

Тема 9. Фінанси ТНК

1. Оцінка середовища фінансової діяльності ТНК. Внутрішня фінансова структура ТНК.
2. Теорія Модільяні-Міллера.
3. Особливості фінансового менеджменту та бухгалтерського обліку ТНК.
4. Взаємодія ТНК зі світовими інститутами.

Основні терміни та поняття:

Середовище фінансової діяльності. Фінансовий ринок. Психологічні, інформаційні, юридичні та економічні чинники. Комісійні дилери. Плата за оформлення угод. Плата за управління портфелем. Внутрішня фінансова структура ТНК. «Міжнародна система управління готівкою». Трансфертні ціни. Внутрішньофірмові кредити. Внутрішньофірмове страхування. Прямий переказ капіталу. Переказ дивідендів. Холдингова структура. Трастовий відділ комерційного банку. Теорія Модільяні-Міллера. Фінансовий леверидж. Фінансовий менеджмент. Бухгалтерський облік ТНК. Метод поточних курсів. Часовий метод. Фінансові ризики. Міжнародні фінансові інститути. МВФ. МБРР. ГАТТ / СОТ. ЮНКТАД. Паризький клуб країн-кредиторів. Лондонський клуб кредиторів.

1. Після Другої світової війни випереджаючими темпами почали зростати прямі інвестиції за кордон, зросла роль міграції капіталу між розвинутими країнами, а її галузева структура зазнала еволюції на користь технологічно- і наукомістких виробництв.

Незважаючи на розбіжності у визначенні предмета прямого інвестування, світове інвестиційне середовище є однаковим для всіх інвесторів. Воно складається з трьох основних елементів: цінні папери (фінансові та прямі інвестиції або фінансові активи), фондові (фінансові) ринки, фінансові посередники (фінансові інститути).

При здійсненні міжнародних інвестицій кожна ТНК має брати до уваги особливості діяльності на світовому фінансовому ринку. Ці особливості зумовлені економічними й неекономічними чинниками. Найістотніші неекономічні чинники – психологічні, інформаційні та правові.

Психологічні чинники. Психологічні бар'єри, що пов'язані з міжнародними інвестиціями, спричинені незнанням економіки, політики, культури інших країн, іноземних мов, методів торгівлі на іноземних фінансових ринках, порядку звітності. Тому інституціональним інвесторам доцільніше здійснювати міжнародні інвестиції через брокерів відповідних національних ринків.

Інформаційні чинники. Отримання інформації про іноземні ринки та емітентів – надзвичайно складне завдання. У сучасних умовах чимало іноземних брокерів надають постійно оновлювані дані фінансового аналізу з більшої частини іноземних акцій. Тому іноземні інвестори можуть звертатися до комп'ютерних інформаційних мереж, у яких містяться дані про ціни на світових фінансових ринках. Найвідомішими постачальниками інформації є: Reuters, Telerate, Tenfore, Forex, Exshare, Telekurs.

Юридичні чинники. У різних країнах існують юридичні складності для іноземних інвесторів при розміщенні капіталу та поверненні у свою країну капіталу й отриманого доходу, а також особливості оподаткування.

Економічні чинники. Вони пов'язані насамперед з виникненням додаткових трансакційних витрат. Найпоширенішими з них є:

- вищі комісійні посередникам на іноземних ринках;
- вища плата за оформлення угод;
- вища плата управляючим портфелями міжнародних інвестицій.

Комісійні дилери фондових бірж можуть брати плату в різних формах: у договірному розмірі, фіксовано за встановленою шкалою, як різницю цін купівлі та продажу. У США комісійні за угоди з акціями низькі – переважно 0,18% для великих угод. В інших країнах вони вищі: від 0,3 до 1%.

Плата за оформлення угод про міжнародні інвестиції вища, ніж за угоди на національних ринках. Це пов'язано з багатовалютною системою обліку та звітності й можливою складністю структури розрахункових систем.

Плата за управління портфелем міжнародних інвестицій переважно вища, ніж за управління національним портфелем, що обумовлено різними причинами, зокрема передплатою на міжнародні бази даних, витратами на дослідження міжнародного фінансового ринку, незбіганням облікових систем у різних країнах, вартістю комунікацій.

2. В організаційній структурі більшості ТНК виділяють три основні блоки: фінансово-

економічний, індустріально-промисловий, торгово-комерційний. Згідно з основним принципом створення і функціонування ТНК, усі блоки та їх елементи мають бути рівноправними і нести повну відповідальність за виконання покладених на них функцій. Особливість фінансово-економічного блоку порівняно з іншими двома полягає в тому, що його функціонування забезпечує нормальну діяльність усіх структурних підрозділів компанії.

Фінансово-економічний блок – це мережа кредитно-фінансових установ: комерційні банки, страхові, інвестиційні, лізингові, фінансові, пайові, трастові, пенсійні фонди і компанії.

Головне завдання фінансової складової ТНК – залучення й акумулювання фінансових коштів. Крім залучення капіталу, на фінансово-економічний блок покладається управління фінансами на основі підтримки стійкого балансу між ресурсами і заявками на ці ресурси з боку інших учасників ТНК, вироблення інвестиційної політики та здійснення капіталовкладень, забезпечення економічної безпеки, управління ризиками, правильна й ефективна побудова внутрішньої економіки всієї групи.

З огляду на функціональне призначення фінансово-економічного блоку провідна роль у ньому відведена комерційним банкам. Здійснення фінансово-кредитної діяльності в міжнародних масштабах передбачає наявність у структурі ТНК банківського об'єднання, що має розгалужену систему філій і відділень.

Для мобільного переказу кредитно-фінансових ресурсів з однієї країни в іншу міжнародні корпорації використовують «міжнародну систему управління готівкою» (international cash management). Її суть полягає в тому, що ТНК організовує внутрішньофірмові грошові потоки так, щоб максимально знизити податки, втрати від неналежної кон'юнктури, сильної інфляції, зниження курсу валюти. У рамках системи міжнародного управління готівкою виділяють такі основні канали переміщення засобів усередині ТНК: прямий переказ капіталу; переказ дивідендів; плата за послуги (управлінські, науково-дослідницькі та ін.); плата за ліцензії; трансфертні ціни у внутрішньофірмовій торгівлі; внутрішньофірмові кредити; внутрішньофірмове страхування.

У явній формі з внутрішньофірмового руху фінансових ресурсів здійснюється тільки прямий переказ капіталу і переказ дивідендів. Прямий переказ капіталу за кордон зазвичай пов'язаний із реалізацією великого проєкту: відкриттям філії або захопленням іноземної фірми. Виплата дивідендів та їх переказ є нормальним результатом функціонування закордонного дочірнього підприємства.

Для виконання інших завдань ТНК використовують приховані методи переказу прибутку, які набувають вигляду обміну товарами і послугами між різними підрозділами фірми. Завдяки цим каналам, міжнародний концерн виводить свої прибутки з-під контролю держави, що дає можливість ухилитися від сплати податків, уникати різноманітних обмежень (наприклад, при вивезенні прибутків із країн, що розвиваються), приховано субсидувати певну філію (зокрема, для підтримання низьких цін).

Світова практика виробила достатньо ефективний механізм узгодження інтересів ТНК як єдиного організму з інтересами кожного окремого підприємства, що входить до її складу. Його принципова риса полягає в тому, що головна організація не може ставити за мету встановлення повного контролю за членами групи. Її завдання – вирішення питань підвищення ефективності діяльності всього комплексу підприємств, що входять до системи ТНК, у тому числі обмеження конкуренції, вдосконалення руху грошового капіталу, забезпечення надійності поставок і збуту, об'єднання ресурсів, взаємодопомога. Рішення можуть прийматися лише з огляду на взаємну вигоду всіх учасників.

Залежно від способу організаційної побудови і підтримки діяльності ТНК головна організація може набувати вигляду материнської компанії (холдингова структура), наради президентів головних фірм, що водночас є й нарадою керуючих чи акціонерів, виступати трастовим відділенням комерційного банку.

Холдинговий механізм групової організації домінуючий в утворенні та функціонуванні багатьох закордонних ТНК на національному і транснаціональному рівнях. Нерідко холдинг виступає як одинична холдингова компанія, що володіє контрольним пакетом акцій учасників групи, тому визначає її стратегію. Залежно від специфіки створених корпоративних структур холдингові компанії можуть виконувати різноманітні функції. Найчастіше це інвестиційна діяльність (холдингова компанія як власник контрольних пакетів акцій підприємств) або інвестиційна діяльність у поєднанні з виробничою, комерційною та іншими функціями.

Створення холдингової компанії через передачу головній фірмі частини акцій холдингу означає для підприємств делегування повноважень з управління визначеним видом діяльності спеціально організованій корпоративній структурі. Механізмом системи участі в капіталі, що гарантує материнській компанії здійснення контролю за дочірніми компаніями, є загальні збори

акціонерів. Оперативний контроль охоплює, як правило, такі компоненти:

- ✓ угоду з фінансових питань, що регулює порядок використання річного прибутку, інвестиційної та дивідендної політики;
- ✓ договір про єдине управління, що визначає функції керівництва ТНК.

Координатором діяльності ТНК може бути також *трастовий відділ комерційного банку*. Нині пакети акцій промислових підприємств, що перебувають у розпорядженні банківських інститутів, досягли розмірів, які дають їм змогу встановлювати контроль за політикою корпорацій. Незважаючи на те, що комерційні банки є провідними інституціональними власниками акцій, вони не володіють значною їх кількістю, купленою за власний кошт, а переважно розпоряджаються ними як довірені особи. Основними джерелами поповнення трастів-активів комерційних банків і здійснення фінансового контролю за нефінансовими установами є пенсійні фонди, інвестиційні та страхові компанії. Фінансовий контроль, здійснюваний трастовими підрозділами, – основна форма контролю за великими нефінансовими корпораціями.

Один із варіантів холдингової структури, представлений в розосередженому вигляді, – *взаємне володіння акціями учасників ТНК*. Учасники групи, володіючи перехресно акціями один одного, а в сумі контрольним пакетом будь-якого учасника, є стосовно нього груповим холдингом. З одного боку, це сприяє формуванню унікальної системи взаємного кільцевого контролю: кожна фірма має невеликі, недостатні для одностороннього контролю пакети акцій всіх інших фірм, а разом вони володіють контрольними пакетами акцій кожного зі своїх членів; з іншого – перехресне володіння акціями запобігає захопленню іншими фірмами (іноземними фірмами, фірмами-конкурентами).

Такий вид регулювання діяльності ТНК являє собою горизонтальне об'єднання головних фірм найбільших промислових комплексів. Його характерна риса: учасники створюють під своєю егідою спільні компанії та розробляють спільні інвестиційні проекти проникнення в нові сфери, забезпечуючи зростання підприємницької активності підконтрольних структур. Це дає змогу поєднувати фінансові та інші ресурси і розподіляти ризик. Завдяки цьому готується вихід на нові напрями фінансової та господарської діяльності.

3. Теорія корпоративних фінансів виділяє дві основні форми фінансування корпорації: використання власних коштів акціонерів (власний капітал) і запозичення (випуск боргових зобов'язань). Відповідно до традиційних поглядів борг є дешевшим від власних коштів через фактор оподаткування прибутку і більшу ризикованість інвестицій в акції. Однак збільшення боргу у відсотках до власного капіталу підвищує ризик фінансової чи платіжної неспроможності, призводить до збільшення витрат запозичення. Традиційна теорія корпоративних фінансів припускає існування оптимальної структури капіталу.

За цією теорією, вартість акцій корпорації – це сумарна дисконтована вартість забезпечуваних цими акціями доходів чи дивідендів. Збільшення розміру дивідендів збільшує вартість корпорації.

Проблема корпорації з точки зору рівноваги на фінансовому ринку розглядається в теорії Модільяні-Міллера. Згідно з цією теорією, середньозважені витрати капіталу і вартість корпорації не залежать від структури капіталу (фінансового левериджа), а розмір дивідендів не впливає на вартість корпорації. Основні постулати теорії зводяться до того, що:

а) існує безризикова ставка відсотка, за якою фірми й інвестори можуть позичати й інвестувати кошти;

б) ринки капіталів абсолютно конкурентні, відсутні операційні витрати, всі інвестори мають однаковий і повний доступ до інформації про ризик і прибутковість інвестицій;

в) не існує витрат, пов'язаних з банкрутством, під якими розуміють втрату частини активів фірми;

г) відсутні податки;

д) фірми можуть бути класифіковані за ступенем ризику і розмірами та ймовірністю доходів.

Вартість компанії можна розрахувати як суму вартості боргу і власного капіталу:

$$V = S + B,$$

де V – вартість компанії;

B – сума вартості боргу;

S – вартість власного капіталу.

Припустимо, що компанія буде ліквідована у певний момент часу. Нехай X – ліквідаційна вартість активів корпорації. Якщо B – величина боргу, то вимоги кредиторів будуть цілком задоволені за умови, що $X > B$, власники акцій отримають $X - B$. Якщо вартість активів менша від розмірів боргу, акціонери, згідно з принципом залишкових вимог, не отримають нічого:

кошти, отримані в результаті ліквідації активів, будуть спрямовані на задоволення вимог кредиторів.

Вартість акцій на момент ліквідації компанії визначається як:

$$\text{Max} \{X - B, 0\},$$

величина платежів кредиторам:

$$\text{Min} \{x, B\}.$$

Використовуючи принцип неможливості арбітражу, матимемо, що поточна вартість фірми – це очікувана приведена вартість боргу і власного капіталу на момент ліквідації:

$$V = \frac{1}{(1+k)^t} E [\text{max}\{X - B, 0\} + \text{min}\{X, B\}].$$

де k – ставка дисконтування, яка показує прибутковість альтернативних інвестицій з таким же ступенем ризику (необхідна прибутковість);

t – час до ліквідації;

E – оператор математичного очікування.

Це означає, що вартість фірми визначається очікуваною ліквідаційною вартістю її активів і величиною ризику, тобто ступенем впевненості у правильності оцінки ліквідаційної вартості, що виражається коефіцієнтом дисконтування.

Вартість капіталу фірми – це дисконтована вартість чистих грошових потоків (прибутку), які він генерує. Якщо вартість V із зміною структури капіталу B/S не змінюється, незмінними мають бути і витрати капіталу. Витрати капіталу в теорії Модільяні-Міллера визначаються як

$$R_c = \frac{S}{V} R_s + \frac{B}{V} R_b$$

де R_c – середньозважені загальні витрати капіталу;

R_s – прибуток, який виплачується власникам у розрахунку на одиницю вартості капіталу;

R_b – прибуток, який виплачується кредиторам у розрахунку на одиницю вартості боргу.

Теорія Модільяні-Міллера заперечує традиційне положення про існування оптимальної структури капіталу корпорації, що мінімізує витрати. Прямі витрати банкрутства відносно невеликі й не повинні істотно впливати на вартість запозичення. Оптимального рівня фінансового левериджа для окремої корпорації не існує.

Дивіденди, які виплачує фірма своїм акціонерам, як правило, оподатковуються. Прибутковість інвестицій в акції має перевищувати безризикову прибутковість з державних цінних паперів як мінімум на величину податку. Традиційна точка зору, згідно з якою інвестори віддають перевагу фірмам з більш високими дивідендами, теорією Модільяні-Міллера заперечується. Інвестори з низьким рівнем доходу (за невисокої ставки оподаткування) віддадуть перевагу отриманню дивідендів, що збільшують їхнє поточне споживання. Інвестори з високими доходами можуть віддати перевагу вищому темпу зростання вартості акцій.

4. Фінансовий менеджмент ТНК виконує як загальні для всіх фірм функції, так і функції, притаманні лише міжнародному менеджменту, котрі зумовлені функціонуванням в неоднорідному середовищі, в умовах валютного ризику, обмежень на міжнародну торгівлю й інвестиції, політичного ризику, особливих умов оподаткування й обліку.

Якщо фірму розглядати як сукупність капіталів, що надходять з різних джерел (від інвесторів, що вкладають свої кошти в капітал компанії, кредитів, доходів, отриманих внаслідок діяльності фірми) і спрямовуються на різні цілі (придбання основних коштів, створення товарних запасів, придбання цінних паперів, готівкові гроші тощо), то управління таким рухом капіталу і є функцією фінансового менеджменту.

Основні специфічні операції, які виконуються фінансовим менеджментом ТНК, такі:

- ✓ зарубіжна інвестиційна діяльність, що охоплює:
- ✓ фінансове планування, тобто процес оцінки і вибору інвестицій довгострокового призначення, ПЗІ;
- ✓ управління інвестиційним ризиком;
- ✓ управління портфельними інвестиціями і визначення диверсифікації портфеля за країнами;
- ✓ складання кошторисів міжнародних капіталовкладень з визначенням їх окупності;
- ✓ вибір джерел та оптимального рівня фінансування;

- ✓ визначення валюти отримання позики й виплати позики;
- ✓ фінансування міжнародної торгівлі;
- ✓ визначення вартості капіталу і прибутку на інвестований капітал;
- ✓ грошові операції між філіями в різних країнах;
- ✓ купівля-продаж іноземної валюти;
- ✓ управління валютно-кредитним і валютно-фінансовим ризиком;
- ✓ визначення шляхів зниження фінансового ризику ТНК;
- ✓ питання оподаткування;
- ✓ постійний зв'язок з ринками іноземних валют, єрвоалюти, єрвооблігацій і т. ін.;
- ✓ визначення дивідендної політики.

При здійсненні цих функцій особливо важливе значення для міжнародного фінансового менеджменту має принцип адаптації до умов зовнішнього середовища, принцип контролю і швидкого отримання повної інформації про зміни внутрішнього і зовнішнього середовища корпорації і принцип соціального партнерства менеджерів, працівників, акціонерів і споживачів.

У ТНК функції фінансової діяльності і бухгалтерського обліку взаємопов'язані. Бухгалтерський облік надає фінансовому директору корпорації адекватну і своєчасну інформацію про характер і величину активів компанії. При цьому бухгалтерський облік повинен враховувати як специфіку середовища ТНК і місцеві вимоги до звітності, так і загальноприйняті принципи і правила бухгалтерського обліку в країні походження компанії при складанні зведених звітів.

Стандарти бухгалтерського обліку значно розрізняються по країнах. Основні причини відмінностей такі:

- 1) розбіжності в розумінні цілей, наприклад, між державами і приватними організаціями;
- 2) відмінності точок зору стосовно завдань фінансових звітів у тому, що стосується відповідності правовим нормам і надання правової інформації;
- 3) різниця щодо становища і престижу професії бухгалтера;
- 4) вплив податкового законодавства;
- 5) правові норми;
- 6) розбіжність основних економічних показників;
- 7) первинність держави або приватного сектору в розробці стандартів бухгалтерського обліку;
- 8) небажання впроваджувати прийняті у світі стандарти.

Однак інтеграція ринків капіталу вимагає згладжування відмінностей між принципами бухгалтерського обліку.

ЄС з метою усунення перешкод на шляху просування капіталу уніфікував бухгалтерський облік. Міжнародний комітет зі стандартизації бухгалтерського обліку розробив стандарти (не обов'язкові до застосування), які багато в чому спираються на аналогічні стандарти США.

Однією з труднощів бухгалтерського обліку в міжнародному бізнесі є те, що доводиться виконувати операції з багатьма валютами. Звідси впливає необхідність перерахунку з однієї валюти в іншу.

У США фінансові звіти майже всіх зарубіжних американських фірм перераховуються в долари методом поточних курсів. Усі статті балансу, крім акціонерного капіталу, перераховуються в долари за поточним курсом на дату складання балансу. Всі звіти про прибутки і збитки перераховуються за середнім обмінним курсом за період, що розглядається.

Якщо місцева валюта є функціональною, то використовується метод поточних курсів, тобто на дату складання балансу. Часовий метод використовується, коли функціональною є національна валюта головної компанії, в якій вона складає свої фінансові звіти. Метод поточних курсів використовується значно частіше, ніж часовий метод.

5. Проблема джерел фінансування. В усьому світі основним джерелом фінансування ТНК є нерозподілений прибуток, а не зовнішнє фінансування (у формі боргу або емісії акцій). У зовнішньому фінансуванні переважають банківські кредити, а не інструменти ринку цінних паперів, хоча в окремих країнах (США і Велика Британія) саме фондовий ринок розглядається як основне джерело фінансових ресурсів для корпорацій.

Форми залучення фінансових коштів тісно пов'язані з розміром фірми. Для невеликих фірм банківські кредити є практично єдиним способом отримання зовнішнього фінансування. Залучення коштів через ринок цінних паперів здійснюється найбільшими корпораціями.

Проблема фінансових ризиків. Ризики, що супроводжують діяльність ТНК, охоплюють ризики національних ринків, загальні для всіх інвесторів-резидентів і нерезидентів. При цьому інвестори з країн з розвинутою економікою при міжнародних інвестиціях можуть мати справу з

ризиками, яких не існує на їхніх національних ринках. Наприклад, закордонні інвестори відзначають певні фактори ризиків на фондовому ринку України: корупцію, недосконале законодавство про права акціонерів, неналежне забезпечення акціонерів повноцінною інформацією, недостатній рівень корпоративного управління, низьку ефективність роботи юридичної та законодавчої систем.

Існують також додаткові ризики для нерезидентів, спричинені можливим запровадженням обмежень на діяльність нерезидентів і на вивезення капіталу й доходу.

Інша група ризиків має суто фінансовий характер. Насамперед це валютні ризики. Кожен інвестор-нерезидент постає перед ризиком різкого зниження курсів іноземних валют, яке призводить до зменшення прибутковості інвестицій у перерахунку на валюту інвестора.

Інвестор, який дбає про зменшення ризику вкладень в акції, може орієнтуватися на загальноприйняті його показники. Кількісно ризик кожного конкретного активу і валюти характеризують статистичними показниками їхньої мінливості. Такі показники наводяться у фінансових виданнях, вони можуть бути обчислені й самостійно.

У випадку з ризиком вкладення в облігації при виборі позичальників беруть до уваги те, що прибутковість на облігації має бути функцією пов'язаного з ними ризику. Існують спеціальні рейтингові агентства, що оцінюють рейтинг кредитоспроможності позичальників-емітентів облігацій. Рейтинги облігацій корпорацій публікують рейтингові агентства «Standart and Poor's», «Moody's» та інші.

Оцінка безризикових цінних паперів. Платежі з безризикових цінних паперів можуть бути перевищені, оскільки їхні розміри й розподіл за термінами точно відомі. Однак багато цінних паперів не відповідають таким високим вимогам, і один з підходів до оцінки ризикованих цінних паперів фокусує увагу на інтересах самого інвестора. Покладаючись на власну оцінку ймовірності різних обставин і власні припущення щодо супроводжуваних ризиків, інвестор визначає суму, яку хоче вкласти. Такий підхід прийнятний при вкладанні коштів в один цінний папір, однак насправді цінний папір не можна оцінити без визначення можливих альтернатив. Оцінка цінних паперів відбувається в контексті ринку, її суть полягає у порівнянні однієї інвестиції або комбінації декількох інвестицій з іншими, що мають подібні характеристики.

Взаємодія ТНК з міжнародними фінансовими інститутами. У своїй діяльності ТНК тісно взаємодіє з міжнародними фінансовими інститутами. Міжнародні валютно-кредитні та фінансові організації умовно називають міжнародними фінансовими інститутами. З ними тісно пов'язана діяльність найбільших ТНК. Мета такої співпраці – розвиток співробітництва і забезпечення цілісності та стабілізації складного й суперечливого світового господарства.

Організаціями, з якими ТНК співпрацюють найактивніше, є:

- ✓ спеціалізовані інститути ООН: МВФ, МБРР, ГАТТ/СОТ, ЮНКТАД;
- ✓ Паризький клуб країн-кредиторів – неформальна організація промислово розвинених країн, де обговорюються проблеми врегулювання, відстрочення платежів з державного боргу країн;
- ✓ Лондонський клуб кредиторів, покликаний урегулювати приватну зовнішню заборгованість країн-боржників.

Міжнародні фінансові інститути і ТНК зосереджують свої зусилля на виконанні таких завдань:

- ✓ об'єднання зусиль світового співтовариства з метою стабілізації міжнародних фінансів і світової економіки;
- ✓ здійснення міждержавного валютного та кредитно-фінансового регулювання;

спільне вироблення та координація стратегії і тактики світової валютної та кредитно-фінансової політики.