article.cfm/2997777?f=search>.