

КАЗАНСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
ИНСТИТУТ УПРАВЛЕНИЯ ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВ
Кафедра управления корпоративными финансами

М.Д. МИРОНОВА
С.Г. АВДОНИНА

**ПРАКТИКУМ ПО КУРСУ «МЕЖДУНАРОДНЫЙ
ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ»**

Учебно - методическое пособие

Казань – 2023

УДК

ББК

Принято на заседании учебно-методической комиссии ИУЭиФ

Протокол № от 13 ноября 2023 года

Рецензенты:

кандидат экономических наук, доцент кафедры общего менеджмента **С.И. Грудина** (ФГАОУ ВО "Казанский (Приволжский) федеральный университет");

кандидат экономических наук, доцент кафедры менеджмента **Илларионов М.Г.** (ЧОУ ВО "ИСГЗ").

Миронова М.Д., Авдоница С.Г.,

**Практикум по курсу «Международный финансовый менеджмент»:
учебное-методическое пособие / М.Д. Миронова, С.Г. Авдоница. – Казань:
Казан. ун-т, 2023. – 71 с.**

Практикум по курсу «Международный финансовый менеджмент» обращен к специфике финансового управления в компаниях, осуществляющих разнообразную международную экономическую деятельность.

Основная цель пособия - ознакомить студентов с современными теоретическими концепциями и методами анализа международных денежных потоков и на этой основе научить корректно оценивать эффективность международных инвестиционных проектов, стоимость международного бизнеса, принимать рациональные решения в области финансирования деятельности международной компании.

В учебно – методическом пособии представлен теоретический материал, контрольные вопросы, задания и кейсы; тематика эссе и презентаций.

Пособие предназначено для студентов, изучающих курс «Международный финансовый менеджмент».

© **Миронова М.Д., Авдоница С.Г., 2023**

© **Казанский университет, 2023**

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	4
Тема 1. Международная деятельность компании как объект финансового управления	5
Тема 2. Динамика валютных курсов в международном финансовом менеджменте	10
Тема 3. Финансовые аспекты международного налогового планирования	20
Тема 4. Риски международной деятельности компании	30
Тема 5. Международные финансовые решения компании	44
Тема 6. Оценка стоимости международных компаний.	57
Приложение 1. Вопросы к экзамену	72

ВВЕДЕНИЕ

Практикум по курсу «Международный финансовый менеджмент» обращен к специфике финансового управления в компаниях, осуществляющих разнообразную международную экономическую деятельность. Международная деятельность позволят компаниям привлекать большой объем финансовых ресурсов и использовать недоступные на национальных рынках финансовые инструменты.

Основная цель пособия - ознакомить студентов с современными теоретическими концепциями и методами анализа международных денежных потоков и на этой основе научить корректно оценивать эффективность международных инвестиционных проектов, стоимость международного бизнеса, принимать рациональные решения в области финансирования деятельности международной компании.

Данное учебное пособие подготовлено для студентов очной и очно-заочной форм обучения, обучающихся по направлению 38.03.02 «Менеджмент», профиль подготовки «Финансовый менеджмент», в соответствии с рабочей программой дисциплины «Международный финансовый менеджмент». Структура и тематический план контактной и самостоятельной работы по дисциплине «Международный финансовый менеджмент» представлены в таблице 1.

Таблица 1

Структура и тематический план контактной и самостоятельной работы по дисциплине «Международный финансовый менеджмент»

N	Разделы дисциплины / модуля	Семестр	Виды и часы контактной работы, их трудоемкость (в часах)						Самостоятельная работа
			Лекции, всего	в т.ч. лекции в эл. форме	Практические занятия, всего	в т.ч. практические в эл. форме	Лабораторные работы, всего	в т.ч. лабораторные в эл. форме	
1.	Международная деятельность компании как объект финансового управления.	8	5	0	4	0	0	0	7
2.	Динамика валютных курсов в международном финансовом менеджменте	8	5	0	4	0	0	0	7
3.	Финансовые аспекты международного налогового планирования	8	5	0	6	0	0	0	7
4.	Риски международной деятельности компании	8	5	0	6	0	0	0	7
5.	Международные финансовые решения компании	8	6	0	6	0	0	0	7
6.	Оценка стоимости международных компаний.	8	6	0	6	0	0	0	9
	Итого		32	0	32	0	0	0	44

ТЕМА 1. МЕЖДУНАРОДНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ КОМПАНИИ КАК ОБЪЕКТ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ

1. Сущность международного финансового менеджмента.
2. Специфика международного финансового менеджмента.
3. Функции финансового менеджера в международном финансовом менеджменте.
4. Становление международного финансового менеджмента.
5. Формирование транснациональных компаний в условиях глобализации.
6. Индекс транснационализации.

Конспект лекции по теме 1.

Международный финансовый менеджмент может рассматриваться в дwoйком аспекте:

1. Международный финансовый менеджмент - это практическая деятельность по управлению денежными потоками компании, осуществляющей международную экономическую деятельность.
2. Международный финансовый менеджмент - это область научного знания о методах и инструментах эффективного управления денежными потоками компании в условиях интернационализации ее хозяйственных связей.

Со стороны международных финансовых менеджеров объектом особого внимания являются факторы, которые влияют на финансовую деятельность международной компании. К этим факторам следует отнести: валютные курсы; инфляционные дифференциалы (разницы между национальной и иностранной инфляцией); международное налогообложение; валютные и страновые риски; особенности национальных и международных стандартов учета и отчетности.

Функции финансового менеджера международника можно условно разделить на две группы: внутренние и внешние. Внутренние функции - это анализ международных денежных потоков для принятия операционных, инвестиционных и финансовых решений, анализ и управления рисками международной деятельности, составление и анализ финансовой отчетности как по национальным стандартам, так и по международным стандартам и стандартам ГААП. Внешние функции – это сбор финансово-экономической информации о состоянии национальных и международных финансовых рынков; мониторинг законодательной базы касательно осуществления международной экономической деятельности; поддержание контактов с различными финансовыми структурами - банками, биржами, фондами и др.

Современная экономическая деятельность компаний практически во всех

отраслях приобрела международный характер. Все возрастающее число национальных компаний обращается к международным товарным, финансовым и информационным рынкам для решения как тактических, так и стратегических задач своего бизнеса. Однако наиболее завершенным на корпоративном уровне интеграционным процессом является образование транснациональных компаний. По определению, которое одобрено ЮНКТАД (Конференцией ООН по торговле и развитию), транснациональная корпорация — это предприятие, которое объединяет юридические лица любых организационно-правовых форм и видов деятельности в двух и больше странах, производит координирующую политику и воплощает в жизнь общую стратегию через один или больше центров принятия решений [1].

Степень вовлеченности в международное разделение труда показывает так называемый индекс транснациональности бизнеса I_{tr} :

$$I_{tr} = \frac{\text{Иностранные активы}}{\text{Общие активы}} + \frac{\text{Продажи за рубежом}}{\text{Общие продажи}} + \frac{\text{Занятые за рубежом}}{\text{Общие занятость}} \quad (1.1.)$$

Вопросы для самостоятельной работы по теме 1.

1. В чем состоит специфика управления международными денежными потоками компании?
2. Какие функции должен выполнять финансовый менеджер-международник?
3. Какие этапы проходит международный финансовый менеджмент в истории своего становления и каковы основные характеристики этих этапов?
4. Какие компании имеют статус транснациональных? Какие российские компании можно отнести к транснациональным?
5. Что показывает индекс транснациональности и как он рассчитывается?
6. Каковы современные тенденции транснационализации российского бизнеса?

7. С какими странами у российских компаний складываются наиболее тесные взаимосвязи по линии прямого и портфельного инвестирования на современном этапе?

Темы для составления презентаций.

1. Мотивы, преимущества и риски интернационализации деятельности акционерной компании.
2. Стратегии выхода компании на международные рынки.
3. Экспортно-импортная стратегия выхода компании на международные рынки.
4. Контрактная стратегия выхода компании на международные рынки.
5. Инвестиционные стратегии выхода компаний на международные рынки. Стратегические альянсы.
6. Международные финансовые рынки.
7. Международные валютно-кредитные и финансовые организации.
8. Международные финансово-кредитные отношения и мировой рынок капиталов.
9. Основные конкурентные преимущества многонациональной компании.
10. Перспективы развития российских ТНК.

Темы для написания эссе

1. Сущность и специфика международного финансового менеджмента.
2. Функции финансового менеджера-международника.
3. Этапы становления и развития международного финансового менеджмента.
4. Современные финансовые рынки.
5. Международные финансовые институты.
6. Функции международного финансового менеджмента.

7. Государственное регулирование финансовых рынков: цели, методы, влияние на управление финансами публичных компаний.
8. Экспортно-импортная стратегия выхода компании на международные рынки

Использованная и рекомендуемая литература по теме 1.

Основная литература

1. Черкасова, Т. Н. Международный финансовый менеджмент: учебное пособие / Т. Н. Черкасова; Московский гос. ун-т им. М. В. Ломоносова, Экономический фак. – М.: Проспект, 2016. – 76 с.
2. Котелкин, С. В. Международный финансовый менеджмент: учебное пособие / С. В. Котёлкин. – М.: ИНФРА-М, 2020. - 608 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1044513> (дата обращения: 07.08.2023).
3. Чараева, М. В. Финансовый менеджмент : учеб.пособие / М.В. Чараева. - 2-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2019. - 240 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1003848> (дата обращения: 07.08.2023).
4. Котелкин, С. В. Международные финансы: обзорный курс: учебник. — 2-е изд., перераб. / С. В. Котёлкин. – М.: Магистр : ИНФРА-М., 2019 - 368 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1034345> (дата обращения: 07.08.2023).

Дополнительная литература

5. Мировая экономика и международные экономические отношения. Практикум : учебное пособие / под ред. В.К. Поспелова. - 2-е изд., испр. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2020. - 164 с . - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1018341> (дата обращения: 07.08.2023).
6. Никулина, Н. Н. Финансовый менеджмент организации. Теория и практика: учеб. пособие для студентов вузов, обучающихся по специальностям «Финансы и кредит», «Бухгалтерский учет, анализ и аудит», «Менеджмент организации» / Н.Н. Никулина,

Д.В. Суходоев, Н.Д. Эриашвили. - М. : ЮНИТИ-ДАНА,2017. - 511 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1028840> (дата обращения: 07.08.2023).

7. Международные финансы : учебное пособие / Е.Н. Карпова, А.А. Коновалов, О.М. Кочановская [и др.]. — 4-е изд., перераб. и доп. — М. : ИНФРА-М, 2022. — 216 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1831180> (дата обращения: 07.08.2023).

ТЕМА 2. ДИНАМИКА ВАЛЮТНЫХ КУРСОВ В МЕЖДУНАРОДНОМ ФИНАНСОВОМ МЕНЕДЖМЕНТЕ

1. Курсы спот и форвард в оценке международных инвестиций.
2. Текущий и исторический валютные курсы в учетной и налоговой политике компании.
3. Курсовая разница: расчет, налогообложение и отражение в финансовых расчетах.
4. Влияние динамики валютных курсов на принятие управленческих решений в финансовой сфере транснациональной компании.

Конспект лекции по теме 2.

Валютный курс – это цена денежной единицы одной страны, выраженная в денежных единицах другой страны, при сделках купли-продажи. Такая цена может устанавливаться исходя из соотношения спроса и предложения на определенную валюту в условиях рынка, либо быть строго регламентированной решением правительства или его главным финансово-кредитным органом. Установление курса иностранной валюты в результате торгов или государственными органами, называется котировкой.

Различают несколько подходов к выделению видов валютных курсов:

1. По способу установления:
 - прямые котировки (выражение валютного курса единицы национальной валюты через определенное количество единиц иностранной валюты);

- косвенные котировки (выражение валютного курса единицы иностранной валюты через определенное количество единиц национальной валюты);
- кросс-курсы – соотношение между двумя валютами, которое вытекает из их курса по отношению к курсу третьей валюты.

2. В зависимости от вида участника сделки:

- курс покупки – курс, по которому участник готов купить (покупает) иностранную валюту.
- курс продажи – курс, по которому участник готов продать (продает) иностранную валюту.

3. По способу расчета и учета инфляции:

- Номинальный валютный курс – курс между двумя валютами, цена единицы одной валюты выраженная в единицах другой валюты. Определение номинального валютного курса совпадает с общим определением самого валютного курса, данным выше, и устанавливается или на валютном рынке или каким-либо другим способом, принятым в данной стране.
- Реальный обменный курс валют представляет собой обменный курс, скорректированный на инфляционную разницу. Он определяется как произведение номинального курса и соотношения уровня цен:

(2.1.)

$$E_r = \frac{P_f}{P_d} * E_n,$$

где E_r - реальный валютный курс;

E_n - номинальный валютный курс;

P_f - индекс цен зарубежной страны;

P_d - индекс цен своей страны.

4. По видам операций:

- Курс спот (spot) – курс по операциям с немедленной поставкой;

- Курс форвард (forward) – курс по операциям с поставкой в определенную дату в будущем.

Оценочная деятельность компании, будь-то оценка инвестиционных проектов или определение стоимости бизнеса, опирается на методологию дисконтированных денежных потоков (DCF) и требует расчета ставок дисконтирования.

Форвардные курсы служат реальным показателем того, какую стоимость будет иметь валюта через определенный период времени, или, по крайней мере, точно определяют основные направления изменения валютного курса в будущем. Чаще всего они отражают разницу действующих процентных ставок в странах, валюты которых задействованы в конверсионных операциях. Их использование обходится дороже, чем курсы "спот", так как форвардные курсы реально отражают цены, используемые при импорте и экспорте товаров и услуг с учетом временного периода, отделяющего переговоры от выполнения условий договора и осуществления поставки.

При оценке целесообразности зарубежных инвестиций возможны два метода расчета чистой приведенной стоимости (NPV): форвард-метод и спот-метод. Классификация этих методов основана на использовании при расчете NPV проекта различных видов валютного курса - курса спот и форвардного курса.

При использовании форвард-метода прогнозные денежные потоки по международному проекту оцениваются в местной валюте, т.е. в валюте страны базирования зарубежного филиала, а затем пересчитываются в валюту страны – донора инвестиций по форвардному курсу и дисконтируются по требуемой доходности материнской компании.

При использовании спот-метода прогнозные денежные потоки по международному проекту оцениваются в местной валюте, т.е. в валюте страны базирования зарубежного филиала, и дисконтируются по альтернативной ставке доходности по местному рынку. Полученные приведенные денежные потоки пересчитываем в валюту страны донора инвестиций по спот – курсу.

Помимо оценочной деятельности повышенное внимание к валютным курсам у финансовых менеджеров возникает при переводе данных финансовой отчетности из одной валюты в другую, а также при консолидации отчетности зарубежных филиалов в отчетность материнской компании.

Валютные курсы, которые используются для этих целей, делятся на текущий курс (курс на дату составления отчетности) и исторический курс (курс на дату принятия актива или обязательства к учету). Эти виды валютных курсов по-разному используются в различных методах консолидации баланса.

При текущем методе учета все статьи баланса и отчетности о прибылях и убытках, кроме статей капитала, консолидируются по текущему курсу, а капитал отражается по историческому курсу. При временном методе учета все статьи отчетности необходимо разделить на денежные и неденежные.

Денежные статьи (дебиторская, кредиторская задолженность, касса) консолидируются по текущему курсу, а неденежные статьи (товарно-материальные ценности, запасы, основные средства) консолидируются по историческому курсу.

Российские компании, осуществляющие международные операции, обязаны применять временной метод при составлении отчетности.

Курсовая разница - это разница в рублевой оценке актива или обязательства, выраженного в иностранной валюте, которая возникает при применении официальных курсов Центрального банка РФ на разные даты. Например, на дату принятия обязательства к учету и на дату его оплаты. Курсовые разницы бывают положительные и отрицательные.

Положительная курсовая разница возникает при дооценке имущества в виде валютных ценностей и требований либо при уценке обязательств организации, выраженных в иностранной валюте. Отрицательная курсовая разница возникает при уценке имущества в виде валютных ценностей и требований либо при дооценке обязательств организации, выраженных в иностранной валюте.

При учете курсовых разниц бухгалтерский и налоговый учет не совпадают. В бухгалтерском учете необходимо отражать образующиеся курсовые разницы на конец каждого отчетного периода. Если в результате переоценки образуется отрицательная курсовая разница (уценка имущества в виде валютных ценностей), то она приводит к образованию вычитаемой налоговой актива (ОНА). Положительная курсовая разница формирует соответственно отложенное налоговое обязательство (ОНО).

В налоговом учете курсовая разница рассчитывается только на дату оплаты контракта или других реальных выплат. Для целей налогового учета необходимо разделять реализованную и нереализованную курсовую разницу. Под налогообложение попадают только реализованные положительные разницы. Отрицательные курсовые разницы признаются расходами и уменьшают налогооблагаемую прибыль [1].

Вопросы для самостоятельной работы по теме 2.

1. Для каких целей менеджеры прибегают к использованию валютного форвардного и спот-курса?
2. Какие подходы используют менеджеры для оценки чистой приведенной стоимости международного инвестиционного проекта?
3. В чем состоит различие временного и текущего методов трансляции данных финансовой отчетности?
4. Для каких целей необходимо выделять исторический и текущий валютные курсы?
5. Каковы особенности российских стандартов бухгалтерского учета активов и обязательств, номинированных в иностранной валюте?
6. Какие виды курсовых разниц вы знаете и в чем состоит отличие бухгалтерского и налогового учета курсовых разниц?
7. Каким образом в финансовой отчетности отражаются отрицательные курсовые разницы?

8. Являются ли курсовые разницы объектом налогообложения?

Задания по теме 2

Задание 1. Российская фирма, реализовав товар в Италии и получив за него 3 млн. евро, хочет перевести их в доллары США. Котировка валют на день обмена: доллар США / евро – 0,8278. Сколько долларов США получит компания в результате обмена? [6]

Задание 2. Американский импортер покупает 3 млн. евро, чтобы произвести платеж за товар. Сколько ему понадобится долларов США, если банк котирует долл. / евро как 0,87?

Задание 3. 200 долл. США обмениваются на британские фунты стерлингов по курсу фунт стерлингов / доллар США – 1,8198. Сколько фунтов стерлингов можно получить в результате обмена [6]?

Задание 4. В обменном пункте банка установлена следующая котировка евро к рублю: покупка 96,4 руб., продажа 100,4 руб. Определите: а) сколько рублей будет получено при обмене 250 евро; б) какое количество евро можно будет приобрести на 8660 руб. [6]

Задание 5. Номинальный курс рубля к доллару США составляет 75 руб., уровень инфляции в США 2%, уровень инфляции в России 12%. Определите реальный курс рубля к доллару и сравните его с номинальным.

Задание 6. Как изменился реальный курс рубля к евро, если номинальный курс повысился с 65 руб. до 68 руб. за доллар США, цены в США в целом выросли на 2%, а в России на 10%.

Задание 7. Валютный дилер купил 1 млн. евро за доллары США по курсу 1,25 доллара за 1 евро. В конце дня он продал евро по курсу 1,2 долл. Каков будет доход или потери, как результат этих двух сделок для дилера?

Задание 8. Российский импортер должен заплатить своему поставщику из Гонконга 300 тыс. гонконгских долларов. Российский банк, обслуживающий импортера, купит у него рубли и зачислит на его счет доллары США, а затем

продает доллары США в Гонконге за местную валюту и заплатит ими поставщику. На день заключения сделки соотношение курсов валют были следующие:

Доллар США/ рубль = 95,5 и доллар США/ гонконгский доллар = 7,8.

Сколько рублей обязан внести в банк российский импортер для оплаты этой сделки [6]?

Задание 9. Японская фирма продает партию радиотоваров французской фирме и получает оплату в евро. Определите перекрестный курс, установленный японским банком для отечественной (японской) фирмы при переводе французских франков в иены. При совершении сделки курсы валют котировались по курсу:

Доллар США/ иена – 109,32/ 109,37

Доллар США/ евро – 0,8279/ 0,8284 [6].

Задание 10. Российский импортер производит расчеты со своим поставщиком из Сингапура. Курс RUR/SGD на рынке не котируется. Клиент российского банка должен обменять рубли на доллары США, а затем обменять доллары США на сингапурские доллары и выплатить полученную сумму экспортеру из Сингапура. Известны следующие котировки валютных пар: USD/RUR = 65,0; USD/SGD = 1,4. По какому курсу один рубль может быть обменен на сингапурские доллары?

Задание 11. Известны следующие текущие курсы валют:

Валюта	Курс покупки	Курс продажи
Доллар США / швейцарский франк	0,9134	0,9324
Доллар США / рубль	62,44	64,86

Определите кросс-курс покупки и продажи швейцарского франка к рублю.

Задание 12. Японский инвестор, располагая свободной суммой в 500 тыс. иен, конвертировал ее в доллары по курсу доллар США / иена – 109,32. Кассовый и месячный форвардный курсы совпадают. Полученные после

конвертации доллары инвестор поместил в австралийский банк на один месяц под 10% годовых. Определите:

- а. сумму, полученную инвестором в долларах и иенах спустя месяц;
- б. сумму, которую бы инвестор получил, если бы сразу поместил свой капитал в японский банк под 5% годовых.

Задание 13. Дилер заключил сделку на покупку 100 000 USD по курсу спот 97,1500. Процентные ставки по депозиту на 6 месяцев в долларах США составляют 6 % годовых, в российских рублях 10 % годовых. Срок форвардной сделки 6 месяцев. Длительность процентного года составляет 360 дней. Определить форвард-курс доллара США к российскому рублю.

Задание 14. Ожидается, что в ближайшие 2 месяца цены в долларах США вырастут на 2%, а в рублях - на 5%, 2-х месячные форвардные контракты заключают по курсу 80 рублей за 1 доллар США. Определите текущий курс спот руб. за 1 долл. США.

Задание 15. Предположим, что российская родительская компания осуществляет проект по созданию зарубежного филиала во Франции, требующий первоначальных инвестиций в размере 700 млн. рублей, если известны следующие данные:

- рыночная ставка в местной валюте (Франция) = 3%;
- рыночная ставка в иностранной валюте (Россия) = 9%.
- спот – курс 65 руб. за евро.
- требуемая доходность по инвестициям в иностранной валюте 30%.

Оцените чистую приведенную стоимость проекта с использованием форвардного метода.

Темы презентаций.

1. Курсы спот и форвард в оценке международных инвестиционных проектов

2. Текущий и исторический валютные курсы в учетной и налоговой политике компании.
3. Курсовые разницы: их расчет, отражение в учете и налогообложении
4. Валютный курс и факторы, влияющие на его формирование.
5. Виды валютного курса и котировка валют.

Темы для написания эссе

1. Валютный обмен. Прямая и обратная котировка. Кросс курс. Резервная валюта.
2. Курсы спот и форвард в оценке международных инвестициях.
3. Текущий и исторический валютные курсы в учетной и налоговой политике компании.
4. Курсовая разница: их расчет, налогообложение и отражение в учете.
5. Влияние динамики валютных курсов на принятие управленческих решений в финансовой сфере транснациональных компаний.
6. Покупательная способность валют. Обменный курс по PPP. Индекс Big Mac.
7. Влияние динамики валютных курсов на принятие управленческих решений в финансовой сфере транснациональных компаний.
8. Валютный арбитраж и его виды.

Использованная и рекомендуемая литература по теме 2.

Основная литература

1. Черкасова, Т. Н. Международный финансовый менеджмент: учебное пособие / Т. Н. Черкасова; Московский гос. ун-т им. М. В. Ломоносова, Экономический фак. – М.: Проспект, 2016. – 76 с.
2. Котелкин, С. В. Международный финансовый менеджмент: учебное пособие / С. В. Котёлкин. – М.: Магистр: ИНФРА-М, 2020. — 608 с. - 608

- с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1044513> (дата обращения: 07.08.2023).
3. Котелкин, С. В. Международные финансы: обзорный курс: учебник. — 2-е изд., перераб. / С. В. Котёлкин. - М: Магистр : ИНФРА-М, 2019. - 368 с. - ISBN 978-5-9776-0503-8. - Текст: электронный. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1034345> (дата обращения: 07.08.2023).
 8. Зенкина Е. В. Международная валютно-финансовая система : учебник / Е.В. Зенкина. - М.: ИНФРА-М, 2023. - 190 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1897692> (дата обращения: 08.08.2023)
 4. Международные финансы: учебное пособие / Е.Н. Карпова, А.А. Коновалов, О.М. Кочановская [и др.]. — 4-е изд., перераб. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2022. — 216 с. — URL: <https://znanium.com/catalog/product/1831180> (дата обращения: 07.08.2023).
 5. Чараева, М. В. Финансовый менеджмент : учеб.пособие / М.В. Чараева. - 2-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2019. - 240 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1003848> (дата обращения: 07.08.2023).
 6. Мелкумов Я. С. Финансовые вычисления. Теория и практика: учеб.-справоч. пособие / Я.С. Мелкумов. — 2-е изд. — М. : ИНФРА-М, 2018. — 408 с. — URL: <https://znanium.com/catalog/product/966750> (дата обращения: 18.08.2023)

Дополнительная литература

7. Мировая экономика и международные экономические отношения. Практикум : учебное пособие / под ред. В.К. Поспелова. - 2-е изд., испр. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2020. - 164 с . - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1018341> (дата обращения: 07.08.2023).
8. Кузнецова, В. В. Международные валютно-кредитные отношения. Практикум: Учебное пособие для академического бакалавриата/ Кузнецова В.В. - М.: КУРС, НИЦ ИНФРА-М, 2019. - 264 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1026442> (дата обращения: 08.08.2023).

9. Авдокушин, Е. Ф. Международные финансовые отношения (основы финансомики) / Авдокушин Е.Ф. – М.: Дашков и К, 2017. - 132 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/415190> (дата обращения: 23.04.2020).
- 10.Международные финансы : учебное пособие / Е.Н. Карпова, А.А. Коновалов, О.М. Кочановская [и др.]. — 4-е изд., перераб. и доп. — М. : ИНФРА-М, 2022. — 216 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1831180> (дата обращения: 07.08.2023).

ТЕМА 3. ФИНАНСОВЫЕ АСПЕКТЫ МЕЖДУНАРОДНОГО НАЛОГОВОГО ПЛАНИРОВАНИЯ

1. Виды налогов в международной деятельности компании.
2. Современные механизмы оптимизации налогообложения.
3. Соглашения об избежании двойного налогообложения.
4. Использование офшорных бизнес-структур.
5. Использование трансфертного ценообразования.
6. Влияние данных факторов на управленческие решения в сфере международного финансового менеджмента.

Конспект лекции по теме 3.

Современной парадигмой финансового управления компанией является рост ее стоимости. Чем ниже величина совокупной налоговой нагрузки на международную бизнес-группу, тем выше при прочих равных условиях величина свободных денежных потоков компании, а, следовательно, и стоимость ее бизнеса. Отсюда перед менеджерами встает задача так направлять международные денежные потоки, чтобы эффективная налоговая ставка на ТНК была минимальной. Для достижения этой цели финансовые менеджеры должны осуществлять международное налоговое планирование.

В международной налоговой практике сложилась такая система налогов, в которой присутствуют налоги, являющиеся общепринятыми для всех юрисдикции (например, налог на прибыль), так и специфические налоги (налог на репатриацию дивидендов).

Совокупный уровень налогообложения международной бизнес-группы будет зависеть от следующих составляющих: уровень налогообложения зарубежных дочерних фирм; уровень налогообложения в юрисдикции материнской компании; наличие налоговых соглашений между странами, в которых функционируют отдельные бизнес-структуры международной компании.

К числу важных механизмов, с помощью которых компании, осуществляющие международную деятельность, могут минимизировать налоговую нагрузку, следует отнести:

- Использование соглашений об избежании двойного налогообложения (СИДН);
- Включение в международную бизнес-структуру различных офшорных компаний;
- Использование трансфертных цен.

Соглашения об избежании двойного налогообложения представляют собой международные межправительственные соглашения, призванные не допустить неограниченное налогообложение одного и того же дохода в нескольких государствах. Договоры, как правило, заключаются в целях поощрения экономического сотрудничества между разными странами.

Важным механизмом минимизации налогообложения является включение в структуру транснациональной компании различных офшорных бизнес - единиц. Офшорный бизнес - это любой законный бизнес, осуществляемый за границей и имеющий источник доходов за рубежом. Офшорная компания — это компания с особым организационно-юридическим статусом, который обеспечивает ей максимальное снижение налоговых потерь. Данный статус присваивается предприятиям, ведущим дела за пределами юрисдикции, где данная компания официально зарегистрирована.

Еще одним механизмом, который позволяет компаниям получать дополнительные налоговые выгоды, выступает трансфертное ценообразование.

Трансфертная цена - это цена сделки внутри совокупности экономически

взаимосвязанных субъектов. Особенностью налогового устройства как на национальном, так и на международном уровнях является наличие регионов с различными уровнями налогообложения, возможности которых используются налогоплательщиками для снижения налоговых отчислений в бюджет. Соответствующим способом ухода от налогов выступает применение в расчетах внутрифирменных цен. С его помощью достигается перенос наибольшей прибыли на участника отношений, находящегося в регионе с льготным налогообложением [1].

Вопросы для самостоятельной работы по теме 3.

1. Поясните, что означает термин «международное налоговое планирование»?
2. Какие системы налогообложения существуют в международной практике? Поясните характер налоговой защиты, возникающей в разных системах налогообложения.
3. Как регулируются доходы в виде процентов и дивидендов в международных соглашениях об избежании двойного налогообложения?
4. Раскройте роль офшорных базовых холдингов в механизме международного налогового планирования ТНК.
5. Что такое постоянное представительство иностранной компании, и каковы правила его налогообложения?
6. Что такое офшорной компания и каковы цели ее создания?
7. Является ли законным использование офшорных зон?
8. Каковы критерии выбора иностранной юрисдикции для создания холдинговой компании? Какие юрисдикции наиболее активно используются российским бизнесом для создания международных холдингов?
9. Для чего создаются торгово-закупочные компании в офшорных юрисдикциях?

10. Поясните механизм минимизации налоговой нагрузки компании через использование трансфертных цен в рамках ТНК.
11. Что такое контролируемая задолженность и каков механизм расчета предельной величины процентов по иностранному займу, признаваемыми расходами?
12. Какие меры предпринимает мировое сообщество и правительство РФ в борьбе с отмыванием денег через офшорные юрисдикции?

Задания по теме 3.

Задание 1. Проанализируйте налоговые льготы в существующих офшорах.

Задание 2. Предположим, что российская компания покупает у иностранной компании товар на сумму \$100 тыс. за партию и продает в РФ по цене \$200 тыс. за партию. Прибыль российской компании подлежит налогообложению по ставке 20%. Образовав офшорную компанию в республике Кипр, российская компания стала проводить торговые операции через эту офшорную компанию, по-прежнему получая товар напрямую от западной фирмы. Таким образом, схема с участием офшорной компании следующая. Офшорная компания покупает у западной компании товар за \$ 100 тыс. за партию. Российская компания покупает у офшорной компании, а, по сути, у самой себя тот же товар за \$185 тыс. и реализует за \$200 тыс. в РФ. Прибыль российской компании в несколько раз меньше и облагается по ставке 20%. Истинная прибыль остается в офшорной компании и на Кипре и облагается по ставке 4,25%. Для расчета налоговой экономии необходимо сопоставить два варианта.

Задание 3. Российская фирма закупает за рубежом товар по цене \$50 за единицу продукции. При ввозе она уплачивает таможенную пошлину, равную \$10 (20%). Затем фирма реализует товар по цене \$100, уплачивая налог на прибыль в размере \$9,6 (24% от суммы прибыли, составляющей \$40). Если

российская фирма применяет офшорную схему, то она создает компанию DSA, которая закупает товар по цене \$50 за единицу продукции и отправляет его российскому предприятию, которое создало эту компанию, по цене \$5. При ввозе российская фирма платит мизерную таможенную пошлину, которая равна \$1 (20%). Затем этот товар фирма продает офшорной компании SAS, которая имеет рублевый счет в России. Разумеется, с минимальной наценкой в \$2, т. е. за \$ 8. А значит, налог на прибыль здесь равен всего лишь \$0,48. В свою очередь, фирма SAS продает товар по цене \$100 за единицу продукции, не платя налог на прибыль в соответствии с соглашением об избежании двойного налогообложения. Каков экономический эффект от использования данной схемы?

Кейс по теме 2. Инструкция по возвращению: зачем внутренние офшоры российскому бизнесу.

В конце 2022 и в начале 2023 года сразу несколько крупных российских корпораций заявили о завершении процесса перевода в Россию своих холдинговых компаний. Среди них — телекоммуникационный холдинг «ЭР-Телеком», несколько компаний группы «Интеррос» Владимира Потанина, производитель продукции из мяса индейки ГК «Дамате».

Владение многими российскими компаниями было исторически структурировано через удобные иностранные юрисдикции. В условиях растущего санкционного давления переезд в Россию стал для них возможностью сохранить управляемость бизнесом и обеспечить более-менее комфортный налоговый режим для себя и своих акционеров.

Под давлением санкций

Возможность переезда в Россию для иностранных компаний существует с момента принятия летом 2018 года серии профильных законов, определивших две территории для «приземления» иностранных компаний: остров Русский в Приморском крае и остров Октябрьский в Калининградской области.

Однако сначала процесс шел не очень активно, заметно ускорившись лишь в 2022 году. Так, по состоянию на конец 2021 года остров Октябрьский насчитывал 60 резидентов, а на начало 2023 года их число составило 120. Остров Русский на конец 2021 года насчитывал пять резидентов, а на начало 2023 года их число выросло до 19.

Причины роста популярности внутренних офшоров вполне объяснимы. В первую очередь это иностранные санкции — как персональные, под которыми оказалось значительное количество конечных бенефициаров российских активов, так и секторальные, ограничившие предоставление бизнесу с российскими корнями трастовых, юридических, бухгалтерских, консультационных и многих других услуг, необходимых для поддержания иностранных компаний.

Во-вторых, проблемой стал отказ многих зарубежных контрагентов, таких как банки и страховые компании, от сотрудничества с бизнесом российского происхождения, даже если оно не противоречит санкционному режиму, а просто создает репутационные или иные риски. Не последнюю роль играет и российское контрсанкционное регулирование, принятое после февраля 2022 года и существенным образом ограничившее транснациональные переводы между Россией и большинством стран, таких как Кипр, Люксембург и Нидерланды, в которых исторически находились российские холдинги.

Альтернативы российским «островам»

Классическая холдинговая юрисдикция, как правило, соответствует следующим требованиям: гибкая система корпоративного управления, низкое налогообложение для входящих в эту юрисдикцию пассивных доходов (таких как дивиденды или проценты) и исходящих из нее в пользу конечных бенефициаров бизнеса прибылей, слабый или отсутствующий валютный контроль и развитая система оказания финансовых услуг.

«Дружественные» юрисдикции пока не могут похвастаться полным соответствием этому джентльменскому набору.

Так, ОАЭ хотя и обеспечивают возможность нулевого налогообложения доходов в Эмиратах и отсутствие налога у источника на доходы, поступающие из Эмиратов за рубеж, но в России продолжают официально считаться офшорной зоной, а действующее между Россией и Эмиратами соглашение 2011 года об избежании двойного налогообложения является слабым, то есть предоставляет налоговые преференции только государствам и их финансовым институтам, оставляя за бортом частный капитал. Из-за этого трансфер прибыли из России в ОАЭ будет, по общему правилу, облагаться в России налогом у источника по ставке 15%, что довольно существенно. Выплата дивидендов из эмиратской компании в адрес российской будет облагаться в России налогом на прибыль по ставке 13%.

Другой альтернативой часто называется Турция. Согласно статистике, опубликованной Союзом палат и товарных бирж Турции, среди компаний с иностранным капиталом, появившихся в 2022 году, первое место заняли компании с российскими корнями — их было создано 1363.

Дивиденды, выплачиваемые из России в Турцию, по общему правилу, будут облагаться в России налогом у источника по ставке 10%. В Турции при соблюдении ряда условий с дивидендов не надо платить местный налог на прибыль, но за их дальнейший трансфер из Турции за рубеж уже взимается налог по ставке до 10%.

Эти условия проигрывают в сравнении с тем, что предлагает российское налоговое законодательство тем организациям, которые после изменения юрисдикции получили статус международных холдинговых компаний. Входящие дивиденды, получаемые такой компанией, облагаются налогом на прибыль по ставке 0% или 5% в зависимости от соблюдения ряда условий. Исходящие дивиденды, выплачиваемые международной холдинговой компанией своим иностранным акционерам, облагаются в России налогом у источника по ставке 5% — при условии, что эта компания является публичной, то есть ее ценные бумаги допущены к обращению на одной из признаваемых российских или зарубежных бирж.

О чем нужно помнить

В ситуации, в которой сейчас оказался российский бизнес, налоговые факторы во многом отходят на задний план, а на первое место по важности выходит предсказуемость правового режима. Даже в случае со многими «дружественными» юрисдикциями сложно прогнозировать, как отнесутся местные регуляторы и финансовые институты к усилению санкционного давления со стороны США или ЕС. Если США введут персональные санкции против конкретного российского лица или корпорации, то это, скорее всего, будет означать прекращение сотрудничества с ним и подконтрольными ему компаниями любых финансовых институтов, даже в «дружественных» странах. В такой ситуации наличие иностранной холдинговой компании только усиливает фактор неопределенности и не страхует от международных рисков.

При этом, как показывает статистика, та же Турция, несмотря на наличие международных рисков, остается привлекательным местом для компаний с российскими корнями.

Возвращение бизнеса в Россию, конечно, повышает устойчивость к санкциям, но и здесь есть ряд моментов, о которых необходимо помнить. Во-первых, российский правовой режим в данном случае представляет собой дорогу с односторонним движением. Обратная редомициляция за рубеж хотя и допускается законом для ранее переехавших в Россию иностранных компаний, но возможна только с разрешения российского правительства, критерии выдачи которого не раскрываются. Переезд в Россию для международной компании следует рассматривать скорее как переезд навсегда или как минимум на очень долгое время. Кроме того, после изменения юрисдикции международная компания будет считаться российским юридическим лицом, а значит, будет нести все соответствующие страновые риски. Поэтому такое решение в большей степени актуально для бизнеса, который полностью или главным образом сосредоточен на России и не имеет значимых активов за рубежом.

Да и «входной билет» для переезда в Россию не самый дешевый — компания должна взять на себя обязательство инвестировать не менее 50 млн

рублей в течение года. Для применения части налоговых льгот международная компания должна исполнить повышенные обязательства: вложить в развитие инфраструктуры региона, в котором она находится, не менее 300 млн рублей в течение трех лет.

Все эти условия говорят о том, что российские власти видят институт изменения юрисдикции регистрации активов скорее как инструмент, предназначенный только для крупных компаний и групп и не адресованный остальному рынку [8].

Вопросы для обсуждения.

1. С какими проблемами сталкиваются предприниматели на сегодняшний день при осуществлении офшорного бизнеса за рубежом?
2. Каковы причины роста популярности «российских офшоров» и перспективы их развития?
3. Каковы перспективы для развития офшорного бизнеса на сегодняшний день?

Темы презентаций.

1. Виды офшорных зон.
2. Международное антиофшорное регулирование: современное состояние и перспективы.
3. Сравнительный анализ налогового права зарубежных стран.
4. Налоговые системы офшорных юрисдикций.
5. Механизм устранения двойного налогообложения.
6. Различия между офшорными и оншорными зонами.
7. Трансфертное ценообразование.
8. Проблема двойного налогообложения.
9. Принципы международного налогового планирования.
10. Перспективы развития международного налогового планирования.

Темы для написания эссе

1. Курсовые разницы: их расчет, налогообложение и отражение в учете
2. Виды налогов в международной деятельности компании.
3. Глобальная и территориальная налоговые системы. Соглашения об избежание двойного налогообложения.
4. Налоговые эффекты внутрифирменного кредитования, правило «тонкой капитализации».
5. Налоговая нейтральность и ее виды. Нарушения налоговой нейтральности и их роль в управлении финансами многонациональных компаний.
6. Влияние налогов на выбор организационной формы зарубежного инвестирования.
7. Трансфертное ценообразование как элемент налогового планирования в многонациональных корпорациях.
8. Влияние налогов на выбор юрисдикции регистрации активов и размещения долговых обязательств многонациональной компании.

Использованная и рекомендуемая литература по теме 3.

1. Черкасова, Т. Н. Международный финансовый менеджмент: учебное пособие / Т. Н. Черкасова; Московский гос. ун-т им. М. В. Ломоносова, Экономический фак. – М.: Проспект, 2016. – 76 с.
2. Котелкин, С. В. Международный финансовый менеджмент: учебное пособие / С. В. Котёлкин. – М.: Магистр: ИНФРА-М, 2020. — 608 с. - 608 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1044513> (дата обращения: 07.08.2023).
3. Международные финансы: учебное пособие / Е.Н. Карпова, А.А. Коновалов, О.М. Кочановская [и др.]. — 4-е изд., перераб. и доп. — Москва: ИНФРА-М, 2022. — 216 с. — (Высшее образование:

Бакалавриат). — URL: <https://znanium.com/catalog/product/1831180> (дата обращения: 07.08.2023).

4. Кашин, В. А. Налоговые соглашения России. Международное налоговое планирование для предприятий: Монография / Кашин В.А. – М.: Магистр, 2016. - 384 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/752402> (дата обращения: 08.08.2023)

Дополнительная литература

5. Международное налогообложение: размывание налоговой базы с использованием офшоров: монография / под ред. М. Р. Пинской. — М.: ИНФРА – М, 2020. – 192 с. – URL: <https://znanium.com/catalog/product/1043088> (дата обращения: 08.08.2023).
6. Международное налоговое право: учебное пособие для магистратуры / отв. ред. Л. Л. Арзуманова, Е. Н. Горлова. — М.: ИНФРА-М, 2022. — 128 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1864191> (дата обращения: 08.08.2023).
7. Сулейманов, М. Д. Мобилизация и эффективное использование налогового потенциала Российской Федерации: монография / М. Д. Сулейманов, В. А. Кашин. – М.: КРЕАТИВНАЯ ЭКОНОМИКА, 2019. - 332 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1977897> (дата обращения: 08.08.2023).
8. А. Аюпов, М.Халецкий, З. Гонен. Инструкция по возвращению: зачем внутренние офшоры российскому бизнесу // Форбс. 02.2023. URL: <https://www.forbes.ru/mneniya/484444-instrukcia-po-vozvraseniu-zacem-vnutrennie-ofsory-rossijskomu-biznesu?ysclid=llcg9vqq38364842014>

ТЕМА 4. РИСКИ МЕЖДУНАРОДНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ

1. Валютный риск и его роль в принятии управленческих решений.
2. Операционный риск.
3. Расчет и анализ экономического риска.

4. Трансляционный риск.
5. Страновой риск и его оценка.
6. Методы минимизации валютных рисков.

Конспект лекции по теме 4.

В своей экономической деятельности компании сталкиваются с большим многообразием финансовых рисков. Если же компания осуществляет ту или иную международную деятельность, то в систему ее рисков необходимо включить специфические риски международной деятельности: валютный риск (Currency risk) и страновой риск (Country risk).

Под валютным риском следует понимать вероятность негативных последствий для компании из-за неблагоприятного колебания курса иностранной валюты. Выделяют три вида валютного риска:

- операционный риск;
- экономический риск;
- трансляционный риск.

Операционный риск (риск сделки) - вероятность убытков компании, связанных с изменением валютного курса по уже заключенным сделкам, платежи или поступления по которым должны состояться к определенному сроку в будущем. Операционный риск, по сути, связан с тем, что у компании есть кредиторская или дебиторская задолженности, деноминированные в иностранной валюте, и которые в момент их погашения подвергаются переоценке. Эта переоценка может привести к отрицательному эффекту - обесценению активов или же росту задолженности.

Так, российская компания - экспортер попадает в ситуацию валютного риска при падении курса иностранной валюты, поскольку за тот же объем экспортной выручки теперь получит меньше рублей. Импортёр же проигрывает при росте курса валюты платежа или валюты займа, поскольку в этом случае для покрытия тех же объемов обязательств потребуется больше рублей.

Прежде всего, менеджеры должны провести риск-анализ, т.е. дать количественную оценку этим возможным отрицательным эффектам. Можно выделить две основных методологии оценивания операционного валютного риска:

- расчета величины открытой валютной позиции (ОВП);
- расчета величины VaR (Value-at-Risk).

Валютная позиция представляет собой соотношение требований и обязательств компании, номинированных в иностранной валюте.

Валютная позиция считается закрытой, если требования и обязательства компании в какой-либо валюте совпадают по величине. Компании в своей внешнеэкономической деятельности практически не сталкиваются с такой ситуацией. Как правило, компании сталкиваются с открытой валютной позицией.

Открытая валютная позиция предполагает несовпадение требований и обязательств. Открытые валютные позиции бывают «короткие» и «длинные». Короткая позиция образуется в случае превышения обязательств компании над ее требованиями и обозначается знаком «-». Длинная позиция образуется в случае превышения требований компании над ее обязательствами и обозначается знаком «+».

Однако независимо от знака позиции любая открытая валютная позиция - это позиция валютного риска. Если сальдовая позиция короткая, то при росте курса иностранной валюты потребуется больше национальной валюты, чтобы покрыть возросшие обязательства. Если же сальдовая позиция длинная, то при падении курса иностранной валюты активы компании обесцениваются.

Для расчета и анализа операционного риска менеджеры должны:

- Все операции, номинированные в одной валюте, разнести по требованиям и обязательствам и исчислить нетто-позицию (ОВП);
- Спрогнозировать возможное изменение валютного курса в наиболее «проблемных» периодах бизнес-плана и рассчитать величину возможных потерь в случае неблагоприятного тренда валютного курса.

Максимально возможные потери по открытым валютным позициям можно также рассчитывать с помощью методологии VaR. По сути VaR дает следующее утверждение: «Наши ожидаемые потери не превысят VaR долларов в течение T дней с вероятностью (доверительным интервалом) P%».

Для расчета величины VaR необходимо знать статистические данные о котировках валют, заданный уровень вероятности, временной горизонт и величину открытой позиции.

Величина VaR рассчитывается по формуле:

(4.1.)

$$VaR = Position \times Volatility \times N,$$

где Position — текущий размер открытой позиции по определенной валюте;

Volatility - волатильность, измеряемая стандартным отклонением;

N – число стандартных отклонений при выбранном менеджером доверительном интервале.

Произведенный расчет величины операционного риска, а также характер внешнеэкономической деятельности лежит в основе выбора стратегии и инструмента по минимизации возможных потерь. К числу этих основных стратегий и инструментов по минимизации валютных потерь относятся: отработка условий внешнеторговых контрактов; структурное хеджирование «мэтчинг» денежных потоков; хеджирование срочными контрактами (форварды, фьючерсы, опционы, свопы); диверсификация валютных ресурсов; лимитирование рисков (стоп-лосс лимит, лимит по ОВП); финансирование рисков (использование резервов) [1].

Операционным валютным риском сопровождается управление дебиторской задолженностью при работе компаний с контрагентами из разных стран. По этой причине большинство ТНК предпочитают осуществлять сделки в наиболее стабильных валютах. Поэтому именно стабильность национальной денежной единицы стимулирует развитие внешней торговли и инвестиций,

способствует интеграции национальной экономики в глобальные мировые системы [12].

В данных условиях наиболее эффективным способом управления дебиторской задолженностью является форфейтинг, представляющий собой инструмент финансирования под уступку денежного требования в международных отношениях.

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

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

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

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

Таким образом, форфейтор становится полноправным владельцем долговых обязательств импортера, который имеет возможность погашать свою задолженность перед форфейтором.

Импортер в форфейтинговой сделке выигрывает возможность отложить платежи по своим обязательствам, именно по этой причине форфейтинговые контракты в основном среднесрочные или долгосрочные.

Экспортер в данном случае полностью страхуется от любых рисков, поскольку все они ложатся непосредственно на форфейтора. По этой причине традиционно форфейтинговые услуги дороже банковского кредитования. В связи с этим подобные сделки целесообразно заключать только при больших объемах продаж для крупных ТНК [2].

Экономический риск - вероятность потерь по планируемым сделкам из-за неблагоприятного колебания валютного курса. С помощью расчета экономического риска менеджеры оценивают конкурентоспособность компании на международном рынке. Он выражается в изменении стоимости компании в результате непредвиденного изменения курсов обмена валют. Экономический риск не отражается непосредственно, как другие виды риска. Он зависит от возможных изменений в прогнозируемых будущих денежных потоках, и поэтому его учет носит субъективный характер.

Трансляционный риск - это риск, который возникает при переводе данных отчетности, номинированных в иностранной валюте, в национальную, а также при консолидации отчетности зарубежных дочерних или филиальных структур в отчетность материнской компании. Этот риск в итоге выражается в снижении нетто-стоимости фирмы. Данный вид валютного риска часто именуют эккаунтинговым, или бухгалтерским риском, поскольку он связан с бухгалтерской отчетностью.

Страновой риск — это риск неблагоприятных действий суверенного правительства, под которым понимается вероятность того, что действия суверенного правительства суверенного государства могут оказать прямое или косвенное влияние на способность должника своевременно и в полном объеме

исполнять свои обязательства. Оценка странового риска представляет большую важность для иностранных инвесторов.

Для количественной оценки этой премии в современной финансовой практике используются два подхода: экспертная оценка; рыночная оценка.

Экспертный анализ и оценку странового риска в настоящее время осуществляют многочисленные исследовательские центры и институты, эксперты международных организаций, а также различные рейтинговые агентства. И хотя методологии оценивания страновых рисков у этих организаций разнятся, тем не менее, общим для них является вынесение экспертного суждения, которое облекается в рейтинговую шкалу и в соответствующие этим рейтингам надбавки за страновой риск.

В отличие от экспертных оценок, в рыночном подходе надбавка за страновой риск вычисляется в явном виде. Большинство ученых-финансистов, исследующих проблемы странового риска, склонны полагать, что в оценочных процедурах страновой риск следует включать в ставку дисконтирования, а не в прогнозный денежный поток. В этом случае ставка дисконтирования будет содержать в себе так называемую премию за страновой риск [1]:

(4.2.)

$$r = rf + \text{премия за риск},$$

где r - требуемая доходность иностранного инвестора; rf - безрисковая ставка; премия за риск - выражает надбавку к безрисковой ставке.

Вопросы для самостоятельной работы по теме 4.

1. С какими особыми видами риска сталкиваются компании, осуществляющие международную деятельность?
2. Что понимают под валютным риском, и какие его разновидности вы знаете?
3. Какие методы используют менеджеры компаний для измерения операционного валютного риска?

4. Каким образом валютный риск влияет на управление дебиторской задолженностью ТНК?
5. Какова экономическая сущность форфейтинга? В чем преимущество форфейтинга для экспортера продукции?
6. К каким финансовым технологиям прибегают финансовые менеджеры для управления трансляционным валютным риском?
7. Как применить методологию VaR для оценки и управления экономическим валютным риском?
8. Какие инструменты срочного рынка используются для хеджирования валютного риска?
9. Почему российские компании преимущественно используют «естественное хеджирование», а не срочные контракты для целей минимизации валютного риска?
10. Что означает термин «страновой риск» и как он влияет на инвестиционные решения компаний?
11. Раскройте методологию учета страновых рисков при инвестировании в еврооблигации российских компаний.
12. Какие существуют теоретические подходы к учету странового риска при оценке требуемой доходности на собственный капитал?
13. В чем состоит специфика учета странового риска в затратах на капитал на растущих рынках капитала?

Задания по теме 4.

Задание 1. Каково влияние следующих рисков на деятельность организации? Предложите способы нивелирования данных угроз.

Риск (угроза)	Результат действия риска
Инфляция	
Снижение доходности инвестиционных активов	

Высокорискованное поведение деловых партнеров	
Изменение законодательного (налогового, политического и т.д.) режима в принимающей стране.	
Банкротство или дефолт компании - контрагента	

Задание 2. Ожидается, что в ближайшие 3 месяца цены в долларах США вырастут на 0,5%, а в рублях - на 5%, то при текущем курсе, равном 75 рублям за 1 доллар США спрогнозируйте установление курса руб. за 1 долл. США.

Задание 3. Японская фирма экспортирует около половины своих телевизоров в США, получая платежи за свои товары в иенах. Предположим, обменный курс изменился с 200 до 180 иен за 1 долл. С какими валютно - курсовыми рисками сталкивается фирма? Каким образом может она управлять этими рисками?

Задание 4. Определите, выгодным ли оказалось хеджирование на один месяц для российского экспортера, если в день хеджирования спот-курс USD/RUR составил 60,0, через 30 дней он был равен 60,5, а процентные ставки межбанковского рынка в день хеджирования были 4% по доллару, а по рублю 9%.

Задание 5. Текущий курс USD/RUR=60,0. Российский импортер хочет застраховаться от роста курса доллара и купить данную валюту на форвардном рынке для оплаты товара, который приобретет через 90 дней. Трехмесячные процентные ставки межбанковского рынка по доллару - 5%, а по рублю - 10%. Каким должен быть форвардный курс через 90 дней?

Задание 6 (расчет результатов валютной операции).

Итальянская компания поставляет мрамор в Швейцарию. Валюта цены контракта – евро (EUR), оплата мрамора предполагается через 3 месяца после поставки. Стоимость контракта составляет 1,5 млн. EUR. Курс на дату

подписания контракта установлен на уровне $1 \text{ EUR} = 1$ швейцарский франк (CHF). Подвергается ли швейцарский импортер валютному риску? Каковы для него будут финансовые результаты от этой операции в следующих случаях: если курс изменится в сторону усиления швейцарского франка (до 1,2 евро за швейцарский франк); если евро окрепнет до уровня 0,8 евро за швейцарский франк.

Задание 7. Российская фирма экспортирует 70% продукции. Она оплачивает все издержки в рублях, тогда как большая часть ее экспортных продаж оценивается в долларах:

- а. Как воздействует изменения валютного курса на фирму?
- б. Может ли фирма элиминировать свою подверженность конкурентному риску посредством хеджирования своих позиций каждый раз, когда она осуществляет зарубежные продажи? Почему может или не может?

Задание 8. Чтобы уменьшить издержки деятельности, когда национальная валюта была на пике роста, отечественная фирма переместила производство продукции за рубеж. Наоборот, ее главные конкуренты продолжили производить большую часть продукции на отечественном территории. Каковы наиболее вероятные конкурентные последствия таких действия для фирмы?

Кейс по теме 4. Стоит ли управлять валютными рисками

В последние несколько месяцев валютные рынки многих стран находятся под ударом. Девальвировался не только российский рубль, но и бразильский реал, турецкая лира, колумбийский песо и китайский юань. Волатильность курса валют значительно увеличила риски бизнеса. Многие компании управляют этими рисками с помощью различных финансовых инструментов. Как правило, менеджеры хеджируют крупные транзакции в развивающихся странах, используя фьючерсы, опционы или свопы. Разумеется, это дает компаниям возможность застраховаться от внезапных скачков курса. Тем не

менее, существуют и другие риски, которые, как правило, ускользают от внимания корпоративных экспертов. Понять, как изменение курса валют повлияет на деятельность компании и ее финансовые показатели, бывает непросто. Это зависит от множества макроэкономических факторов и общего состояния того или иного делового сегмента. Чтобы защититься от возможных потрясений, менеджерам важно различать типы рисков и знать, как ими управлять. Эксперты агентства McKinsey & Company дают классификацию и советуют не паниковать.

Портфельные риски. Любая компания, осуществляющая операции в иностранной валюте, им подвержена. Возьмем, к примеру, датскую сеть продуктовых магазинов, представленную в Нидерландах и США. В Европе эта компания застрахована от валютных рисков, поскольку весь оборот средств производится в евро.

Взаимодействие с американским рынком, однако, несет определенную угрозу: при обмене с долларов на евро часть денежного потока может быть «съедена» за счет курсовой разницы.

Впрочем, как показывает практика, подобные риски редко бывают значительными. Они могут на несколько процентов изменить приток денежных средств из зарубежных представительств компании, но вряд ли способны повлиять на финансовое самочувствие бизнеса.

Структурные риски. Эти риски возникают при несоответствии между притоком и оттоком наличных средств в компании. Немецкий пивоваренный завод, предположим, экспортирует свое пиво в Америку. Поскольку продажи пива в США осуществляются в долларах, а затраты немцы несут в евро, завод подвержен как портфельным, так и структурным рискам.

Если маржа завода на американском рынке составляет 15%, то падение доллара на 5% уменьшит ее до 11%. Это довольно ощутимый спад, который может ударить по финансовой стабильности компании.

Главная проблема структурных рисков заключается в том, что ими сложно управлять. Единственный, по мнению экспертов, способ их снизить –

устранить фундаментальную разницу между притоком и оттоком денежных средств. Пивоваренный завод смог бы это сделать, перенеся производство в США (что сразу пошатнуло бы его позиции: премиальное пиво, сваренное в Германии, ценится американцами выше).

Транзакционные риски. Управлять этим типом рисков легче всего, ведь возникают они в результате временного разрыва между датой заключения контракта и оплатой. Например, производитель игрушек, чьи заводы расположены в Китае, продает свою продукцию в Америке за доллары. Если условия заключаемых с американскими покупателями контрактов позволяют осуществить пост оплату, то производитель подвержен риску в период между завершением поставок и получением денег.

Период неопределенности в данном случае относительно короток, поэтому значительной угрозы транзакционные риски, как правило, не представляют. Кроме того, у крупных транснациональных корпораций имеются программы по их хеджированию.

Стоит ли управлять валютными рисками?

Причины активно управлять валютными рисками могут быть разными: в некоторых компаниях считают, что так легче планировать деятельность на несколько лет вперед или высчитывать налоги. Как бы то ни было, главный совет экспертов McKinsey – не использовать управление валютными рисками для завышения цены на акции. Помните, что акционеры прекрасно осведомлены о связанных с обменным курсом рисках. Их задача – диверсифицировать инвестиционный портфель. Именно таким образом снижаются возможные риски для бизнеса.

Что касается менеджеров, то им необходимо сосредоточиться на тех типах валютных рисков, которые несут наибольшую опасность для финансовой стабильности компании. Любой бизнес – среда нестабильная, и пытаться нивелировать абсолютно все риски – пустая затея [10].

Вопросы для обсуждения

1. С какими видами валютных рисков сталкиваются компании?

2. Какие подходы к управлению валютными рисками вы можете назвать?
3. Должна ли компания стремиться нивелировать все риски при осуществлении валютных операций?
4. На примере компании, осуществляющей валютные операции, проведите анализ используемых методов по управлению валютными рисками.

Презентации по теме 4.

1. Страхование рисков в международной коммерческой деятельности.
2. Учет валютных рисков в международном бизнесе.
3. Риски международной деловой среды.
4. Управление рисками иностранных инвестиций.
5. Роль политических рисков в международном бизнесе.
6. Страновые риски в международном бизнесе.
7. Протекционизм, как составляющая политического риска при зарубежном инвестировании.
8. Влияние риска изменения технологической среды на деятельность современной ТНК.
9. Инструменты управления риском потери деловой репутации ТНК.

Использованная и рекомендуемая литература по теме 4

Основная литература

1. Черкасова, Т. Н. Международный финансовый менеджмент: учебное пособие / Т. Н. Черкасова; Московский гос. ун-т им. М. В. Ломоносова, Экономический фак. – М.: Проспект, 2016. – 76 с.
2. Воскоян Р.О., Ващенко Т.В. Международный финансовый менеджмент: учебник. – М.: Проспект, 2019. – 112 с.

3. Котелкин, С. В. Международный финансовый менеджмент: учебное пособие / С. В. Котёлкин. – М: Магистр: ИНФРА-М, 2020. - 608 с.. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1044513> (дата обращения: 07.08.2023).
4. Чараева, М. В. Финансовый менеджмент : учеб.пособие / М.В. Чараева. - 2-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2019. - 240 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1003848> (дата обращения: 07.08.2023).
5. Шапкин, А. С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций: учебное пособие / А. С. Шапкин, В. А. Шапкин. - 12-е изд. перераб. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°», 2023. - 538 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/2041758> (дата обращения: 08.08.2023).
6. Котелкин, С. В. Международные финансы: обзорный курс: учебник. — 2-е изд., перераб. / С. В. Котёлкин. – М.: Магистр : ИНФРА-М, 2019. - 368 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1034345> (дата обращения: 07.08.2023).

Дополнительная литература

7. Мировая экономика и международные экономические отношения. Практикум: учебное пособие / под ред. В.К. Поспелова. - 2-е изд., испр. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2020. - 164 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1018341> (дата обращения: 07.08.2023).
8. Авдокушин, Е. Ф. Международные финансовые отношения (основы финансовики) / Авдокушин Е.Ф. – М.: Дашков и К, 2017. - 132 с.. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/415190> (дата обращения: 23.04.2020).
9. Международные финансы: учебное пособие / Е.Н. Карпова, А.А. Коновалов, О.М. Кочановская [и др.]. — 4-е изд., перераб. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2022. — 216 с. — (Высшее образование: Бакалавриат). — URL: <https://znanium.com/catalog/product/1831180> (дата обращения: 07.08.2023).
10. Андрей Шенк. Принцип «купил и держи» больше не работает: инвестиционные стратегии / Андрей Шейк // Форбс - 2023. – 3 марта. -

URL: <https://www.forbes.ru/mneniya/484444-instrukcia-po-vozvrasheniuzacem-vnutrennie-ofsory-rossijskomu-biznesu?ysclid=llcg9vqq38364842014>

11. Шон Кин. Стоит ли управлять валютными рисками / Шон Кин // Форбс. - 2015. - №49. - URL: <https://www.forbes.ru/mneniya/484444-instrukcia-po-vozvrasheniuzacem-vnutrennie-ofsory-rossijskomu-biznesu?ysclid=llcg9vqq38364842014> (дата обращения 15.08.2023)

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

ТЕМА 5. МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЕШЕНИЯ КОМПАНИИ

1. Компания на международных рынках долгового капитала.
2. Международные синдицированные кредиты.
3. Еврооблигации как форма долгового финансирования компании.
4. Компания на международных рынках собственного капитала.
5. Инвестиционные решения ТНК.

Конспект лекции по теме 5.

К числу исходных и важнейших вопросов, которыми задаются менеджеры компании, является вопрос об источниках финансирования ее деятельности. От решений менеджеров по финансированию деятельности компании зависят многие показатели ее финансового состояния, а именно: состояние ее ликвидности, платежеспособности, величина затрат на капитал (WACC).

Поэтому приступая к выбору конкретных источников и инструментов финансирования, финансовый менеджер всегда должен исходить из соображений доступности этих инструментов и затратности привлечения финансовых ресурсов. Важнейшими финансовыми инструментами

заимствования на международном рынке капитала выступают международные синдицированные кредиты и еврооблигационные займы.

В условиях современной глобализации экономики значительно увеличились масштабы производства, и потребности в финансировании некоторых заемщиков уже не могут быть удовлетворены одним кредитором, даже имеющим колоссальные ресурсы. Синдицированный кредит - это особый вид банковского кредита, который выдается под конкретный проект двумя или более финансовыми учреждениями.

Еврооблигации — ценные бумаги, выпущенные в валюте, являющейся, как правило, иностранной для эмитента, размещаемые с помощью международного синдиката андеррайтеров среди зарубежных инвесторов, для которых данная валюта также, как правило, является иностранной.

Важным источником и механизмом финансирования компании собственным капиталом корпорации является первичное публичное размещение акций (IPO). Первичное публичное размещение может быть как внутренним, когда ценные бумаги размещаются внутри страны, так и внешним, когда ценные бумаги размещаются на зарубежных торговых площадках - Global IPO. Выход компании на зарубежные рынки акционерного капитала преследует разнообразные цели:

- Привлечение финансовых ресурсов для дальнейшего развития;
- Установление цены компании и приобретение капитализации;
- Обеспечение благоприятных условий для последующего кредитования;
- Рост известности и улучшение имиджа компании;
- Увеличение рыночной стоимости компании;
- Как стратегия выхода из первоначальных инвестиций (to cash out).

Выход на зарубежный рынок IPO осуществляется в виде производных ценных бумаг на акции компании, каковыми являются американские и глобальные депозитарные расписки. АДР — американские депозитарные расписки, которые допущены к обращению на американском фондовом рынке;

ГДР — глобальные депозитарные расписки. Они допускаются к обращению на фондовых рынках и других стран.

В настоящее время выбор инвестиционных возможностей ТНК разнообразен. В зависимости от целей стратегического развития, финансовый менеджер выбирает тот или иной инвестиционный проект.

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

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

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

Ссудные международные инвестиции представляются на принципах платности срочности и возвратности.

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

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

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

В настоящее время используют четыре показателя для оценки инвестиций. Во-первых, коэффициент эффективности инвестиций, который также называется учетной нормой прибыли (account rate of return, далее – ARR). Показатель используется для сравнения инвестиционных возможностей, различных по затратам и предполагаемым доходам.

Основным преимуществом данного показателя является простота его расчета. В качестве недостатков можно выделить отсутствие учета стоимости денег во времени и дисконтирования.

(5.1.)

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

где PN – среднегодовая прибыль от инвестиционных возможностей;

RV – остаточная стоимость актива;

\overline{IC} – средняя величина инвестиций.

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

(5.2.)

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

где PN – среднегодовая прибыль от инвестиционных возможностей

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

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

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

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

Простой срок окупаемости рассчитывается следующим образом:

(5.3.)

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

где I_0 – объем первоначальных инвестиций,

CF_t – денежный поток;

С целью учета изменения денежных средств во времени используется дисконтированный срок окупаемости (discounted payback period, далее DPP).

Дисконтированный срок окупаемости – это один из важнейших показателей, используемый профессиональными инвестиционными аналитиками для расчета эффективности инвестиций. Простыми словами, дисконтированный срок окупаемости – это период, в течение которого инвестиции, вложенные в проект, окупятся. Причем денежный поток от реализации проекта и вложенные инвестиции необходимо рассчитывать с учетом ставки дисконтирования.

Дисконтированный срок окупаемости рассчитывается по следующей формуле:

(5.4.)

$DPP = \min n$, при котором выполняется условие

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

где I_0 – размер первоначальных инвестиций;

CF_t – денежный поток от операционной деятельности в момент времени t ;

n – длительность реализации проекта в годах;

r – ставка дисконтирования.

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

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

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

(5.6.)

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

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

(5.7.)

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

где I_t – инвестируемые затраты в период t .

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

(5.8.)

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{\prod_{i=1}^t (1 + r_i)} - I_0,$$

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

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

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

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

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

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

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

(5.9.)

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

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

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

(5.10.)

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

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

При необходимости сравнения различных инвестиционных возможностей с одинаковым уровнем риска, но различным сроком реализации используется метод эквивалентного аннуитета (equivalent annual annuity approach, далее ЕАА). Сам же аннуитет представляет собой поток одинаковых по сумме платежей, которые осуществляются с равной периодичностью.

(5.11.)

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

где EAA - эквивалентный аннуитет;

NPV - чистый дисконтированный доход; r — ставка дисконтирования;

n - срок реализации инвестиционной возможности.

При сравнении двух возможностей с одинаковым сроком реализации следует выбрать ту, что обладает более высоким показателем эквивалентного аннуитета, поскольку она обеспечивает наибольшую величину чистого дисконтированного дохода при предположении, что все иные инвестиционные возможности требуют бесконечного реинвестирования или реинвестирования до окончания срока завершения инвестиционной возможности [2].

Вопросы для самостоятельной работы по теме 5.

1. Что такое «синдицированный кредит» и каковы причины обращения российских компаний к международному рынку синдицированных кредитов?
2. Какова процедура «синдикации кредита»? Назовите основных участников этого кредитного взаимодействия.
3. Какова затратность привлечения этого инструмента финансирования компании?
4. Какую цель преследует процедура рейтингования компании-эмитента международными рейтинговыми агентствами?
5. Как определяется стоимость заимствования при эмиссии еврооблигаций?
6. Как осуществляется процедура GLOBAL IPO для целей финансирования российских компаний?
7. Почему выход российских компаний на международный рынок IPO осуществляется с помощью производных ценных бумаг — американских и глобальных депозитарных расписок (АДР и ГДР)?
8. Какие виды АДР могут выступать источником финансирования деятельности компании, а следовательно, включаться в затраты на собственный капитал компании-эмитента акций?
9. Какие критерии берутся менеджерами компании в расчет при выборе торговой площадки для проведения IPO?
10. Какова структура затрат на проведение IPO?

11. Приведите примеры успешных IPO российских компаний.
12. Какова классификация международных инвестиций по характеру объектов размещения?
13. Каковы основные показатели оценки инвестиционных возможностей компании?
14. Как рассчитывается срок окупаемости инвестиций, каковы его преимущества и недостатки?
15. Как рассчитывается чистая приведенная стоимость, каковы преимущества и недостатки данного показателя?

Задания по теме 5.

Задание 1. Предположим, что одна из льгот, предоставляемых Китаем для российской фирмы при строительстве локальных производственных мощностей, пятилетний заем на 10 млн долл. под 3%. Процент должен быть возвращен в конце пятого года. Рыночная ставка процента на такой заем — выше 8%. При предельной ставке налога 30% как много стоит этот заем для фирмы?

Задание 2. Компания эмитировала обыкновенные акции, по которым платит налогооблагаемые дивиденды, и акции на предъявителя с идентичным дивидендом, которые предполагают возможность уклониться от уплаты налога. Предъявительские акции продаются с большим количеством «купонов», которые могут быть предъявлены анонимно в банки на текущую величину дивидендов:

а) Предположим, что налогооблагаемые дивиденды облагаются по ставке 10%. Какова пропорция между рыночными ценами обыкновенных и предъявительских акций? Если планируется новая эмиссия, то нужно ли продавать налогооблагаемые или предъявительские акции?

б) издержки эмиссии налогооблагаемых акций составляют 10% выручки. Эмиссия предъявительских акций (из-за расходов по распределению и

печатанию купонов) стоит 20% выручки. Какой тип акций предпочтет корпорация для эмиссии?

в) допустим, «индивидуалы» платят 10% налога на дивиденды, а корпорации не платят налогов, но несут административные расходы в 10% величины предъявительских дивидендов. Определите относительные рыночные цены для этих двух типов акций.

Задание 3. Российская фирма имеет инвалютные денежные потоки. Она планирует эмитировать либо:

1. облигации, деноминированные в рублях (с фиксированным купоном);
2. облигации, деноминированные в долларах (с плавающей ставкой).

Она оценивает свои периодические рублевые потоки по каждой облигации. Какая облигация должна иметь большую неопределенность, касающуюся этих будущих денежных потоков? Приведите цифровые примеры.

Задание 4. Рассмотрите облигационные котировки в разделе «Международные правительственные бонды» из Wall Street Journal. Сравните доходы в Канаде, Японии, Великобритании, Германии, России. Предложите возможные объяснения крупных различий в облигационных доходах между странами.

Задание 5. Объем первоначальных инвестиций ТНК составил 50000 у. е. В первом году данные инвестиции принесли доход в объеме 14000 у. е., во втором 18 000 у. е., в третьем 15 000 у. е., в четвертом 17000 у. е.

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

Задание 6. Компания выплачивает 100 000 у. е. за партию готовой продукции. Согласно прогнозам сможет реализовать ее в конце первого года за 140 000 у. е.

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

Задание 7. Инвестиции в сумме 1650 у. е. приносят 150 у. е. в год неограниченное время. Если процентная ставка равна 7%., какова чистая приведенная стоимость этих инвестиций?

Презентации по теме 5.

1. Международные синдицированные кредиты
2. Еврооблигации как форма долгового финансирования компании
3. IPO как механизм финансирования собственными средствами
4. Долгосрочное и краткосрочное финансирование международной фирмы.
5. Технологии международных инвестиций.

Темы для написания эссе

1. Внутренние источники финансирования международных проектов.
2. Внешние источники финансирования многонациональной компании.
3. Инструменты финансирования международных операций: иностранные облигации, еврооблигации, евроакции, своповые сделки.
4. Использование многонациональными компаниями технологии проектного финансирования.
5. Анализ наиболее крупных IPO за последние три года.
6. Анализ факторов, влияющих на стоимость привлеченного заемного капитала.
7. Влияние ПИИ на экономику принимающей страны.
8. Инвестиции ТНК в социальные проекты в рамках осуществления стратегии корпоративной ответственности.
9. Недостатки существующих показателей оценки инвестиционных возможностей.

Использованная и рекомендуемая литература по теме 5.

1. Черкасова, Т. Н. Международный финансовый менеджмент: учебное пособие / Т. Н. Черкасова. - Московский гос. ун-т им. М. В. Ломоносова, Экономический фак. – М.: Проспект, 2016. – 76 с.
2. Воскоян Р.О., Ващенко Т.В. Международный финансовый менеджмент: учебник. – М.: Проспект, 2019. – 112 с.
3. Котелкин, С. В. Международный финансовый менеджмент: учебное пособие / С. В. Котёлкин. – М: Магистр : ИНФРА-М, 2020. - 608 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1044513> (дата обращения: 07.08.2023).
4. Международные финансы: учебное пособие / Е.Н. Карпова, А.А. Коновалов, О.М. Кочановская [и др.]. — 4-е изд., перераб. и доп. — Москва: ИНФРА-М, 2022. — 216 с. — URL: <https://znanium.com/catalog/product/1831180> (дата обращения: 07.08.2023).

Дополнительная литература

5. Смирнов Е. Н. Экономика транснациональных корпораций: учебник/ Е.Н. Смирнов. – М.: КНОРУС, 2023. – 542 с.
6. Мировая экономика и международные экономические отношения. Практикум : учебное пособие / под ред. В.К. Поспелова. - 2-е изд., испр. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2020. - 164 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1018341> (дата обращения: 07.08.2023).
7. Авдокушин, Е. Ф. Международные финансовые отношения (основы финансовики) / Авдокушин Е.Ф. – М.: Дашков и К, 2017. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/415190> (дата обращения: 23.04.2020).
8. Глобализация и международная экономическая интеграция / Под ред. Авдокушина Е.Ф. – М.: Магистр, НИЦ ИНФРА-М, 2015. - 320 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/492901> (дата обращения: 07.08.2023)
9. Международные финансы : учебное пособие / Е.Н. Карпова, А.А. Коновалов, О.М. Кочановская [и др.]. — 4-е изд., перераб. и доп. — М : ИНФРА-М, 2022. — 216 с. — URL: <https://znanium.com/catalog/product/1831180> (дата обращения: 07.08.2023).

ТЕМА 6. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ МЕЖДУНАРОДНОЙ КОМПАНИИ

1. Оценка международного бизнеса методом скорректированной приведенной стоимости (APV – Adjusted Present Value). Ограничения применения модели APV.
2. Модель оценки стоимости международной компании Еррунца-Сенбета.
3. Модель оценки стоимости компании Эдвардса-Белла-Ольсона.
4. Оценка синергетического эффекта от объединения компаний в результате осуществления международных сделок слияния и поглощения.

Конспект лекции по теме 6.

Оценка стоимости компании опирается на ряд отработанных в финансовой теории и оценочной практике методов: доходный метод (метод дисконтированных денежных потоков и метод капитализации), сравнительный метод (метод рыночных мультипликаторов) и затратный метод. Если речь идет об оценке стоимости крупного международного бизнеса, то требуется использование таких подходов, которые учитывали бы особенности деятельности таких компаний, а именно: специфику налогообложения, эффекты колебания валютных курсов, возможности переноса центров прибыли в благоприятную налоговую юрисдикцию, возможности более дешевого заимствования на международных рынках капитала и пр.

Следует отметить, что для оценки деятельности международной бизнес-структуры, каковой является ТНК, наиболее подходящим из вышеозначенных методов будет являться «доходный метод». Однако и этот метод применительно к международному бизнесу будет несколько модифицирован.

Метод APV (Adjusted Present Value), разработанный Стюартом Майерсом в 1974 г., выступает альтернативой классическому методу дисконтирования денежных потоков компании по средневзвешенной стоимости капитала - WACC. Он используется в случаях:

- Когда у компании нет единой целевой структуры капитала.
- Когда компания планирует осуществить серьезные изменения в структуре капитала.
- Использование WACC в качестве ставки дисконтирования является некорректным и при оценке выкупов за счет займа (LBO), поскольку в результате выкупов изменяются коэффициенты долговой нагрузки.
- Метод APV применим также в тех случаях, когда имеющийся долг фирмы нужно погашать по фиксированному графику.

Процесс оценки стоимости ГНК методом APV содержит ряд последовательных этапов. На первом этапе рассчитывается текущую стоимость компании без учета финансового рычага $PV_{\text{баз}}$. На этой стадии:

- Осуществляется расчет прогнозируемых свободных денежных потоков компании, не связанных с финансовой деятельностью. Далее этот денежный поток дисконтируется по ставке, отражающей требуемую доходность собственного капитала компании.
- Осуществляется расчет постпрогнозного завершающего денежного потока, который затем дисконтируется по ставке собственного капитала с учетом роста компании (формула Гордона).
- Осуществляется расчет суммарного дисконтированного на бездолговой основе свободного денежного потока компании - DFCFE (Discounted Free Cash Flow of Equity), который и представляет стоимость компании без учета финансового рычага

На втором этапе рассчитывается текущую стоимость «эффектов» заемного финансирования PV_{TS} . На этом этапе:

- Оцениваются прогнозные значения налогового щита:
- Рассчитывается текущая стоимость налогового щита посредством дисконтирования по ставке, соответствующей затратам на привлечение заемного капитала для данной компании PV_{TS} .

- Рассчитывается возможный эффект от предоставления займов на «нерыночных» условиях международными финансовыми институтами $PV_{\text{субсидии}}$.
- Определяется величина APV путем суммирования «побочных эффектов» заемного финансирования PV_{TS} и $PV_{\text{субсидии}}$.

На третьем этапе рассчитывается стоимость собственного (акционерного) капитала компании.

В рамках модели оценки международного бизнеса по модели Еррунца – Сенбета предполагается, что стоимость международной компании будет больше лишь в том случае, если международный рынок будет ценить инвестицию в создании международной бизнес-единицы. В противном случае стоимость двухнациональной компании будет меньше стоимости национальной левреджированной фирмы.

В самом общем виде эта зависимость примет следующий вид:

(6.1.)

$$V_{\text{ТНК}} = V_m + \Delta V.$$

Из формулы видно, что на эффективность создания международной бизнес-структуры влияет величина ΔV . Прирост стоимости бизнеса состоится при положительной величине ΔV , и напротив, международная инвестиция не эффективна по критерию стоимости, если ΔV будет отрицательной величиной. Основными факторами, влияющими на знак ΔV , которые включаются в модель оценки стоимости ТНК, Еррунца и Сенбет относят:

1. Налогообложение (налоговые дифференциалы) ;
2. Доля дохода, которую материнская компания прогнозирует получать за рубежом;
3. Доля заимствования на международных рынках капитала.

Тогда зависимость стоимости ТНК (двухнациональной компании) будет выражена следующей формулой:

$$V_{L(\text{ТНК})} = \frac{V_u + a_f [T_M + T_D] + B T_M + \theta_f B (T_D - T_M)}{1 - T_M}, \text{ где}$$

где $V_{L(\text{ТНК})}$ – оценка имеющейся кредиты двухнациональной компании;

T_M, T_D – ставки налога на прибыль в юрисдикции материнской и зарубежной компании;

a_f – доля дохода, приходящегося на зарубежные прямые инвестиции;

$(V_u + B T_M)$ – оценка имеющей кредиты национальной компании;

$\theta_f B$ – стоимость зарубежных кредитов.

Анализ модели Еррунца—Сенбета позволяет сделать следующие выводы:

1. Для того чтобы оценить, становится ли стоимость компании выше при выходе ее на международные рынки, необходимо сопоставить стоимость левреджированной национальной компании $(V_u + B T_M)$ и стоимость международной компании – $V_{L(\text{ТНК})}$. Если последняя величина будет больше, то рынок ценит международную инвестицию и образование международной бизнес-единицы имеет смысл.
2. Критическое значение для получения добавленной стоимости (excess value) от зарубежной инвестиции имеет фактор налогообложения доходов в виде корпоративной прибыли и процентов при долговом финансировании. (При этом модель предполагает, что зарубежный доход облагается только единожды – или в стране – источнике дохода или в юрисдикции материнской компании (θ_f).
3. При построении международной бизнес-структуры менеджмент компании, учитывая налоговые дифференциалы (разница между T_M и T_D), должен варьировать долями получаемых доходов за рубежом (a_f) и долями заимствования на зарубежном рынке (θ_f).

Модель оценки стоимости компании Эдвардса-Белла-Ольсона (Edwards-Bell-Ohlson valuation model, модель ЕВО) является одной из наиболее перспективных современных разработок в теории оценки стоимости компании. Она позволяет использовать преимущества доходного и имущественного

подходов, в какой-то степени минимизируя их недостатки. Согласно этой модели, стоимость компании выражается через текущую стоимость ее чистых активов и дисконтированный поток сверхдоходов (отклонений прибыли от «нормальной», т.е. средней по отрасли величины).

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

Слияние компаний — это процесс объединения двух компаний, в котором продолжает свою деятельность только одна из них, а другая прекращает свое существование. При слиянии покупающая компания принимает активы и обязательства целевой компании.

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

В настоящий момент выделяют три вида слияний:

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

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

- слияния на основе покупки, когда одна компания покупает другую компанию с применением наличных средств или с помощью долгового инструмента;
- слияние на основе консолидации, когда компания формируется в результате объединения двух компаний с новой структурой на основе обмена акций.

Существуют следующие основные мотивы осуществления сделок слияний и поглощений:

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

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

(6.3.)

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

где P_{AB} – объединенная стоимость двух компаний;

P_B – рыночная стоимость акций компании В;

P_A – оценка компанией А своей собственной стоимости;

P – премия, выплаченная за компанию В;

C – издержки процесса поглощения.

Представленное равенство можно преобразовать, тогда:

(6.4.)

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

Значение в квадратных скобках представляет собой синергетический эффект. Чтобы окупить слияние эффект должен превышать сумму $(P + C)$. Если

значение в квадратных скобках меньше суммы $(P + C)$, то покупающая компания переплатит за цель.

Выделяют два основных типа синергии:

1. Операционная синергия проявляется в двух формах: увеличение доходов и сокращение расходов. Это увеличение доходов и повышение эффективности, или экономия операционных затрат, может извлекаться как при горизонтальных, так и при вертикальных слияниях.
2. Финансовой синергией называется влияние слияние и поглощения компании на привлечение капитала поглощаемой компании или партнеров по слиянию. Если слияние или поглощение снижает волатильность денежных потоков, инвесторы могут считать компанию менее рискованной.

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

В рамках финансового менеджмента основная цель осуществления сделки слияния и поглощения заключается в создании стоимости объединенной компании для акционеров [6].

Вопросы для самостоятельной работы по теме 6.

1. Перечислите, какие теоретические подходы применяются к оценке стоимости международного бизнеса?
2. Почему для оценки зарубежных инвестиционных проектов и стоимости международной компании целесообразно использовать модель скорректированной приведенной стоимости (APV)?

3. Какие побочные эффекты для роста стоимости бизнеса могут возникнуть при осуществлении зарубежной прямой инвестиции?
4. Почему в модели скорректированной приведенной стоимости необходимо учесть риск дефолта?
5. Почему модель оценки стоимости двухнациональной компании Эррунца— Сенбета можно расценивать как модификацию модели оценки Модильяни Миллера?
6. Какие основные факторы международного характера учитываются в расчете стоимости двухнациональной компании?
7. Какой критерий берется за основу при оценке эффективности создания дочерней структуры за рубежом?
8. Какова экономическая сущность сделки слияния компаний?
9. Какие виды слияний существуют?
10. В чем отличие международных сделок слияний и поглощений от заключаемых на национальном рынке?
11. Каковы основные мотив осуществления сделок слияний и поглощений?
12. В чем экономическая сущность эффекта синергии?

Задания по теме 6.

Задание 1. Оцените стоимость компании, чистая прибыль которой за минувший отчетный год - 5,8 млн. руб. Коэффициент "цена/прибыль" по аналогичной иностранной открытой компании, сопоставимой с оцениваемой по всем условиям, составляет 6,9. Коэффициент "цена/прибыль" по отечественному рынку в среднем составляет 9, по зарубежному рынку - 14.

Задание 2. Капитализация компании-аналога — 250 млн у.е. За прошедший год чистая прибыль компании-аналога составила 55 млн у.е. На выплату дивидендов по привилегированным акциям компания потратила 6 млн у.е. за год. Чистая прибыль оцениваемой компании за прошедший год — 37 млн у.е. Привилегированных акций у нее нет. Аналог является зарубежной

компанией. Средний коэффициент «цена/ прибыль» по зарубежному рынку — 9,9, но рынку, на котором функционирует оцениваемая компания, — 5,3. Оцените стоимость компании.

Задание 3. В обновление технологического оборудования производственной фирмы 2 года назад сделаны капиталовложения в размере 12 млн. руб. На 50% они финансировались за счет заемных средств. На момент оценки сумма непогашенных обязательств составляет 3,5 млн руб. Средневзвешенная стоимость капитала, связанного с обслуживанием данных инвестиций, - 15%. Среднегодовой операционный денежный поток компании - 15 млн руб. Доходность на собственный капитал - 16%. Долгосрочная средневзвешенная стоимость капитала компании равна 14%. У компании есть также избыточные активы, которые можно реализовать на рынке за 10 млн руб. (с учетом уплаты НДС). Срок жизни проекта с точностью определить сложно. Оцените рыночную стоимость компании.

Задание 4. Оценивается предприятие со следующими данными по балансу: основные средства - 500 тыс. руб.; запасы сырья и материалов - 40 тыс.; нематериальные активы - 30 тыс.; дебиторская задолженность - 20 тыс.; денежные средства - 10 тыс.; долговые обязательства - 80 тыс. руб. Согласно заключению оценщика, основные средства стоят на 10% дороже; 30% запасов устарело и может быть продано за 60% балансовой стоимости; 40% дебиторской задолженности не будет собрано. По денежным средствам и долговым обязательствам корректировка не проводится.

Определите стоимость предприятия по методу скорректированных чистых активов.

Задание 5. Балансовая стоимость активов предприятия составляет \$12 млн. Рыночная стоимость превышает балансовую на 25%. Долг компании представлен облигациями стоимостью 7000. Затраты на ликвидацию составляют 15 % от рыночной стоимости. Определите стоимость бизнеса по методу ликвидационной стоимости активов.

Задание 6. Оценочная стоимость активов предприятия составляет 22000 долл. Для его ликвидации потребуется 2 года. Затраты на ликвидацию составляют 25% стоимости активов. Какова текущая стоимость выручки от продажи предприятия при ставке дисконта 18%?

Задание 7. Имеется стабильный поток доходов от конкретного бизнеса, рассчитайте мультипликатор цена /прибыль, если денежный поток составляет 20 тыс. долл., а коэффициент капитализации –15%.

Задание 8. Компания по производству шин с суммой продаж в 1500тыс долл. получает прибыль 75 тыс. долл. Коэффициент капитализации равен 16%. Рассчитайте мультипликатор валового дохода компании.

Задание 9. Ежегодный объем продаж компании, работающей в сфере услуг связи, составляет 10 млн. долл., прибыль 800 тыс. долл. Рассчитайте мультипликатор валового дохода компании, если ставка капитализации равна 20%

Задание 10. Оценить долгосрочный бизнес, способный приносить следующие денежные потоки: - в ближайшие 15 месяцев с надежностью (по месяцам, в денежных единицах): 80; 85; 90; 95; 100; 100; 100; 100; 100; 100; 110; 110; 100; 90; 85. В дальнейшем (точно прогнозировать невозможно) - примерно по столько же в течение неопределенно длительного периода времени. Учитывая риски бизнеса рекомендуемая ставка дисконта (получена согласно модели оценки капитальных активов) - 72% годовых. Оценку произвести применительно к двум предположениям: 1) бизнес удастся вести 15 месяцев; 2) бизнес удастся осуществлять в течение неопределенно длительного периода времени.

Задание 11. Какую максимальную цену можно ожидать за предприятие в настоящий момент, если в его выдержавшем требовательную защиту бизнес-плане намечается, что через 4 года (длительность прогнозного периода) денежный поток предприятия выйдет на уровень 100 000 руб., при выявлении, уже начиная с перехода от второго к третьему году прогнозного периода, стабильного темпа прироста в 3%. Бизнес предприятия является долгосрочным.

Указать на время его окончания невозможно. Рекомендуемая ставка дисконта - 25%.

Задание 12. ТНК «Альфа» рассматривает возможность покупки компании «Гамма». На момент оглашения сделки балансовая стоимость ТНК «Альфа» составляла 250 млн. у.е., а компании «Гамма» 100 млн. у.е.

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

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

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

Кейсы по теме 6.

Кейс 1. Расчёт синергетического эффекта в результате слияния двух компаний. Даны показатели деятельности двух компаний в сделке M&A, «Newtrack» и «Transmeet» на 2022 год, в млн долларов (см. таблицу 2).

Таблица 2

Показатели деятельности компаний «Newtrack» и «Transmeet» за 2022 г., млн.

долл.

Показатель	Выручка, млн. долл.	Себестоимость (без расходов на амортизацию)	Амортизация млн.долл.	Ставка налога на прибыль	Оборотный капитал	Рыночная стоимость акционерного капитала	Задолженность млн.долл.
Компания Newtrack	4 500	87,5%	200	35%	10% от выручки	2 000	160
Компания Transmeet	3 250	89,0%	74	35%	10% от выручки	1 300	250

Обе компании стабильно развиваются и предполагают расти на 5% в год

в долгосрочной перспективе. Расходы капитального характера будут совпадать с амортизацией. Коэффициент бета для обеих компаний равен 1, обе компании имеют одинаковый кредитный рейтинг ВВВ, выплачивают проценты по займам в размере 8,5%, безрисковая ставка равна 7%.

В результате слияния компания рассчитывает снизить себестоимость (COGS - Cost of Goods Sold) до 86% от выручки без привлечения дополнительного финансирования.

Примечание: рыночная премия за риск компании с рейтингом ВВВ равна 5,5%.

Задание: используя собранную информационную базу:

1. Рассчитайте стоимость компании «Newtrack», функционирующей самостоятельно.
2. Рассчитайте стоимость компании «Transmeet», функционирующей самостоятельно.
3. Рассчитайте стоимость объединенной компании без синергии.
4. Рассчитайте стоимость компании при условии достижения синергетического эффекта.
5. Выделите стоимость синергетического эффекта.
6. Опишите основные виды поглощения и слияния. Мотивы слияния и поглощения.
7. Охарактеризуйте методы оценки стоимости компании при поглощении и слиянии.
8. Опишите методы защиты от поглощения и слияния.

Кейс 2. Оценка стоимости международной компании по модели Еррунца – Сенбета. Стоимость нелевреджированной национальной компании составляет 2 млн. долл. США. Национальная ставка налога равна 40%. Имеет ли смысл создавать международную бизнес - единицу за рубежом, если доля дохода, получаемого за рубежом составит 20%. Потребность в финансировании за счет кредита в 1 млн. долл. будет распределяться следующим образом: 750 000 долл. составит кредит на внутреннем рынке, а 250 000 долл. – кредит за рубежом?

Необходимо рассчитать стоимость двухнациональной компании и ответить на вопрос для трех случаев:

1. Ставка налога на прибыль в юрисдикции дочерней компании – 30 %.
2. Ставка налога на прибыль в юрисдикции дочерней компании – 40 %.
3. Ставка налога на прибыль в юрисдикции дочерней компании – 50 %.

Презентации по теме 6.

1. Международные стандарты оценки стоимости компании.
2. Затратный метод оценки стоимости компании.
3. Доходный метод оценки стоимости компании.
4. Сравнительный метод оценки стоимости компании.
5. Управление стоимостью компании.
6. Метод оценки стоимости международных компаний Еррунца-Сенбета.
7. Управление стоимостью в процессе сделок слияния и поглощения.

Темы для написания эссе

1. Применение модели CAPM для оценки стоимости собственного капитала многонациональной компании.
2. Финансовая структура и средневзвешенная стоимость капитала многонациональных компаний.
3. Оценка стоимости международных компаний методом Еррунца –Сенбета.
4. Оценка стоимости международных компаний методом DCF.
5. Использование мультипликаторов для расчета терминальной стоимости.
6. Международный опыт оценки рыночной стоимости компании и возможность его применения в России.
7. Фундаментальный подход как основной инструмент оценки стоимости компании.
8. Оценка активов международной компании.
9. Концепции управления стоимостью акционерного капитала.

10. Концепции рыночной добавленной стоимости (MVA) и экономической добавленной стоимости (EVA).
11. Концепции добавленной акционерной стоимости (SVA) и денежной добавленной стоимости (CVA).
12. Драйверы (факторы) стоимости компании.

Использованная и рекомендуемая литература по теме 6.

1. Черкасова, Т. Н. Международный финансовый менеджмент: учебное пособие / Т. Н. Черкасова; Московский гос. ун-т им. М. В. Ломоносова, Экономический фак. - М: Проспект, 2016. – 76 с.
2. Воскожян Р.О., Ващенко Т.В. Международный финансовый менеджмент: учебник. – М.: Проспект, 2019. – 112 с.
3. Вертакова, Ю. В. Оценка и управление стоимостью предприятия : учебное пособие / Ю.В. Вертакова, О.Е. Пирогова, В.А. Плотников. — М.: ИНФРА-М, 2022. — 175 с. — URL: <https://znanium.com/catalog/product/1860991> (дата обращения: 08.08.2023). — Режим доступа: по подписке.
4. Коупленд Т., Тим Коллер, Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. - 2-е изд. - М: Олимп-Бизнес, 2004. - 565 с.
5. Котелкин, С. В. Международный финансовый менеджмент: учебное пособие / С. В. Котёлкин. - М: Магистр : ИНФРА-М, 2020. - 608 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1044513> (дата обращения: 07.08.2023).
6. Чараева, М. В. Финансовый менеджмент : учеб.пособие / М.В. Чараева. - 2-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2019. - 240 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1003848> (дата обращения: 07.08.2023).

Дополнительная литература

7. Мировая экономика и международные экономические отношения. Практикум: учебное пособие / под ред. В.К. Поспелова. - 2-е изд., испр. и доп. – М.: ИНФРА-М,

2020. - 164 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1018341> (дата обращения: 07.08.2023).
8. Никулина, Н. Н. Финансовый менеджмент организации. Теория и практика: учеб. пособие для студентов вузов, обучающихся по специальностям «Финансы и кредит», «Бухгалтерский учет, анализ и аудит», «Менеджмент организации» / Н.Н. Никулина, Д.В. Суходоев, Н.Д. Эриашвили. - М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2017. - 511 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/1028840> (дата обращения: 12.04.2020).
9. Авдокушин, Е. Ф. Международные финансовые отношения (основы финансовики) / Авдокушин Е.Ф. – М.: Дашков и К, 2017. - 132 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/415190> (дата обращения: 23.04.2020).
10. Глобализация и международная экономическая интеграция / Под ред. Авдокушина Е.Ф. - Москва : Магистр, НИЦ ИНФРА-М, 2015. - 320 с. - URL: <https://znanium.com/catalog/product/492901> (дата обращения: 07.08.2023)

ВОПРОСЫ К ЭКЗАМЕНУ

1. Сущность и цели международного финансового менеджмента.
2. Учет странового риска в затратах на капитал.
3. Структура и характеристики международных финансовых рынков.
4. Страновой риск в условиях международной диверсификации производства.
5. Специфика международного финансового менеджмента.
6. Международные финансовые институты.
7. Функции международного финансового менеджмента.
8. Международные синдицированные кредиты.
9. Основные этапы становления международного финансового менеджмента.
10. Характеристика и функции участников синдикации международного кредита.
11. Процесс и оценка транснационализации международного и российского бизнеса.
12. Еврооблигации как форма долгового финансирования компании.
13. Курс спот и форвард в оценке международных инвестиционных проектов.
14. Рейтинговый анализ.
15. Алгоритм расчета NPV , деноминированной в валюте инвестора.
16. IPO как механизм финансирования собственными средствами.
17. Текущий и исторический валютные курсы в учетной и налоговой политике компании.
18. Сравнительный анализ АДР и ГДР.
19. Курсовые разницы: их расчет, налогообложение и отражение в учете.
20. Оценка международного бизнеса методом скорректированной приведенной стоимости.
21. Виды налогов в международной деятельности компании.
22. Оценка стоимости международной компании по методу Еррунца-Сенбета.
23. Соглашения об избежании двойного налогообложения.

24. Международные финансовые институты.
25. Использование офшорных бизнес-структур.
26. Международный арбитраж и его типы.
27. Офшоризация российского бизнеса.
28. Валютный опцион. Премия опциона.
29. Роль международного холдинга в оптимизации налогообложения.
30. Процентные свопы. Использование свопов для уменьшения процентных платежей.
31. Использование трансфертного ценообразования.
32. Внешние источники финансирования многонациональной компании.
33. Оценка стоимости международных компаний методом DCF.
34. Современные тенденции по контролю над офшорным бизнесом.
35. Валютные свопы. Пример фиксирования валютной прибыли.
36. Учет валютного риска в принятии управленческих решений.
37. Операционный риск в международном финансовом менеджменте.
38. Покупательная способность валют. Обменный курс по PPP. Индекс Big Mac.
39. Выбор валюты дисконтирования денежных потоков от реализации зарубежного проекта и его обоснование.
40. Методы снижения операционного риска в международном финансовом менеджменте.
41. Открытые позиции компании по операционным рискам.
42. Глобальная и территориальная налоговые системы. Соглашения об избежании двойного налогообложения и их роль в управлении финансами многонациональных компаний.
43. Сравнительный анализ стратегий управления операционным риском в международном финансовом менеджменте.
44. Применение модели CAPM для оценки стоимости собственного капитала многонациональной компании.
45. Расчет и анализ экономического риска.

46. Алгоритм расчета NPV , деноминированной в валюте инвестора.
47. Трансляционный риск.
48. Страновой риск и его оценка.
49. Валютный опцион. Премия опциона.
50. Основные составные части и функции валютного рынка.
51. Методология VaR в оценке и управлении операционным риском компании.
52. Управление денежными средствами многонациональной компании.
53. Государственное регулирование валютного рынка, его цели и задачи.
54. Трансфертное ценообразование как элемент налогового планирования в многонациональных корпорациях.
55. Валютные курсы и факторы, их определяющие.
56. Операционные валютные риски и их расчет.
57. Паритет покупательной способности, его обоснование и роль в управлении финансами многонациональных компаний.
58. Валютный арбитраж и его виды.
59. Трансляционные валютные риски.
60. Трансакционные и операционные валютные риски.
61. Срочные сделки на валютном рынке и их роль в страховании валютных рисков.
62. Сделки своп и их использование в управлении финансами многонациональных компаний.
63. Процесс и оценка транснационализации международного и российского бизнеса.
64. Мотивы, преимущества и риски интернационализации деятельности акционерной компании.
65. Международные корпоративные слияния и поглощения, и их мотивы.
66. Основные конкурентные преимущества многонациональной компании.
67. Финансовые риски, связанные с интернационализацией деятельности компании.

68. Политические и культурные риски, сопутствующие интернационализации деятельности компании.
69. Учет специфических рисков при зарубежном инвестировании.
70. Политические риски: анализ, оценка и учет в анализе международных инвестиционных проектов.