



ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

МИРОВЫЕ ФИНАНСЫ

Том 2

УЧЕБНИК И ПРАКТИКУМ
ДЛЯ БАКАЛАВРИАТА И МАГИСТРАТУРЫ

Под общей редакцией доктора экономических наук,
профессора **М. А. Эскиндарова**,
доктора экономических наук, профессора **Е. А. Звоновой**

*Рекомендовано Учебно-методическим отделом высшего образования
в качестве учебника для студентов высших учебных заведений,
обучающихся по экономическим направлениям и специальностям*

*Рекомендовано УМО вузов России по образованию в области финансов,
учета и мировой экономики в качестве учебника для студентов высших
учебных заведений, обучающихся по направлению подготовки
«Экономика», профилям подготовки «Международные валютно-
кредитные и финансовые отношения», «Финансы и кредит»*

Книга доступна в электронной библиотечной системе
biblio-online.ru



Москва ■ Юрайт ■ 2018

УДК 336(075.8)

ББК 65.5я73

М64

Ответственные редакторы:

Эскиндаров Михаил Абдурахманович — доктор экономических наук, профессор, ректор Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, член-корреспондент Российской академии образования, заслуженный деятель науки Российской Федерации;

Звонова Елена Анатольевна — доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

Рецензенты:

Галанов В. А. — доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой биржевого дела и ценных бумаг Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова, заслуженный деятель науки Российской Федерации;

Бажан А. И. — доктор экономических наук, ведущий научный сотрудник Института Европы Российской академии наук;

Сумароков В. Н. — доктор экономических наук, профессор, декан факультета международных экономических отношений Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

М64

Мировые финансы. В 2 т. Том 2 : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / под общ. ред. М. А. Эскиндарова, Е. А. Звоновой. — М. : Издательство Юрайт, 2018. — 372 с. — Серия : Библиотека будущего финансиста-международника.

ISBN 978-5-534-01878-3 (т. 2)

ISBN 978-5-534-01877-6

Учебник представляет собой учебно-методический комплекс, состоящий из двух томов. Книги содержат учебный текст, структурированный в 20 глав, тематически соответствующий рабочей программе курсов «Мировые финансы» и «Международные валютно-кредитные и финансовые отношения», и практикум.

Во втором томе рассматривается функционирование транснациональных корпораций на мировом финансовом рынке, мировые финансовые кризисы и институты мировых финансов. В практикуме по каждой главе приводятся тесты, кейсы, задачи и другие дидактические материалы. В практикум также включен примерный перечень тем для написания курсовых работ и эссе.

Содержание учебника соответствует актуальным требованиям Федерального государственного образовательного стандарта высшего образования для подготовки бакалавров и магистров направления подготовки «Экономика».

Для студентов высших учебных заведений экономического профиля, аспирантов, преподавателей, а также практических работников финансово-кредитных органов.

УДК 336(075.8)

ББК 65.5я73

*Информационно-правовая поддержка
предоставлена компанией «Гарант»*



Все права защищены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав. Правовую поддержку издательства обеспечивает юридическая компания «Дельфи».

ISBN 978-5-534-01878-3 (т. 2)

ISBN 978-5-534-01877-6

© Коллектив авторов, 2015

© ООО «Издательство Юрайт», 2018

Оглавление

| | |
|--|------------|
| Авторский коллектив | 5 |
| Глава 14. Транснациональные корпорации в мировых финансах | 7 |
| 14.1. Понятие и принципы деятельности транснациональных корпораций..... | 7 |
| 14.2. Общая характеристика денежных потоков транснациональных корпораций..... | 10 |
| 14.3. Методы управления денежными потоками транснациональных корпораций..... | 20 |
| 14.4. Валютные риски ТНК и их хеджирование на мировом финансовом рынке | 33 |
| <i>Вопросы для самопроверки</i> | 38 |
| Глава 15. Государства как участники системы мировых финансов | 39 |
| 15.1. Внешняя задолженность государств: понятие, структура и показатели..... | 39 |
| 15.2. Эволюция и современные тенденции развития рынка суверенных долгов | 46 |
| 15.3. Международные резервы государств | 55 |
| 15.4. Суверенные фонды в системе мировых финансов | 66 |
| <i>Вопросы для самопроверки</i> | 72 |
| Глава 16. Платежный баланс | 73 |
| 16.1. Система балансов международных расчетов..... | 73 |
| 16.2. Основные теории регулирования платежного баланса | 81 |
| 16.3. Структура платежного баланса и международной инвестиционной позиции страны | 89 |
| <i>Вопросы для самопроверки</i> | 109 |
| Глава 17. Кризисы на мировом финансовом рынке..... | 110 |
| 17.1. Понятие, предпосылки и последствия кризисов мирового финансового рынка | 110 |
| 17.2. Классификация кризисов мирового финансового рынка..... | 115 |
| 17.3. Краткая история мировых финансовых кризисов..... | 119 |
| 17.4. Методы преодоления финансовых кризисов | 127 |
| <i>Вопросы для самопроверки</i> | 135 |
| Глава 18. Регулирование мирового финансового рынка..... | 136 |
| 18.1. Сущность и цели регулирования мирового финансового рынка | 136 |
| 18.2. Инструменты и система методов регулирования мирового финансового рынка | 138 |
| <i>Вопросы для самопроверки</i> | 159 |

| | |
|---|------------|
| Глава 19. Институты мировых финансов | 161 |
| 19.1. Понятие и классификация институтов мировых финансов | 161 |
| 19.2. Международный валютный фонд..... | 167 |
| 19.3. Группа Всемирного банка..... | 177 |
| 19.4. Банк международных расчетов..... | 183 |
| 19.5. Региональные банки и фонды развития..... | 187 |
| <i>Вопросы для самопроверки</i> | 195 |
| Глава 20. Россия в системе мировых финансов | 196 |
| 20.1. Российский валютный рынок и валютная политика..... | 196 |
| 20.2. Россия в международных кредитных отношениях | 203 |
| 20.3. Создание международного финансового центра в России | 214 |
| <i>Вопросы для самопроверки</i> | 220 |
| Практикум | 221 |
| Литература | 355 |
| Словарь терминов | 358 |

Авторский коллектив

Антропов Владислав Владимирович — доктор экономических наук, профессор кафедры «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве РФ (гл. 8: 8.3; 12);

Балок Игорь Алексеевич — кандидат экономических наук, доцент кафедры «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве РФ (гл. 15: 15.1, 15.2; практикум к гл. 15 (в соавторстве с А. В. Навоем));

Белянчикова Татьяна Викторовна — кандидат экономических наук, доцент кафедры «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве РФ (гл. 9: 9.2);

Звонова Елена Анатольевна — доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве РФ (общее редактирование; предисловие; гл. 3: 3.1, 3.2; 6; 9: 9.1, 9.3; 11; 14; 17; 18; практикум к гл. 1; 2 (в соавторстве с Н. В. Сергеевой); 3; 6; 7–12; 14; 17–18; 20 (в соавторстве с О. В. Хмыз));

Игнатова Ольга Владимировна — кандидат экономических наук, доцент кафедры «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве РФ (гл. 13; практикум к гл. 13);

Кузнецов Алексей Владимирович — доктор экономических наук, профессор кафедры «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве РФ (гл. 19; практикум к гл. 19);

Навой Антон Викентьевич — доктор экономических наук, профессор кафедры «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве РФ (гл. 15: 15.3, 15.4; 16; практикум к гл. 15 (в соавторстве с И. А. Балюком); 16);

Пищик Виктор Яковлевич — доктор экономических наук, профессор кафедры «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве РФ (гл. 4; практикум к гл. 4);

Платонова Ирина Николаевна — доктор экономических наук, профессор кафедры «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве РФ (гл. 5; практикум к гл. 5);

Сергеева Наталья Владимировна — кандидат экономических наук, доцент кафедры «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве РФ (гл. 2; практикум к гл. 2 (в соавторстве с Е. А. Звоновой));

Туруев Игорь Борисович — доктор экономических наук, профессор кафедры «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве РФ (гл. 10);

Хмыз Ольга Васильевна — кандидат экономических наук, доцент кафедры «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве РФ (гл. 20; практикум к гл. 20 (в соавторстве с Е. А. Звоновой));

Эскиндаров Михаил Абдурахманович — доктор экономических наук, профессор, ректор Финансового университета при Правительстве РФ, заслуженный деятель науки Российской Федерации (общее редактирование; гл. 1; 7; 8: 8.1, 8.2);

Ярыгина Ирина Зотовна — доктор экономических наук, профессор кафедры «Мировые финансы» Финансового университета при Правительстве РФ (гл. 3: 3.3, 3.4).

Глава 14

ТРАНСНАЦИОНАЛЬНЫЕ КОРПОРАЦИИ В МИРОВЫХ ФИНАНСАХ

В результате изучения данной главы студент должен:

знать

- основные концепции, виды, аспекты эволюции и роль транснациональных корпораций в системе мировых финансов;
- основные методы анализа особенностей формирования денежных потоков ТНК;
- практические методы оптимизации управления денежными потоками ТНК;
- основные источники и способы получения информации об организации управления денежными потоками ТНК;

уметь

- выявлять проблемы экономического характера при анализе конкретных ситуаций в области управления и оптимизации денежных потоков ТНК, предлагать способы их решения с учетом критериев эффективности организации денежных потоков;
- давать оценку инструментам и методам управления денежными потоками ТНК;
- анализировать и оценивать эффективность принимаемых решений по оптимизации денежных потоков ТНК;

владеть

- навыками использования полученной информации в области организации и управления денежными потоками ТНК;
 - методологией экономического исследования и анализа методов оптимизации денежных потоков ТНК;
 - навыками принятия управленческих решений в области эффективного управления денежными потоками ТНК.
-

14.1. Понятие и принципы деятельности транснациональных корпораций

Формирование и развитие системы мировых финансов и мирового финансового рынка создали объективные условия для быстрого развития *транснациональных корпораций* (ТНК), которые появились в период 1950—1960-х гг. в связи с геополитическими процессами деколонизации и сопутствующими им процессами национализации иностранного имущества в бывших колониях. Для того чтобы обойти опасность национализации, корпорации начали создавать национальные предприятия в этих странах, что привело к появлению ТНК в их современном понимании.

Проблемы терминологии

Первые определения многонациональных корпораций (так назывались эти компании до 1980-х гг.) были даны на этапе их формирования в 1960-х гг. В этих опре-

делениях многонациональные корпорации трактовались как фирмы, действующие более чем в одной стране. Позже определение было расширено. Для конкретизации понимания сущности ТНК за основу были приняты следующие критерии:

- достаточно крупный размер фирмы;
- элементы монопольного положения фирмы на рынке;
- интернациональная производственная структура с развитым внутрифирменным разделением труда;
- транснациональный характер операций, в том числе финансовых;
- верховенство центра при принятии стратегических решений и централизованный контроль всех звеньев, составляющих корпорацию.

Современную транснациональную корпорацию можно определить как институт или организацию, осуществляющую производство или услуги не менее чем в шести странах, при уровне занятости иностранного персонала в 25% и при доле зарубежных капиталовложений не менее 25%.

Средой формирования, движения и управления денежными потоками ТНК выступает мировой финансовый рынок. Основными *факторами появления* ТНК являются: эффект масштаба, вертикальная интегрированность всех структур ТНК, конкурентная борьба в масштабах мирового рынка и цепная реакция вытягивания вслед за собой на международный уровень смежные с ТНК производства.

Специфика деятельности ТНК состоит в создании и расширении зарубежных и дочерних предприятий и установлении контроля над их деятельностью. ТНК как международная монополия — реальный показатель того, что уровень концентрации капитала и производства перерос национальные границы. В этом плане ТНК можно рассматривать как олигополистическую структуру, в которой собственность, управление, производство и продажи осуществляются в рамках юрисдикции нескольких национальных государств.

Главной целью транснациональной корпорации является обеспечение производства товаров для мирового рынка, с минимальными издержками для получения максимальной прибыли. Указанная цель реализуется посредством такого инструмента мирового рынка, как прямые иностранные инвестиции (ПИИ) из страны базирования ТНК в принимающие страны. Современные ТНК могут использовать и другие формы внешней инвестиционной деятельности, которые не относятся к прямым вложениям. Речь идет о таких формах интернационализации бизнеса, как субподрядные соглашения и соглашения о разделе продукции, широко используемые в добывающей промышленности, договоры о создании совместных предприятий, контракты о предоставлении услуг и о техническом содействии, соглашения о строительстве объектов «под ключ», контракты типа BOT (*build, operate, transfer*) и договоры франчайзинга.

Основное преимущество транснациональной корпорации перед обычными корпорациями состоит в их более высокой эффективности. Можно выделить несколько основных *источников высокой эффективности деятельности* ТНК:

- использование преимуществ доступа или владения на международном уровне природными ресурсами, капиталами и знаниями;

— возможность оптимального размещения своих предприятий в разных странах с учетом размеров их внутреннего рынка, темпов экономического роста, цены и квалификации рабочей силы, цен и доступности остальных экономических ресурсов, развитости инфраструктуры, а также политической стабильности;

— возможность аккумуляции капитала в рамках всей системы ТНК, включая заемные средства в странах расположения зарубежных филиалов, и приложение его в наиболее выгодных для компании обстоятельствах и местах;

— использование в своих целях ресурсов мирового финансового рынка;

— постоянная информированность о конъюнктуре товарных и финансовых рынков в разных странах, что позволяет оперативно переводить потоки капиталов в те государства, где складываются условия для получения максимальной прибыли, и одновременно распределять финансовые ресурсы с минимальными рисками (включая риски от колебания курсов национальных валют);

— рациональная организационная структура;

— опыт международного менеджмента.

По *организационной структуре* транснациональные корпорации, как правило, представляют собой многоотраслевые концерны. *Головная (материнская) компания* выступает оперативным штабом корпорации. Она осуществляет технико-экономическую политику и контроль над деятельностью *заграничных компаний и филиалов*. В последнее время в структуре транснациональных корпораций происходят изменения, связанные с децентрализацией управления и значительным повышением роли региональных управленческих структур. *Региональные системы управления* ТНК подразделяются на три вида:

— главные региональные управления, ответственные за все виды деятельности концерна в соответствующем регионе. Они наделены правами координации и контроля за деятельностью всех филиалов в соответствующем регионе;

— региональные производственные управления, координирующие деятельность предприятий в соответствии с конкретной производственной цепочкой;

— региональные функциональные управления, обеспечивающие специфические виды деятельности ТНК: сбыт, снабжение, обслуживание потребителей после продажи им товара, научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы (НИОКР) и т.д.

В настоящее время принято делить транснациональные корпорации на три вида: интернациональные, многонациональные и глобальные.

Интернациональные транснациональные корпорации представляют собой начальную, наиболее простую форму ТНК. По существу, это национальные компании с зарубежными активами. Созданные за рубежом филиалы таких компаний не имеют юридической самостоятельности, а зарубежные рынки рассматриваются как продолжение национального рынка.

Многонациональные ТНК — это международные корпорации, объединяющие национальные компании ряда государств на производственной

и научно-технической основе. Филиалы таких компаний, как правило, автономны, а зарубежные рынки имеют равноценное или приоритетное значение по сравнению с внутренними рынками.

Глобальные ТНК — компании, возникшие в 1980—1990-е гг. и создаваемые на основе интеграции хозяйственной деятельности, осуществляемой в разных странах. Эти ТНК представляют собой объединение децентрализованных филиалов, для которых сферой деятельности является весь мир. Одна из основных характеристик таких ТНК — осуществление глобальной финансово-экономической стратегии на мировом финансовом рынке. Подобный подход включает совокупность следующих принципов:

- необходимость продаж произведенных товаров и услуг не только на национальном, но и на мировом рынке;

- обязательность размещения тех или иных видов деятельности в других странах;

- координация и интеграция различных видов деятельности должна осуществляться в масштабах всего мира.

Роль транснациональных корпораций в мировой экономике и мировых финансах двойственна. С одной стороны, ТНК содействуют экономической интеграции стран. С другой стороны, деятельность ТНК в других странах нарушает правила нормальной конкуренции, собственность или контроль над ключевыми секторами национальной экономики зачастую переходят к иностранным компаниям, что оказывает существенное влияние на политический и экономический суверенитет принимающей страны.

Основными современными *тенденциями развития транснациональных корпораций* являются:

- усиление экспансии современных транснациональных корпораций во всех сферах мировой экономики;

- относительная независимость денежных потоков ТНК от экономического развития страны базирования материнской компании;

- усиление роли транснациональных корпораций в научно-техническом прогрессе;

- диверсификация деятельности транснациональных корпораций.

На сегодняшний день ТНК являются основными участниками мирового финансового рынка.

14.2. Общая характеристика денежных потоков транснациональных корпораций

Основную роль в развитии современных транснациональных корпораций играют их внешние и внутренние финансовые связи, которые в реальной экономической деятельности представлены *денежными потоками*. На рис. 14.1 показаны основные денежные потоки, связывающие центр корпорации с ее отделениями, а также возможные внешние связи, возникающие в структуре мирового финансового рынка и обеспечивающие ТНК увеличение доходов.

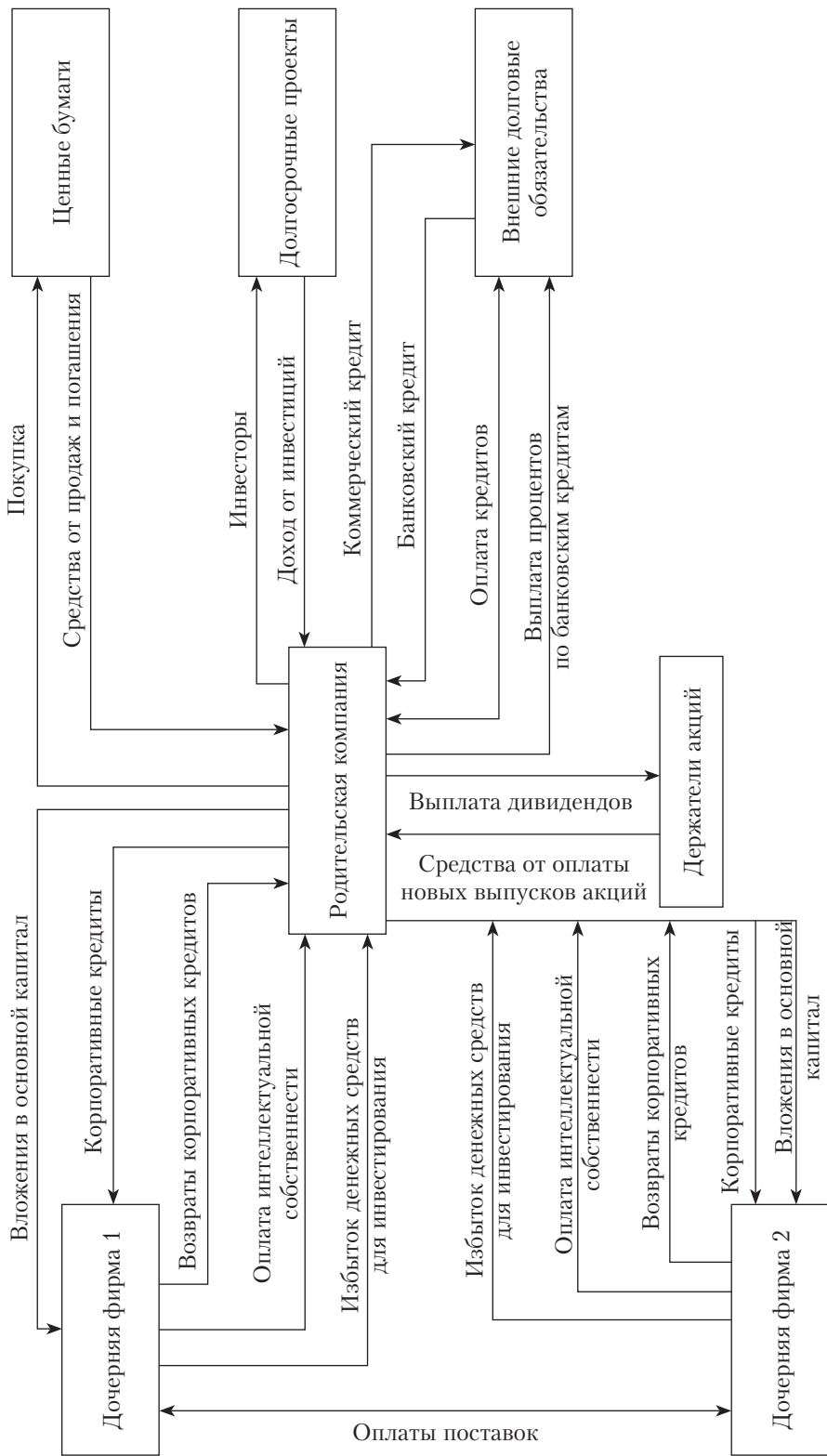


Рис. 14.1. Общая схема денежных потоков транснациональной корпорации

По отношению к центру транснациональной корпорации все денежные потоки подразделяются на две группы: входящие и исходящие. *Входящие денежные потоки* представлены всеми видами поступлений денежных средств, как от подразделений самой ТНК, так и из внешних источников. От своих дочерних фирм родительская компания получает средства от возврата предоставленного ранее кредита, например, связанного с поставкой товаров или предоставленного для поддержания ликвидности. Подразделения направляют в центр корпорации оплату новейших разработок в области технологии, маркетинга, информации и т.д. как объектов интеллектуальной собственности. Избыток денежных средств дочерних фирм также может быть передан в центр для их последующего инвестирования.

Исходящие денежные потоки ТНК представляют собой движение финансовых ресурсов из центра корпорации в подразделения. Они могут возникать:

- в виде прямого финансирования деятельности дочерних фирм;
- на кредитной основе, означающей последующий возврат полученных средств с уплатой процентов.

Для дочерней фирмы исходящими денежными потоками являются периодические отчисления денежных ресурсов в пользу головной компании. Эти выплаты, как правило, предназначены для возмещения тех издержек, которые неизбежно несет родительская компания, укрепляя потенциал своего дочернего подразделения. Базовой особенностью денежных потоков ТНК является их валютная форма.

Специфика денежных (валютных) потоков ТНК определяется:

- политикой родительской корпорации по консолидации денежных средств;
- влиянием обменных курсов, обуславливающих выгодность проведения расчетов в одних валютах и невыгодность — в других;
- использованием неттинга (клиринга) при расчетах между дочерними компаниями и родительской корпорацией и дочерних компаний друг с другом.

В ходе реализации политики ТНК по консолидации денежных средств временно свободные денежные средства в централизованном порядке перераспределяется среди дочерних компаний. Это позволяет ТНК проводить гибкую политику управления ликвидностью дочерних компаний. Последние могут обладать необходимым минимумом ресурсов, но иметь в случае необходимости доступ к денежным средствам, аккумулируемым ТНК в целом. В этих условиях снижаются потребности подразделений ТНК в дорогом краткосрочном кредитовании.

Специфические *особенности денежных потоков* ТНК определяются проведением операций в различных валютах. Изменения обменных курсов значительно затрудняют прогнозирование будущих платежей, осуществляемых дочерними компаниями при приобретении товаров за границей. При усилении курсовых колебаний корпорации вынуждены увеличивать запасы поступающих из-за границы сырья и комплектующих изделий.

Возможность удорожания поставок по импорту вследствие снижения курса *функциональной (местной) валюты* предопределяет необходимость

поддержания дочерними компаниями относительно высокого уровня свободных денежных средств на банковских счетах (кассовых остатков). Удорожание импортируемых комплектующих изделий вследствие удешевления функциональной валюты сказывается на экспорте готовых изделий, поскольку вызывает снижение конкурентоспособности ТНК в целом. Выбор устойчивых валют для проведения расчетов, хеджирование (страхование) валютных рисков позволяют ТНК минимизировать потери от колебаний обменных курсов.

Особенностью ТНК является значительное число факторов, определяющих их денежные потоки. Схема внутренних и внешних факторов формирования денежных потоков ТНК представлена на рис. 14.2.

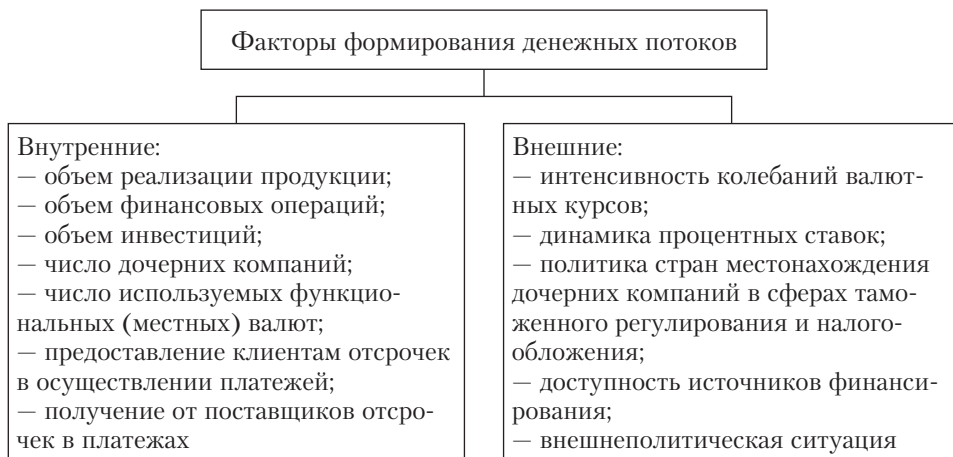


Рис. 14.2. Внутренние и внешние факторы формирования денежных потоков ТНК

Взаимоотношения между материнской компанией и подразделениями ТНК реализуются путем организации *двустороннего движения денежных потоков*. После сведения в балансе всех исходящих и входящих платежей ТНК обнаруживает у себя либо избыток, либо дефицит средств. Вследствие этого ей периодически приходится принимать решения либо об инвестировании полученного избытка, либо о заимствовании ресурсов для покрытия финансового дефицита.

Если ТНК прогнозирует дефицит финансовых ресурсов, возникает потребность в краткосрочном дополнительном финансировании. Если прогнозируется избыток финансовых ресурсов, то ТНК выбирает направления использования свободных средств. Перечисленные трудности в организации денежных потоков транснациональных корпораций требуют использования ресурсов мирового финансового рынка, т.е. привлечения транснациональной корпорацией внешних источников финансирования. Внешние финансовые ресурсы, получаемые ТНК с мирового финансового рынка, как правило, более интенсивные, емкие и эффективные, чем внутренние. Они особенно важны в период развития, когда требуется максимальная концентрация финансовых ресурсов (рис. 14.3).



Рис. 14.3. Деятельность транснациональной корпорации на мировом финансовом рынке

По сравнению с национальными предпринимательскими структурами транснациональные корпорации имеют возможность привлекать ресурсы мирового финансового рынка, характеризующиеся значительным разнообразием, что дает больше возможностей для развития и совершенствования бизнеса ТНК. *Внешние финансовые ресурсы ТНК* могут быть классифицированы по ряду признаков, к которым относят экономическую сущность, место возникновения (регион активизации финансовых ресурсов), степень их активизации, структуру потоков погашения финансовых обязательств, целевые установки инвесторов, секторы мирового финансового рынка, где мобилизуются финансовые ресурсы, назначение и срок использования.

Экономическая сущность внешних финансовых ресурсов ТНК заключается в следующем:

- внешние источники финансирования транснациональных корпораций могут быть бюджетными, кредитными, фондовыми и инвестиционными. Уже здесь их характеристики существенно различаются. Бюджетные источники финансирования ТНК часто безвозмездны, но сложно управляются и активизируются только при соблюдении ряда специфических условий. Кредитные источники предполагают их возвратность, срочность, платность, которые в свою очередь диверсифицированы в зависимости от механизмов и используемых инструментов их активизации. Фондовые и инвестиционные внешние финансовые ресурсы отличаются особым режимом предоставления и использования;

- внешние финансовые ресурсы транснациональных корпораций могут быть охарактеризованы как перераспределительные, заемные и привлечен-

ные в зависимости от особенностей потоков мирового финансового рынка, их направлений, мощности, побудительных мотивов участников.

Место возникновения (регион активизации) внешних финансовых ресурсов ТНК оказывает воздействие на формирование следующих групп финансовых ресурсов ТНК:

— местные финансовые ресурсы, формируемые в конкретном регионе местонахождения подразделения корпорации, с учетом страновых, природных, ресурсных, экономических, социальных, политических и административных факторов;

— региональные, образуемые в той же стране, где функционируют подразделения корпорации, но в другом регионе с иными местными факторами;

— зарубежные внешние финансовые ресурсы корпорации. Последние формируются как в странах, где уже действуют подразделения ТНК, так и в странах потенциального проникновения.

Большое значение для эффективного управления денежными потоками в транснациональных корпорациях имеет классификационный подход, разделяющий внешние финансовые ресурсы *по степени их активизации*. В соответствии с этим подходом все внешние финансовые ресурсы ТНК можно разделить на основные, дополнительные и случайные внешние финансовые ресурсы, а также реально используемые и потенциальные.

С позиций регулирования внешних финансовых ресурсов транснациональных корпораций, поступающих с мирового финансового рынка, большое значение имеет классификационный принцип, дифференцирующий ресурсы ТНК по *потокам погашения финансовых обязательств*. В оперативном плане в расчете на минимальные риски следует выделить два типа денежных потоков:

- денежный поток внешних финансовых ресурсов, аккумулируемых для реализации крупных коммерческих проектов. Он относительно легко оценивается и контролируется. Этот тип внешних финансовых ресурсов позволяет достаточно точно определить и зафиксировать все основные параметры проекта — цены, сроки и объемы реализации, уровень риска и др.;
- внешние финансовые ресурсы, привлекаемые транснациональными корпорациями в целях осуществления ими основной текущей деятельности.

Доступность, интенсивность, объемность внешних финансовых ресурсов ТНК значительно различаются в зависимости от *целевых установок* инвесторов. Целевыми установками или предназначением внешних финансовых ресурсов транснациональных корпораций чаще всего являются поддержание их оперативного функционирования, обеспечение развития, расширения или реструктуризации.

В качестве классификационного признака внешних финансовых ресурсов транснациональных корпораций выступают также рынки, на которых они активизируются. Речь идет об отдельных секторах мирового финансового рынка — валютном, кредитном, фондовом и инвестиционном.

Немаловажную роль в управлении денежными потоками ТНК играет разделение внешних финансовых ресурсов по срокам. Традиционно выде-

ляют долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные внешние финансовые ресурсы.

Внешние финансовые ресурсы, привлекаемые транснациональными корпорациями на мировом финансовом рынке, могут обеспечить высокую эффективность бизнеса ТНК. Хотя внешними финансовыми ресурсами мирового финансового рынка сложнее управлять, они обладают рядом достоинств по сравнению с внутренними финансовыми ресурсами корпораций:

- ресурсы, привлеченные с мирового финансового рынка, обеспечивают большую адаптивность к местным финансовым и валютным условиям: налогам, валютному контролю и валютным ограничениям, режиму валютных курсов;

- они могут в большей степени защищать финансы корпораций от инфляции;

- в отличие от внутренних финансовых ресурсов, возможности их привлечения разнообразнее.

Транснациональные корпорации пользуются ресурсами всех секторов мирового финансового рынка. Через механизмы международного кредитования, эмиссий корпоративных облигаций, страховых премий, инвестиционных доходов, валютных операций они имеют широкие возможности для привлечения дополнительных финансовых ресурсов. Разнообразие и многочисленность внешних финансовых ресурсов позволяют ТНК выбирать те из них, которые наиболее адекватны сложившимся экономическим, политическим, социальным условиям страны и региона, где они функционируют.

Развитие транснациональных корпораций во многом определяется возможностями привлечения финансовых ресурсов на *валютном секторе мирового финансового рынка*. При этом необходимо принимать во внимание тот факт, что вне зависимости от вида внешнего финансового ресурса (кредиты, ценные бумаги, и пр.) транснациональные корпорации вынуждены решать вопрос о том, в какой валюте производить привлечение финансовых ресурсов. Другими словами, мировой валютный рынок представляет собой основной источник внешних финансовых ресурсов ТНК.

Существует целый ряд приоритетов, которые транснациональные корпорации рассматривают при принятии ими решения о привлечении финансовых ресурсов в иностранных валютах. Важнейшими среди них являются:

- паритет процентных ставок в данной валюте;

- форвардная ставка как важнейшее средство прогнозирования тренда валютного курса конкретной валюты;

- прогнозы динамики обменных курсов.

Выбор транснациональными компаниями той или иной валютной схемы привлечения ресурсов с мирового валютного рынка определяется соотношением стоимости привлекаемых ресурсов и рисками, которым подвергается ТНК при проведении операций на валютном секторе мирового финансового рынка. Одним из инструментов сбалансирования стоимости привлекаемых ресурсов и рисков являются производные финансовые инструменты. Транснациональные корпорации используют широкий набор

производных инструментов, которые занимают значительный удельный вес в общем объеме привлеченных средств. Эта тенденция отражает усложнение и одновременно расширение возможностей привлечения внешних ресурсов ТНК на мировом финансовом рынке.

Транснациональные корпорации активно используют *ресурсы кредитного сектора мирового финансового рынка*. Внешние кредитные ресурсы дифференцируются как долгосрочные и краткосрочные, банковские и коммерческие. При этом функционирование ТНК в различных странах и регионах привносит в регулирование этого вида внешних финансовых ресурсов значительную специфику. Так, весьма популярным среди транснациональных корпораций инструментом привлечения краткосрочных финансовых ресурсов служат *прямые кредиты крупных банков*.

Помимо своего непосредственного предназначения, выражающегося в привлечении финансовых ресурсов для обеспечения производственных процессов ТНК, данная форма активизации внешних ресурсов нередко имеет и косвенный подтекст. Она является своеобразным каналом для установления связей между транснациональными корпорациями и крупными банками. При этом большинство ТНК стремится диверсифицировать эти внешние финансовые ресурсы, заключая кредитные соглашения сразу с несколькими банками разных стран. Это расширяет выбор условий кредитования.

С учетом специфики транснациональных корпораций возможно привлечение финансовых ресурсов с помощью *внешних параллельных кредитов*. Суть параллельного кредита состоит в одновременном и сбалансированном по основным параметрам привлечении кредитов каким-либо подразделением корпорации в разных странах от различных материнских компаний (рис. 14.4).



Рис. 14.4. Схема внешнего параллельного кредитования в транснациональных корпорациях

Одной из характерных особенностей развития транснациональных корпораций является привлечение ими *синдицированных кредитов*. Эти кредиты предоставляются несколькими банками для реализации крупных проектов транснациональных корпораций. Синдицированные кредиты позволяют банкам распределять кредитный риск по отдельным участникам и поддерживать свои ликвидные ресурсы на относительно низком уровне,

а транснациональным компаниям не только концентрировать заемный капитал, но и снижать валютные риски, связанные с его привлечением.

Аналогичные подходы характерны при выборе и использовании транснациональными корпорациями в качестве внешних финансовых ресурсов инструментов *фондового сектора мирового финансового рынка*. В частности, ТНК активно используют в качестве внешних финансовых ресурсов комплекс различных инструментов привлечения краткосрочных финансовых ресурсов для обеспечения ликвидности. Одним из таких эффективных инструментов является *эмиссия евровекселей (euronotes)*. Такие векселя обычно эмитируются сроком на один, три или шесть месяцев под плавающий процент, рассчитываемый на базе ставки LIBOR. Однако многие ТНК применяют конверсионные схемы и немедленно после окончания срока действия своих векселей пролонгируют их на новый, обычно аналогичный, срок. Фактически векселя превращаются из краткосрочных в среднесрочные инструменты активизации внешних финансовых ресурсов. Андеррайтинг векселей корпораций проводится коммерческими банками, которые часто сами становятся их владельцами, приобретая векселя для своих инвестиционных портфелей.

Кроме евровекселей с целью привлечения внешних краткосрочных финансовых ресурсов транснациональные корпорации активно используют эмиссии так называемых *европейских коммерческих бумаг (euro-commercial papers)*. Эмиссия этих бумаг осуществляется, как правило, без привлечения андеррайтинговых синдикатов. Поэтому цена их реализации на рынке не может быть гарантирована заранее. Сроки действия европейских коммерческих бумаг варьируются, часто определяясь потребностями самих инвесторов. Дилеры активно работают с этими бумагами на вторичном рынке, выдвигая предложения об их возможной перепродаже до истечения срока действия.

Наиболее распространенным в практике деятельности ТНК инструментом привлечения внешних финансовых ресурсов с мирового финансового рынка являются *долгосрочные корпоративные облигации*. Специфика структуры и функционирования транснациональных корпораций предопределяет тщательный выбор валюты эмиссии корпоративных облигаций. Доходы и затраты по ним значительно разнятся в зависимости от вида валюты, текущей процентной ставки и динамики обменного курса данной иностранной валюты относительно внутренней валюты страны нахождения ТНК.

На практике решение валютных проблем ТНК реализуется по нескольким сценариям. Например, поскольку уровень доходности облигаций, выпущенных в иностранных валютах, нередко оказывается низким, транснациональные корпорации, расположенные в Соединенных Штатах, часто предпочитают номинировать свои облигации в других валютах. Такие корпорации, как *Hewlett Packard, IBM, Pepsi Co., Walt Disney*, значительную часть своих облигаций эмитируют в японских иенах с целью получения преимуществ за счет низких процентных ставок в стране этой валюты.

При благоприятной динамике валютных курсов и процентных ставок оказывается выгодным выпускать долгосрочные корпоративные еврообли-

гации с «плавающей» ставкой, которую корпорации часто предпочитают фиксированной купонной ставке.

В целом ряде случаев наиболее предпочтительным выбором для эмитента (заемщика) может быть не один тип валютных облигаций, а портфель из нескольких таких облигаций. *Диверсифицированный валютный фондовый портфель* может служить эффективным инструментом снижения риска, принимаемого на себя эмитентом облигаций. Упрощенной модификацией диверсифицированного валютного фондового портфеля является вариант, позволяющий привлекать финансирование в нескольких иностранных валютах без одновременной эмиссии нескольких видов облигаций. Такой инструмент активизации финансовых ресурсов в форме «валютного коктейля» имеет ряд несомненных преимуществ перед облигациями в одной валюте. Он позволяет добиться существенного снижения валютного риска ТНК. Валютный фондовый «коктейль» представляет собой некую мультивалютную счетную единицу. Если в Европе введение евро в качестве единой европейской валюты ограничило выпуск облигаций в форме «валютного коктейля», то в общемировой практике этот финансовый инструмент остается востребованным.

Крупнейшим источником привлечения транснациональными компаниями внешних финансовых ресурсов для своей деятельности выступает *инвестиционный сектор мирового финансового рынка*, тесно связанный с валютным сектором этого рынка. Одним из инструментов его использования являются *валютные депозиты*. Для эффективного использования данного инструмента инвестирования свободных финансовых ресурсов транснациональных корпораций необходимы тщательный анализ и прогнозирование конъюнктуры валютного рынка. Динамика курсов валют отличается неустойчивостью. Реальный доход, т.е. доход, скорректированный на изменение обменного курса, может оказаться значительно ниже ожидаемого. Это можно проиллюстрировать на следующем примере.

Вопросы практики

Предположим, что американская ТНК располагает свободными финансовыми ресурсами в сумме 1 млрд долл. Она планирует открыть трехмесячный депозит в английских фунтах стерлингов по ставке 4% за период использования депозита. Допустим, обменный курс фунта стерлингов на момент открытия депозита составляет 2 долл. за фунт. Доллары США сначала конвертируются в фунты стерлингов, что дает сумму в 500 млн фунтов стерлингов ($1 \text{ млрд долл.} / 2$). Затем сумма в фунтах стерлингов размещается на депозит в Англии. Три месяца спустя после размещения депозита английский банк выплачивает американской ТНК 520 млн фунтов стерлингов ($500 \text{ млн фунтов стерлингов} \cdot 1,04 \text{ долл.}$).

Предположим, что американская транснациональная корпорация разместила депозит в английских фунтах стерлингов только из-за высокой процентной ставки. Допустим также, что на момент окончания срока депозита обменный курс фунта стерлингов снизился до 1,85 долл. за фунт. Тогда сумма, которую получит ТНК при обратной конвертации английских фунтов стерлингов в доллары, составит 962 млн долл. ($520 \text{ млн фунтов стерлингов} \cdot 1,85 \text{ долл.}$). Следовательно, при данном варианте инвестирования средств американская ТНК несет убытки в размере 38 млн долл. на вложенный капитал. Депозитная операция не имеет финансового смысла.

Наряду с таким инструментом краткосрочных инвестиций, как банковские депозиты, мировой финансовый рынок предлагает и *краткосрочные ценные бумаги*. Большинство таких бумаг, выпускаемых в конкретных валютах и доступных для свободного приобретения, приносят, как правило, примерно равный доход. В связи с этим многие транснациональные корпорации предпочитают вкладывать свободные финансовые ресурсы в ценные бумаги, изначально депонированные в той валюте, которая потребуется им после окончания срока действия таких инвестиций.

На практике транснациональные корпорации, конечно, не могут иметь абсолютно точной информации об изменении валютных курсов. В качестве определенной страховки от неблагоприятных изменений курсов они могут использовать принцип *диверсификации инвестиций по нескольким валютам*, т.е. инвестирование финансовых ресурсов в ценные бумаги, выпускаемые в различных видах валюты. Это позволяет существенно снизить вероятность крупных потерь в случае, если курс одной из валют начнет резко снижаться.

Для привлечения внешних финансовых ресурсов в большей мере, чем для внутренних, целесообразно использовать *брендовый инструмент*. Бренд эффективной, стабильной, динамично развивающейся ТНК, грамотно построенный и правильно оформленный, не только способствует расширению сегментов рынка, росту объемов продаж и в итоге увеличению рентабельности, но и обеспечивает повышение привлекательности транснациональной корпорации как объекта кредитных и портфельных инвестиций. Высокие рейтинги транснациональных корпораций, обладающих эффективными брендами, предопределяют благоприятные оценки их кредитоспособности и, соответственно, большие лимиты кредитования, а также более объемное и быстрое размещение эмитируемых ими фондовых инструментов.

14.3. Методы управления денежными потоками транснациональных корпораций

Управление денежными (валютными) потоками транснациональных корпораций представляет собой разработку и реализацию системы методов оптимизации параметров денежных потоков для достижения эффективности и устойчивости ТНК с учетом воздействия международных, национальных и корпоративных факторов.

В современной практике используются разнообразные *методы оптимизации движения текущих денежных потоков*. К основным из них относятся следующие:

- ускорение движения денежных потоков;
- использование неттинга для минимизации издержек, связанных с конверсионными операциями;
- минимизация налогов на денежные потоки;
- управление заблокированными средствами;
- применение прямых переводов финансовых ресурсов между дочерними подразделениями (лаггинг и лидинг);
- внутрифирменное кредитование.

Главной целью управления движением денежных потоков ТНК в международном масштабе является их *ускорение*. Для увеличения и интенсификации входящих денежных потоков в современной практике транснациональных корпораций используются следующие методы:

- предоплата и авансовые платежи;
- оперативное банковское кредитование в виде предоставления кредитной линии или предварительного гарантирования кредита для проведения платежей;
- широкое использование международных платежных систем, значительно ускоряющих проведение расчетов и платежей.

Вторым способом оптимизации финансовых потоков транснациональных корпораций является использование *неттинга* для минимизации издержек по конверсионным операциям. Неттинг определяется как взаимозачет финансовых требований и по сути является синонимом клиринга. Данный прием с успехом используется для реализации совместных усилий двух или нескольких подразделений ТНК, а также для централизованного управления финансовыми ресурсами. Он позволяет оптимизировать денежный поток за счет сокращения административных и операционных расходов, с которыми неизбежно сопряжено исполнение любой конверсионной (валютно-обменной) операции.

Если одна из дочерних фирм приобретает товары у другой, у нее при проведении оплаты может возникнуть потребность в иностранной валюте. Такая же потребность может возникнуть и у второй дочерней фирмы, если она приобретает товары у первой. Но обе фирмы могут избежать операционных издержек, связанных с приобретением иностранной валюты, либо значительно снизить их, если дочерние фирмы ТНК используют метод неттинга взаимных платежей, т.е. если они зачтут друг другу свои взаимные финансовые требования за определенный период. В итоге вся процедура сведется к одному чистому платежу.

Возможности неттинга в настоящее время постоянно расширяются. Его преимущества состоят в следующем:

- благодаря неттингу значительно сокращается количество переводов между дочерними фирмами транснациональной корпорации, проводимых через границу;
- при неттинговых платежах снижается потребность в конверсионных операциях с иностранной валютой, поскольку сокращается само количество денежных переводов;
- преимущество неттинга состоит в том, что он заставляет более четко и жестко контролировать информацию о сделках между дочерними фирмами;
- при неттинге проще прогнозировать денежные потоки. При данной форме расчетов вместо многочисленных отдельных платежей в течение каждого заданного периода времени совершается лишь один платеж в конце этого периода в размере разницы между всеми взаимными требованиями.

Неттинг как метод управления денежными потоками ТНК бывает двух видов: двусторонний и многосторонний.

Двусторонний неттинг охватывает сделки между двумя подразделениями: например, между родительской компанией и дочерней фирмой или между двумя дочерними фирмами. *Многосторонний неттинг* представляет собой более сложную схему взаимоотношений между родительской компанией и несколькими ее дочерними структурами (рис. 14.5).



Рис. 14.5. Оптимизация внутрикорпоративных денежных потоков между дочерними фирмами ТНК вследствие многостороннего неттинга

С учетом оптимизации денежных потоков вследствие многостороннего неттинга составляется график взаимных платежей. Для проведения консолидированных платежей используется единая валюта, которой выступает одна из наиболее используемых валют международных платежей: доллар США, евро, английский фунт, японская иена, швейцарский франк и с 2009 г. китайский юань.

Возможности многостороннего неттинга для управления внутрикорпоративными денежными потоками в транснациональных корпорациях постоянно расширяются вследствие конкретных и наглядных преимуществ этого метода оптимизации управления денежными потоками ТНК. К таким преимуществам относятся:

- значительное сокращение трансграничных переводов между дочерними фирмами ТНК, что сокращает административные и конверсионные издержки;
- снижение потребности в конверсионных операциях с иностранной валютой;
- более четкий и жесткий контроль сделок между дочерними фирмами, в результате чего предоставляется максимально выверенная отчетность по движению денежных потоков между аффилированными фирмами;
- упрощение прогнозирования денежных потоков.

Система многостороннего неттинга обычно базируется на принципе централизации. Она позволяет концентрировать необходимую информацию в одном месте. На основании консолидированной информации о денежных потоках определяется чистая позиция потоков для каждой пары подразделений. В конце каждого заданного периода до соответствующих подразделений могут доводиться инструкции о необходимом размере выплат. Централизованная группа (головная компания) может даже иметь запас средств в различных валютах с тем, чтобы валютные конверсии для неттинговых платежей в конце периода могли быть совершены без значительных операционных издержек.

Сущность данной системы можно проиллюстрировать на примере матрицы взаимных платежей (табл. 14.1).

Таблица 14.1

Матрица взаимных платежей между дочерними фирмами условной ТНК, млн долл. США

| Платежи, подлежащие выплате дочерней фирмой, расположенной в стране | Платежи в пользу дочерней фирмы, расположенной в стране | | | | | | |
|---|---|---------|----------------|--------|-----------|-----|----------|
| | Канада | Франция | Великобритания | Япония | Швейцария | США | Германия |
| Канада | — | 40 | 80 | 90 | 20 | 40 | 60 |
| Франция | 60 | — | 40 | 30 | 60 | 50 | 30 |
| Великобритания | 90 | 20 | — | 20 | 10 | 0 | 40 |
| Япония | 100 | 30 | 50 | — | 20 | 30 | 10 |
| Швейцария | 10 | 50 | 30 | 10 | — | 50 | 70 |
| США | 10 | 60 | 20 | 20 | 20 | — | 40 |
| Германия | 40 | 30 | 0 | 40 | 40 | 70 | — |

Из данных табл. 14.1 следует, что канадское подразделение некоей условной ТНК должно подразделению во Франции 40 млн долл., подразделению в Великобритании 80 млн долл. и т.д. В свою очередь подразделения во Франции и Великобритании должны канадскому подразделению соответственно 60 и 90 млн долл. Поскольку все дочерние фирмы имеют взаимные долги, выдвигаются требования о проведении лишь одного неттингового платежа, представляющего собой чистую разницу взаимного долга двух фирм. С учетом этого составляется график чистых выплат (табл. 14.2).

Для проведения консолидированных платежей используется единый валютный эквивалент. В нашем примере — доллар США.

При всей привлекательности неттинговой системы возможности ее использования в современных условиях ограничены. Как показывает практика, в ряде стран органами валютного контроля вводятся ограничения на применение многосторонних неттинговых схем. В этом случае транснациональные корпорации активно разрабатывают другие методы оптимизации международных денежных потоков.

График неттинговых платежей условной ТНК, млн долл. США

| Чистые платежи, которые должна выплатить дочерняя фирма, расположенная в стране | Чистые платежи, которые должна получить дочерняя фирма, расположенная в стране | | | | | | |
|---|--|---------|----------------|--------|-----------|-----|----------|
| | Канада | Франция | Великобритания | Япония | Швейцария | США | Германия |
| Канада | — | 0 | 0 | 0 | 10 | 30 | 20 |
| Франция | 20 | — | 20 | 0 | 10 | 0 | 0 |
| Великобритания | 10 | 0 | — | 0 | 0 | 0 | 40 |
| Япония | 10 | 0 | 30 | — | 10 | 10 | 0 |
| Швейцария | 10 | 50 | 30 | 10 | — | 50 | 70 |
| США | 0 | 10 | 20 | 0 | 0 | — | 0 |
| Германия | 0 | 0 | 0 | 50 | 0 | 30 | — |

Необходимым условием оптимизации финансовых потоков современных крупных ТНК является *минимизация налогов на денежные потоки (налоговый арбитраж)*, т.е. учет возможных налоговых последствий при той или иной корректировке денежных потоков ТНК. Например, если правительство страны, в которой располагается одно из дочерних подразделений транснациональной корпорации, распространяет на них высокие налоговые ставки, то головной офис ТНК может направить в дочернюю фирму инструкции о временной приостановке переводов в пользу этого подразделения и поиске таких объектов вложения средств, которые способны минимизировать налогооблагаемую базу.

Если налоги с отчислений в пользу головной компании ТНК осуществляются на постоянной основе, головной офис может взимать с дочернего подразделения более высокую плату за использование своих разработок, патентов или будет взимать накладные расходы, связанные с надзором за операциями дочерних структур. В той мере, в какой все перечисленные платежи отражаются на издержках дочерних фирм, выплачиваемые ТНК налоги могут быть сокращены. Головной офис транснациональной корпорации может также создать в дочерней фирме специальное подразделение для проведения исследований и развития бизнеса, результатами деятельности которого смогли бы воспользоваться и другие дочерние фирмы, что является крупным инвестированием средств в целях ухода от налогообложения и максимизации тем самым суммарной прибыли ТНК.

Транснациональные корпорации представляют собой систему дочерних компаний, расположенных в странах, имеющих различия в национальных налоговых законодательствах. Эти структуры связаны взаимными поставками товаров, оказанием услуг, предоставлением займов и, соответственно, денежными потоками. В такой ситуации появляется возможность регулирования денежных потоков, при котором прибыль ТНК аккумулируется в странах с низким уровнем налогообложения. Эта задача решается за счет:

— кредитной политики ТНК, при которой центрами предоставления займов и, соответственно, концентрации процентных доходов являются страны с низкими налогами;

— трансфертных цен, используемых во взаимопоставках дочерних компаний. Эти цены позволяют максимизировать прибыль ТНК в целом, искусственно занижая прибыль одних дочерних компаний и завышая прибыль других.

Общим правилом налогообложения прибыли, используемым в мировой практике, является уменьшение налоговой базы при исчислении налога на прибыль на величину процентных платежей по привлеченным займам. При налогообложении прибыли корпораций различаются доходы, полученные от использования собственного капитала, и доходы, полученные благодаря заемным средствам.

Общее правило корпоративной политики ТНК в отношении финансирования за счет собственных или заемных средств может быть сформулировано следующим образом: займы целесообразно использовать при предоставлении ресурсов дочерним компаниям, расположенным в странах с высокими налогами, а увеличение собственного капитала дочерних компаний предпочтительнее в странах с низким уровнем налогообложения.

Управление структурой денежных потоков дочерних компаний путем предоставления им заемных ресурсов в рамках ТНК позволяет, с одной стороны, оптимизировать выплачиваемый ими налог на прибыль компаний, но, с другой стороны, может облагаться налогами на дивиденды в стране регистрации родительской компании, когда последняя распределяет дивиденды. В этой связи целесообразно отдельно анализировать влияние на деятельность ТНК налоговой политики стран регистрации родительской корпорации и налоговой политики стран местонахождения дочерних компаний. Пользуясь различиями в национальных налоговых законодательствах стран, в которых располагаются дочерние фирмы, ТНК в целом может значительно понизить совокупную абсолютную сумму налогов на прибыль, выплачиваемых корпорацией.

Рассмотрим пример, который представляет собой упрощенную схему использования транснациональной корпорацией налоговых преимуществ в разных странах. Предположим, что родительская фирма некоей американской транснациональной корпорации *International Products* приняла решение удержать из прибыли зарубежных дочерних компаний дивидендов на сумму 1 млн долл. с целью их последующего распределения. Каждая из зарубежных дочерних компаний этой ТНК, расположенных в Германии, Ирландии и Франции, имела прибыль до налогообложения 2 млн долл. и поэтому была в состоянии распределить часть прибыли в виде дивидендов.

Главной задачей международного финансового менеджмента американской ТНК *International Products* становится принятие оптимального решения по проведению дивидендной стратегии, которая минимизировала бы сумму налога, выплаченного ТНК по дивидендам.

Германская дочерняя фирма по национальному законодательству Германии должна выплатить налог по ставке 50% на нераспределенную при-

быль (до вычета налогов) и налог по ставке 10% на выплату дивидендов. Ирландия, являясь экспортно ориентированной экономикой, предоставляет 15-летние налоговые каникулы на прибыль, получаемую от производства продукции на экспорт. Также в этой стране не взимаются налоги на распределяемые дивиденды. Во Франции налог на прибыль компаний составляет 45% и, соответственно, налог на выплачиваемые дивиденды — 10%. В США корпорация выплачивает налог на прибыль по ставке 35%. Произведенные в табл. 14.3 подсчеты показывают, что самым дешевым вариантом для родительской компании в США будет перевод дивидендов из Германии. Выплачивая 1 млн долл. дивидендов от своего германского филиала, ТНК выплатит налог на прибыль в 1,86 млн долл., сократив его стоимость на 40 тыс. долл., по сравнению с возможными выплатами налога в 1,9 млн долл., если бы нельзя было воспользоваться условиями налогообложения в Германии.

Таблица 14.3

**Налоговый эффект (минимизация налогообложения)
от перевода дивидендов из зарубежных дочерних фирм
в материнскую компанию в США, тыс. долл.**

| Страна расположения дочерней фирмы | Размер распределяемых дивидендов | Размер налога на прибыль, если распределяются дивиденды | Сумма налога в странах дочерних фирм | Налог на прибыль в США | Всего выплачено налогов | Налог на прибыль, если дивиденды не платятся |
|------------------------------------|----------------------------------|---|--------------------------------------|------------------------|-------------------------|--|
| Германия | 1000 | 360 + 500 = 860 | 100 | 0* | 900 | 100 |
| Ирландия | 1000 | 0 | 0 | 350 | 350 | 0 |
| Франция | 1000 | 900 | 1000 | 0 | 1000 | 900 |

* Расчет налогообложения для родительской фирмы в США.

Пример

Прибыль до вычета налогов = 2 000 000 долл.

Налог = 1 000 000 · 0,50 + 1 000 000 · 0,36 = 860 000 долл.

Прибыль после уплаты налога (чистая прибыль) = 2 000 000 – 860 000 = 1 140 000 долл.

Дивиденды, выплачиваемые родительской компании в США = 1 000 000 долл.

Налог, взимаемый с дивидендов 10% = 100 000 долл.

Сумма дивидендов нетто, полученная в США = 900 000 долл.

Включение переведенных дивидендов в доход родительской компании в США.

Сумма дивидендов нетто, переведенных из зарубежной фирмы = 1 000 000 долл.

Расчет непрямого иностранного налогообложения (НИН):

$$\begin{aligned} \text{НИН} &= \frac{\text{Выплаченные дивиденды}}{\text{Прибыль после налога}} \cdot \text{Иностранный налог} = \\ &= \frac{1\,000\,000}{1\,140\,000} \cdot 860\,000 = 754\,385,96. \end{aligned}$$

Общие дивиденды родительской компании = 1 000 000 + 754 385,96 = 1 754 385,96 долл.

Налог на прибыль в США (35%) = 1 754 385,96 · 0,35 = 614 035,1 долл.

Наименьший размер прямого иностранного налога = Прямой кредит на взимаемый налог + НИН = $100\,000 + 754\,385,96 = 854\,385,96$ долл.

Налог нетто, выплаченный в США = $854\,385,96 - 614\,035,1 = -240\,350,86$ долл.

Налог к выплате = 0.

При учреждении дочерних компаний ТНК преследуют две различные задачи:

– в целях экономии затрат по заработной плате и налогам они открывают производственные предприятия в развивающихся и переходных к рынку странах;

– стремясь к увеличению объема продаж, ТНК расширяют свою сбытовую сеть в развитых странах.

Развивающиеся и переходные страны обычно используют либеральные режимы налогообложения для привлечения иностранных инвестиций и устанавливают конкурентоспособные налоговые ставки. Указанные страны стремятся побуждать ТНК к реинвестированию прибыли в их экономики и снижать масштабы ее репатриации. Поэтому низкие процентные ставки налога на прибыль сочетаются с установлением налогов, направленных на ограничение перевода прибылей в страны родительских корпораций. К таким налогам относятся налоги на переводимые за рубеж дивиденды и налоги на роялти (лицензионные платежи).

Налоги, выплачиваемые дочерними компаниями, являются прямым вычетом из доходов родительской корпорации. Поэтому размещение аффилированных структур осуществляется с учетом уровней налогообложения в конкретных странах.

Применение *трансфертных цен*, т.е. занижение расчетных цен по отношению к реальным ценам, позволяет уменьшить объем выплачиваемых структурами ТНК импортных пошлин. Занижение цен, по которым данный филиал получает продукцию от других филиалов транснациональной корпорации при сохранении продажных цен, приводит к росту прибыли. Соответственно, возрастает налог, уплачиваемый в стране местонахождения филиала. Но этот налог зачитывается при расчете налогооблагаемой базы родительской корпорации.

Следовательно, при наличии импортных пошлин ТНК выгодно применять трансфертные цены для минимизации таможенных платежей. Причем при поставках в страны, применяющие импортные пошлины, трансфертные цены должны быть занижены по сравнению с рыночными ценами. Но объем налогов, уплачиваемых заграничными филиалами, не должен превышать размер налогового обязательства родительской корпорации в стране ее местонахождения. Иначе не удастся полностью зачесть налоги, выплачиваемые филиалами. При возникновении такой ситуации в системе управления денежными потоками ТНК целесообразно оптимизировать налоговые платежи филиалов, перенося с помощью трансфертных цен прибыли в филиалы, выплачивающие налоги по наименьшим ставкам.

При реинвестировании прибылей в дочерние компании также выгодно использование трансфертных цен, а именно: их завышение по сравнению с рыночными ценами при поставках в страны с высокими налоговыми став-

ками и их занижение по сравнению с рыночными при поставках в страны с низкими ставками. Как следует из рис. 14.6, прибыль дочерней компании ТНК, выбранной для концентрации финансовых ресурсов в целях ее ускоренного развития, формируется как за счет собственной деятельности, так и за счет перераспределения средств в рамках ТНК с использованием трансфертных цен.

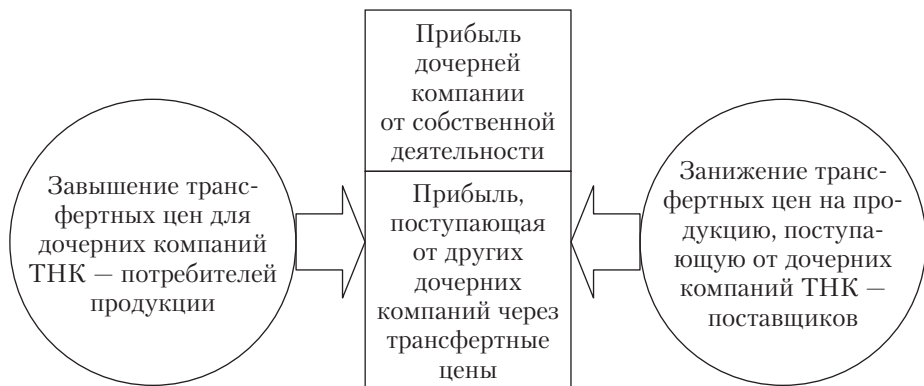


Рис. 14.6. Формирование прибыли дочерней компании ТНК, выбранной для концентрации финансовых ресурсов в целях ускоренного развития этой компании

При анализе последствий репатриации прибылей дочерних компаний в родительскую корпорацию следует учитывать, что в большинстве развитых стран такие прибыли частично подлежат обложению, если ставки налога на прибыль для дочерних компаний выше ставки этого налога для родительской корпорации. Например, в США подлежит обложению репатрируемая прибыль дочерних компаний, если они уплатили налог по ставке, меньшей, чем установленная американским законодательством. В этом случае налоговый платеж составит разницу между суммами, рассчитанными по двум ставкам.

Во многих странах местонахождения дочерних компаний перечисления дивидендов облагаются специальными налогами. Обычно такими налогами не облагаются переводимые родительской корпорации прибыли филиалов.

При планировании процесса репатриации прибыли дочерних корпораций необходимо учитывать, какой объем налоговых платежей, уже осуществленных за рубежом, может быть зачтен для родительской корпорации. Если перечисления дочерних компаний окажутся избыточными, то родительская корпорация не сможет полностью использовать налоговую льготу. Поэтому необходимо согласовывать объем налогов на прибыль, выплаченных с полученной прибыли всеми дочерними компаниями, и объем налога на прибыль, рассчитанный с совокупной прибыли дочерних компаний по ставке, действующей в стране местонахождения родительской корпорации.

Трансфертное ценообразование представляет собой основной инструмент оптимизации налогообложения ТНК. Его использование позво-

ляет увязать результаты финансово-хозяйственной деятельности каждой из аффилированных структур ТНК с интересами корпорации в целом. Трансфертные цены по своей сути являются условно-расчетными и призваны не только минимизировать налоговые платежи, но и обеспечить концентрацию инвестиционных ресурсов в тех подразделениях ТНК, которые должны стать «точками роста».

Еще одним способом сокращения суммы налогов является создание центра *повторного инвойсирования* (повторного учета). Цель повторного инвойсирования состоит в переводе прибыли в подразделение, работающее в условиях низких доходов. Через центр повторного инвойсирования проходят только титулы товаров, но не сами товары. Инвойс (счет-фактура) обычно выписывается в валюте той страны, в которой функционирует дочерняя фирма, осуществляющая экспортную поставку. Центры повторного инвойсирования служат центрами перемещения и маскировки прибыли дочерних фирм, что снижает общий размер налогов, уплачиваемых транснациональной корпорацией.

Оптимизация денежных потоков ТНК дает ощутимый эффект в условиях дефицита финансовых ресурсов у дочерних подразделений корпорации. В этой ситуации может использоваться *регулировка взаимных денежных потоков между отдельными дочерними фирмами*. Они могут предоставлять друг другу дополнительное финансирование путем отсрочки платежа, называемой *лаггингом*. Другим возможным вариантом их взаимных действий является проведение оплаты за товары раньше установленного срока. В коммерческой практике этот прием называется *лидингом*.

Стратегии лидинга и лаггинга в управлении денежными потоками между дочерними фирмами транснациональных корпораций имеют ряд преимуществ по сравнению с внутрикорпоративными кредитами:

- нет необходимости в оформлении коммерческого кредита в форме лидинга или лаггинга, а размер предоставляемых в форме рассрочки платежа средств увеличивается или уменьшается вследствие удлинения или сокращения сроков отсрочки платежа;

- у государства практически отсутствуют инструменты прямого регулирования стратегий лидинга и лаггинга по сравнению со стратегиями внутрифирменного кредитования;

- внутрифирменные рассрочки платежа сроком до 6 мес. бесплатны (процент не взимается), а по всем формам внутрифирменного кредитования обязательно взимание процента.

Стратегии лидинга и лаггинга во многих случаях позволяют избежать кредитования и снизить тем самым общие корпоративные издержки (табл. 14.4).

Принимая решение о применении в управлении внутрикорпоративными денежными потоками стратегий лидинга или лаггинга, корпорация в целом должна учитывать возможные государственные ограничения в законодательствах стран, на территории которых располагаются аффилированные структуры ТНК. В ряде стран государственное законодательство напрямую запрещает применение этих стратегий, настаивая на том, чтобы платежи дочерних фирм производились строго на момент отгрузки товара.

Более того, если в стране нет прямого запрета на проведение лидинга или лаггинга между дочерними фирмами, создаются такие коммерческие и финансовые условия, при которых объективно невозможно осуществлять эти стратегии.

Таблица 14.4

Эффект перераспределения денежных потоков между дочерними фирмами в результате стратегий лидинга и лаггинга

| Компания А ежемесячно продает компании Б товаров на сумму 1 млн долл. | | | |
|---|------------------------------------|---|--|
| Счета в балансе компаний А и Б (<i>Balance Sheet Accounts</i>) | Условия коммерческого кредитования | | |
| | Нормальные (рассрочка в 90 дн.) | Лидинг (сокращение рассрочки до 30 дн.) | Лаггинг (удлинение рассрочки до 180 дн.) |
| Компания А Средства, полученные от компании Б | 3 млн долл. | 1 млн долл. | 6 млн долл. |
| Компания Б Средства, уплаченные компании А | 3 млн долл. | 1 млн долл. | 6 млн долл. |
| Денежные потоки, нетто (<i>Net Cash Transfers</i>) | | | |
| От Б к А | | 2 млн долл. | |
| От А к Б | | | 3 млн долл. |

Например, в Японии формально разрешено осуществление лидинга и лаггинга во внутрикорпоративных платежах. Но в действительности эти стратегии практически невозможно осуществить, так как контролирующие органы требуют, чтобы все платежи осуществлялись в строгом соответствии с условиями, прописанными в оригинальных документах, в том числе и по срокам платежей. А в Швеции, где официально запрещен лидинг по импортным поставкам, очень часто этот запрет снимается для импорта дорогостоящего капитального оборудования.

Дополнительным методом управления денежными потоками, доступным только ТНК, являются *внутрифирменные кредиты*. Часто внутрифирменное кредитование представляет собой единственный возможный с позиций конкретных национальных законодательств метод управления денежными потоками корпорации. Внутрифирменные кредиты применяются в случае действия следующих валютно-кредитных ограничений:

- ограничения по кредитам (лимиты кредитования или очень высокие процентные ставки);
- валютные ограничения и валютный контроль;
- различия в ставках налогов в разных странах.

Существует три вида внутрифирменного кредитования в ТНК:

- прямое кредитование (*direct loans*);
- кредитование бэк-ту-бэк (*back-to-back loans*);
- параллельное кредитование (*parallel loans*).

Прямые кредиты представляют собой непосредственное кредитование родительской компанией дочерних структур или кредитование дочерними

структурами друг друга. В двух других формах внутрифирменного кредитования в этом процессе участвуют посредники.

Кредитование бэк-ту-бэк (back-to-back loans, fronting loans, link financing) применяется для финансирования аффилированных структур ТНК, которые расположены в странах с очень высоким уровнем банковских процентных ставок, действующими валютными и другими формами ограничений, системой налогообложения средств, получаемых в качестве внешнего финансирования. По типичному соглашению о бэк-ту-бэк-кредите родительская компания, расположенная в стране А, депонирует денежные средства в банке страны А, который в свою очередь переводит эти средства в свой филиал, расположенный в стране Б (рис. 14.7).

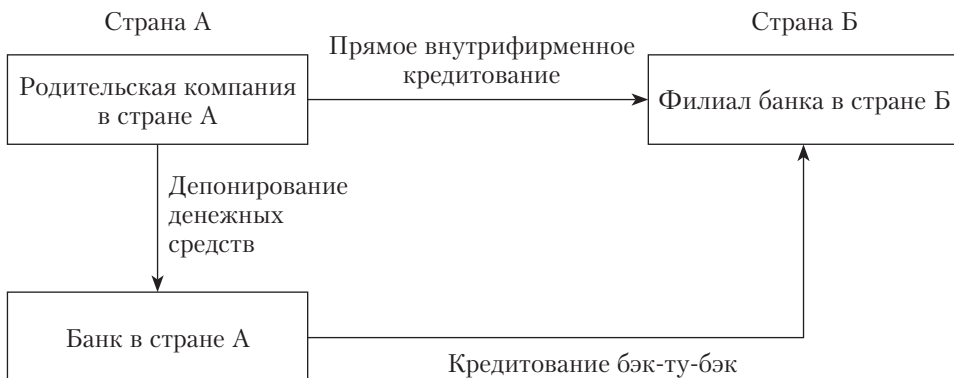


Рис. 14.7. Схема кредитования бэк-ту-бэк в ТНК

Как видно из рис. 14.7, кредитование бэк-ту-бэк — это по существу прямое внутрифирменное кредитование, но осуществленное через посредников: банк в стране А и его филиал в стране Б. У бэк-ту-бэк-кредитов есть два преимущества по сравнению с прямыми внутрифирменными кредитами:

- поскольку по законодательству ряда стран взимается высокий налог с процентов, получаемых по кредитам родительской компании или аффилированных структур, то схема кредитов бэк-ту-бэк позволяет снизить налогообложение процентов и, следовательно, всю цену кредита;
- кредит бэк-ту-бэк представляет собой по существу хеджирование денежных средств ТНК на случай возникновения неблагоприятных условий для бизнеса в стране Б.

Цена кредита бэк-ту-бэк строится из трех компонентов: уровня процента, ставки налога на процент и комиссионных за обменные валютные операции.

Параллельные кредиты представляют собой метод вывода заблокированных денежных средств из страны расположения дочерней компании, которая ввела ограничения на вывоз капиталов и репатриацию прибыли. Этот кредит, как видно из рис. 14.8, состоит из двух взаимосвязанных, но осуществляемых раздельно (параллельно) сделок кредитования и, как правило, включает четыре стороны сделки по крайней мере в двух странах.

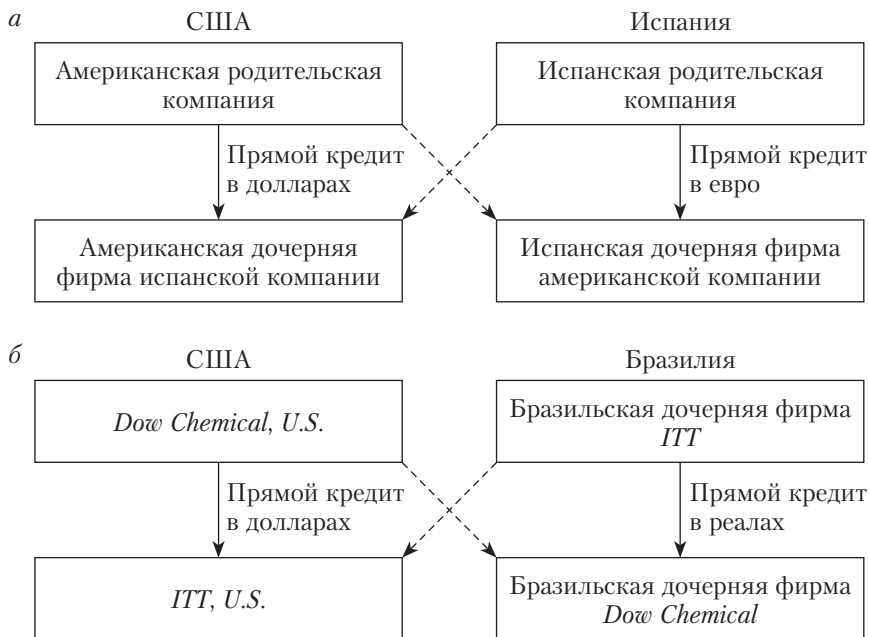


Рис. 14.8. Структура параллельных кредитов

На рис. 14.8, *а* родительская компания из США, которая хочет перевести денежные средства в Испанию, предоставляет в кредит средства в долларах американской дочерней компании испанской корпорации, которая, в свою очередь, хочет инвестировать денежные средства в США. В ответ испанская родительская компания предоставляет кредит в евро испанской дочерней компании американской фирмы в Испании. Все выплаты процентов, комиссионных и погашение капитальных сумм кредитов по обоим кредитам осуществляются одновременно.

На рис. 14.8, *б* показано, как может быть использован параллельный кредит для разблокирования денежных средств. Взяты две ТНК с родительскими компаниями в США и дочерними структурами в Бразилии: *Dow Chemical U.S.* и *ITT U.S.* Бразильская дочерняя компания *ITT* получила прибыль, которую нельзя репатриировать в США вследствие ограничений, действующих в Бразилии на вывоз капитала. Тогда она предоставляет на эту сумму кредит местной дочерней компании *Dow Chemical*. В свою очередь *Dow Chemical U.S.* предоставляет доллары *ITT U.S.* в США. В результате *ITT* получила свои средства в США, а *Dow Chemical* — необходимые ей средства в Бразилии. В обоих случаях (*а* и *б*) параллельное кредитование не что иное, как функциональная форма внутрифирменных кредитов.

Современной тенденцией управления финансовыми потоками ТНК является сочетание децентрализации принятия решений в сфере финансов с централизацией управления денежными потоками родительской корпорацией. Такая схема предполагает функционирование финансовых служб в дочерних компаниях и наличие *финансового центра* ТНК. Функции финансовых служб дочерних компаний состоят в разработке и реализации

бюджетов ведения бизнеса, финансовом анализе хозяйственной деятельности, оптимизации налогообложения в стране местонахождения. Финансовый центр, расположенный в офисе родительской корпорации, обеспечивает не только стратегическое, но и тактическое управление капиталом ТНК. Он разрабатывает решения о долгосрочных инвестиционных проектах и долгосрочных заимствованиях, обеспечивая внутреннее и внешнее финансирование. В то же время именно этот центр управляет денежными потоками — аккумулирует временно свободные средства дочерних компаний, минимизируя их оборотный капитал, и обеспечивает поддержание ликвидности. Схема инвойсирования отгруженной продукции и получения платежей, а также оплатыкупаемых товаров, осуществляемой через финансовый центр ТНК, приведена на рис. 14.9.



Рис. 14.9. Схема инвойсирования и оплаты через финансовый центр ТНК

В ведении единого финансового центра ТНК оказываются ресурсы дочерних компаний, стратегические направления инвестирования, привлечение заемных средств. Такое сочетание задач позволяет оперативно регулировать соотношение собственных и заемных средств ТНК и тем самым эффективно управлять денежными потоками транснациональной корпорации.

14.4. Валютные риски ТНК и их хеджирование на мировом финансовом рынке

Транснациональные корпорации, работающие на мировом финансовом рынке, находятся в условиях постоянного риска или неопределенности.

Финансовые риски ТНК — это опасность потенциально возможной, вероятной потери ресурсов или недополучения доходов по сравнению с вариантом, который рассчитан на рациональное использование финансовых ресурсов. Финансовые риски ТНК возникают в связи с движением денежных потоков в валюте и проявляются в основном на мировом финансовом рынке.

При осуществлении деятельности транснациональной корпорации на мировом финансовом рынке наиболее существенными принято считать следующие риски: валютные, процентные, кредитные, ликвидности, ценовые, страновые, регулятивные, операционные. Из перечисленных групп рисков можно выделить валютные риски как специфические риски ТНК. *Валютный риск* ТНК — это вероятность потерь или недополучения прибыли сравнительно со значениями, которые планируются в результате неблагоприятного изменения величины валютного курса (рис. 14.10).

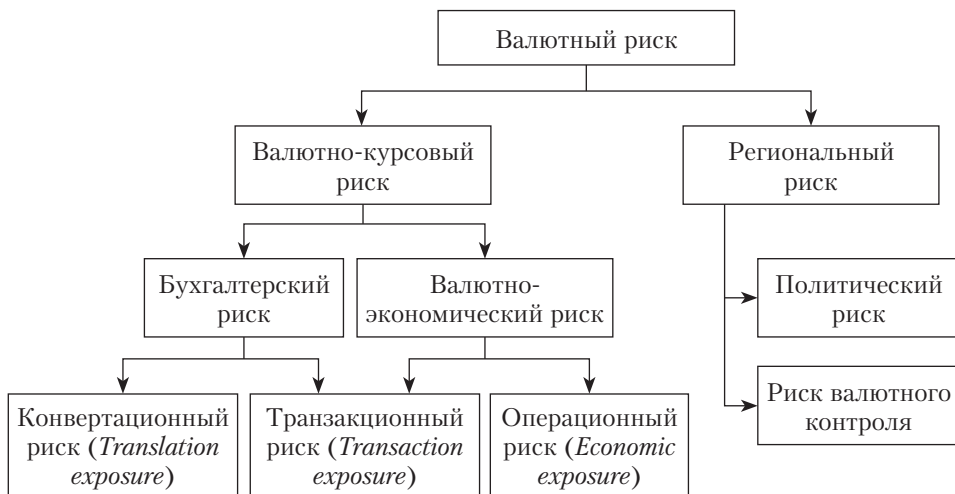


Рис. 14.10. Структура валютного риска транснациональной корпорации

Валютные риски ТНК принято классифицировать как экономические, транзакционные и трансляционные. *Экономический валютный риск* определяется как вероятность неблагоприятного влияния изменений валютного курса на экономическое положение транснациональной корпорации. Экономический риск ТНК может возникать вследствие обострения конкуренции как со стороны производителей аналогичных товаров, так и со стороны производителей другой продукции, а также вследствие перемены предпочтений потребителей.

Транзакционный (операционный) валютный риск — это риск реальных затрат или упущенной выгоды в конкретной операции или сделке. Этот риск можно определить как возможность недополучить прибыль или понести убытки вследствие непосредственного влияния изменений валютного курса на ожидаемые потоки денежных средств. Экспортер, получающий иностранную валюту за проданный товар, несет убытки от снижения курса иностранной валюты по отношению к национальной валюте, тогда как импортер, который осуществляет оплату в иностранной валюте, несет убытки от повы-

шения курса иностранной валюты относительно национальной. Неопределенность стоимости импорта в национальной валюте, если цена указана в иностранной валюте, увеличивает риск потерь от импорта, так как в пересчете на национальную валюту цена может оказаться неконкурентной.

Трансляционный валютный риск известен также как расчетный, или балансовый, риск. Источником трансляционного валютного риска является возможность несоответствия между активами и пассивами, выраженными в валютах разных стран. Например, если французская ТНК имеет дочерний филиал в России, то у нее есть активы, стоимость которых выражена в рублях. Если у французской компании нет достаточных пассивов в рублях, компенсирующих стоимость этих активов, то компания подвержена риску. Обесценение рубля относительно евро приведет к уменьшению балансовой оценки стоимости активов дочерней фирмы, так как балансовый отчет материнской компании будет выражаться в евро. Аналогично компания с чистыми пассивами в иностранной валюте будет подвержена риску в случае повышения курса этой валюты.

При определении трансляционного риска важно оценить, насколько серьезную угрозу он несет. Если компания считает риск незначительным, тогда нет необходимости в его хеджировании (страховании). И, напротив, при определении опасности потерь вследствие трансляционных рисков необходимо со всей серьезностью отнестись к их *хеджированию*. В широком смысле хеджирование на мировом финансовом рынке — действия, направленные на страхование капиталовложений в иностранной валюте от изменения валютного курса и других валютных рисков. В узком смысле хеджирование на валютном секторе МФР — это покупка (продажа) валютных контрактов на срок одновременно с продажей (покупкой) наличной валюты с тем же сроком поставки и проведение обратной операции с наступлением срока фактической поставки валюты.

Базовая стратегия хеджирования для уменьшения трансляционного риска сводится к увеличению суммы активов, деноминированных в валютах, обменный курс которых (относительно национальной валюты) прогнозируется к повышению, а также к уменьшению суммы активов, деноминированных в валютах, обменный курс которых (относительно национальной валюты) прогнозируется к понижению. Напротив, ТНК будет уменьшать обязательства, выраженные в сильных валютах, и увеличивать обязательства, выраженные в слабых валютах.

Например, если вероятна тенденция к девальвации конкретной иностранной валюты, то базовая *стратегия управления валютным трансляционным риском* ТНК будет включать:

- снижение уровня остатков на текущих счетах в этой валюте;
- уменьшение сроков предоставляемых торговых кредитов по продажам для снижения величины счетов к получению, которые выражены в этой валюте;
- увеличение заимствований в этой валюте;
- замедление расчетов по счетам к платежу;
- заключение форвардных контрактов на продажу этой иностранной валюты.

В соответствии с этой базовой хеджинговой стратегией в распоряжении компании имеются следующие *методы для управления валютным трансляционным риском* ТНК:

- коррекция валютных (денежных) потоков;
- заключение форвардных контрактов на продажу или покупку валюты;
- неттинг валютного трансляционного риска.

Коррекция денежных потоков ТНК для хеджирования трансляционного риска, связанного с предполагаемым снижением курса иностранной валюты, состоит в том, что ТНК уменьшают активы и увеличивают обязательства в этой валюте, тем самым увеличивая в ней свои нетто-текущие обязательства. А для снижения аккаунтингового риска (риска валютного счета) денежные потоки в слабой валюте, не покрытые активами в этой валюте, конвертируют в активы, выраженные в валюте, курс которой прогнозируется к повышению.

Техника коррекции валютных потоков сводится к изменению величины и (или) валюты планируемых денежных потоков фирмы. *Прямые методы* такой коррекции включают:

- установление цен на экспортную продукцию в сильных, а на импортную — в слабых валютах;
- инвестирование в ценные бумаги и другие активы, выраженные в сильных валютах;
- заимствования и создание других типов обязательств в слабых валютах.

Косвенные методы коррекции валютных потоков охватывают:

- изменение трансфертных цен по внутрифирменным продажам;
- ускорение или замедление внутрифирменных платежей дивидендов, комиссионных и роялти;
- применение техники «лидз-энд-лэгз» по внутрифирменным счетам к получению и платежу;
- использование других методов внутрифирменных трансфертов денежных потоков в валюте.

Из приведенных базовых методов хеджирования трансляционного валютного риска ТНК наиболее часто используется *метод* «лидз-энд-лэгз». Он означает ускорение или задержку инкассирования или платежа по межфилиальным счетам ТНК к платежу или к получению. Приведем примеры использования метода «лидз-энд-лэгз».

Случай «А». Хеджирование трансляционного валютного риска при ожидании девальвации иностранной валюты против национальной валюты:

- заключение форвардных контрактов на продажу слабой иностранной валюты;
- снижение уровня денежных средств на банковских счетах и рыночных ценных бумаг в слабой иностранной валюте;
- уменьшение счетов к получению в слабой иностранной валюте (уже сточение условий торгового кредита);
- задержка инкассирования счетов к получению в сильной валюте;
- ускорение импорта товаров в сильной валюте;
- увеличение заимствований в слабой иностранной валюте;

- задержка оплаты счетов к платежу в слабой иностранной валюте;
- ускорение переводов дивидендов и комиссионных в слабой валюте в адрес родительской фирмы и других подразделений компании;
- ускорение оплаты межфилиальных счетов к платежу в слабой валюте;
- задержка инкассирования межфилиальных счетов к получению в слабой иностранной валюте;
- фактурирование новых контрактов по экспорту в сильной, а по импорту — в слабой иностранной валюте.

Случай «Б». Хеджирование трансляционного валютного риска при ожидании ревальвации иностранной валюты против национальной валюты:

- заключение форвардных контрактов на покупку сильной иностранной валюты;
- увеличение суммы денежных средств и рыночных ценных бумаг в сильной иностранной валюте;
- увеличение сумм счетов к получению в сильной иностранной валюте (ослабление условий торгового кредита);
- ускорение инкассирования счетов к получению в слабой валюте;
- замедление импорта товаров в слабой валюте;
- уменьшение заимствований в сильной валюте;
- ускорение оплаты счетов к платежу в сильной иностранной валюте;
- задержка переводов дивидендов, комиссионных и роялти в сильной валюте в адрес родительской фирмы и других подразделений компании;
- задержка оплаты межфилиальных счетов к платежу в сильной валюте;
- ускорение инкассирования межфилиальных счетов к получению в сильной валюте;
- фактурирование новых контрактов по экспорту в сильной, а по импорту — в слабой иностранной валюте.

Заключение форвардных (фьючерсных) контрактов представляет собой второй по частоте применения после метода «лидз-энд-лэгз» инструмент защиты от валютного трансляционного риска ТНК. Это связано с тем, что большая часть международного бизнеса ТНК осуществляется в тех нескольких валютах, для которых существуют развитые форвардные рынки (эти валюты активно используются фирмами, а также банками, правительственными агентствами и пр.). Продажа или покупка форвардных валютных контрактов снижает трансляционный риск компании, поскольку создает требования (активы) или обязательства в иностранной валюте, компенсирующие такой риск.

Практический пример

На некоторую дату (например, начало октября) английское подразделение американской фирмы *IBM* имеет трансляционный риск в 50 млн фунтов стерлингов, так как активы компании в фунтах стерлингов превышают обязательства в этой валюте на эту сумму. Английское подразделение фирмы *IBM* может покрыть трансляционный риск посредством продажи 50 млн фунтов стерлингов на форвардном рынке со сроком погашения на дату составления консолидированного баланса фирмы (конец декабря). Тогда убыток (доход) на эту трансляционную позицию будет покрыт корреспондирующим доходом (убытком) на форвардный контракт.