

## ПРОБЛЕМЫ ОБРАЗОВАНИЯ

С. В. Котелкин

### КУРС «МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ» В СИСТЕМЕ БИЗНЕС-ОБРАЗОВАНИЯ

Статья представляет собой презентацию курса «Международный финансовый менеджмент», разработанного автором на базе широко распространенного в ведущих мировых школах бизнеса подхода (с учетом специфики российского предпринимательства в условиях «развивающегося» финансового рынка) и читающегося в Высшей школе менеджмента СПбГУ на основных образовательных программах, программах переподготовки, MBA.

Эта презентация призвана помочь как студентам в изучении курса, так и преподавателям вузов, специализирующимся в области менеджмента и финансов. В статье представлены общая концепция курса, обзор подходов к преподаванию аналогичных курсов в ведущих университетах, краткий обзор базовых тем (управление валютными корпоративными инвестициями, решения по валютному финансированию компаний, менеджмент валютного риска) с рекомендациями по методике преподавания.

#### ОБЩАЯ КОНЦЕПЦИЯ И СТРУКТУРА КУРСА

«Международный финансовый менеджмент»<sup>1</sup> изучает (в *широком* понимании) принципы управления денежными потоками организаций в *многовалютной* среде, в которой решения базируются на альтернативах, деноминированных в нескольких валютах. Такая среда, будучи весьма колеблемой, предоставляет дополнительные *возможности* (по снижению издержек финансирования, повышению доходности инвестиций) и создает дополнительные *риски* (обменные, страновые, процентные, кредитные, ценовые) (см., напр.: [Котелкин и др., 2002; Котелкин, Мадорский, Тумарова, 1999]). Отече-

---

<sup>1</sup> Этот курс может иметь разные названия — «Международные корпоративные финансы», «Международные бизнес-финансы», «Финансовый менеджмент в многовалютной среде».

© С. В. Котелкин, 2007

ственный читатель ежедневно сталкивается с тем, что в России в последние два десятилетия мы живем именно в мультивалютной среде, поскольку функции денег в нашей финансовой системе выполняет не только законодательно утвержденный рубль, но и неофициально «русские» валюты — доллар, евро, у. е. (условная единица). Таково принципиальное отличие нашей «развивающейся»<sup>2</sup> финансовой системы от финансовых систем развитых стран, которые функционируют на моновалютной основе. Этим и определяется актуальность данной дисциплины для понимания состояния, механизмов функционирования, перспектив эволюции российских бизнес-финансов, институциональных основ экономической системы, поскольку финансовый менеджмент *внутри* России фактически осуществляется как *международный* финансовый менеджмент.

Более узкий предмет курса — это изучение принципов управления финансами в корпорациях, вовлеченных во внешнеэкономическую деятельность (мультинациональных корпораций). Их менеджеры сталкиваются с проблемами, неизвестными для компаний, оперирующих лишь в одной валюте и/или в одной стране. Ряд проблем, уникальных для мультивалютной среды, увеличивает сложность задач менеджеров во «внешнеэкономических фирмах», и эти задачи часто подталкивают менеджеров к модификации методов, с помощью которых оцениваются и сравниваются альтернативные мероприятия. Так, семь основных факторов различают финансовый менеджмент для компании, оперирующей в нескольких странах и/или с мультивалютными сделками, и для «чисто-отечественной фирмы» с одновалютными операциями: 1) различные валютные деноминации сделок; 2) экономические различия стран; 3) юридические различия; 4) языковые различия; 5) культурные различия; 6) роль правительств; 7) политический риск. Эти факторы увеличивают риски, с которыми сталкивается фирма, и усложняют финансовый менеджмент. Однако хорошо управляемые фирмы используют эти рыночные несовершенства для получения дополнительных доходов по международным операциям.

Компании, участвующие в валютно-финансовых операциях, нуждаются в *финансировании* оборотного капитала, экспортно-импортных операций, инвестиционных проектов. В то же время управление текущими валютными активами требует обращения компаний к инструментам валютно-финансовых рынков для размещения *временно свободных* ресурсов, для рационального использования собственной финансовой сети. *Прямые инвестиции* застав-

---

<sup>2</sup> Некоторые отечественные авторы интерпретируют *emerging markets* как «развивающиеся», «формирующиеся» рынки. Дословный перевод — «неожиданно появившиеся», «аварийные» рынки — содержательнее отражает характеристику такой системы.

ляют фирму применять валютно-финансовые техники и стратегии, связанные с платежными, кредитными инструментами, для улучшения капитального бюджета, т. е. финансового обеспечения инвестиционных проектов. Наконец, фирмы должны управлять *валютными рисками* (хеджировать<sup>3</sup> их), для чего они также обращаются к инструментам, предоставляемым международными финансовыми рынками и институтами. Поэтому в программу курса включены темы по обоснованию международных инвестиций, финансирования, менеджмента валютного риска (рис. 1).



Рис. 1. Структура курса «Международный финансовый менеджмент»

В первом российском учебнике международного уровня по финансовому менеджменту [Ковалев, 2006], знаменующем начало реставрации «континентально-российской» традиции в теории управления финансами (с учетом американско-английских разработок), совершенно справедливо неоднократно указывается, что задачей финансового менеджмента является оптимизация «идеальной финансовой модели фирмы» (ее баланса), т. е. решений по финансированию (обязательствам и капиталу, пассивам) и инвестициям (имуществу, активам). При этом делаются ссылки на работу «Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов» [Крушвиц, 2000]. Очевидно, что в «Международном финансовом менеджменте» фандрейзинговые<sup>4</sup> и инвестиционные решения имеют специфику, обусловленную большей доступностью альтернатив, также они должны быть дополнены специальным рассмотрением проблем валютного риск-менеджмента. Более подробно содержание курса представлено в табл. 1.

<sup>3</sup> Hedge (*англ.*) — «живая изгородь». Менеджмент финансовых рисков означает «огораживание» экономического института от опасностей, связанных с непредвиденными колебаниями финансовой среды.

<sup>4</sup> Фандрейзинг (от *англ.* fundraising — «взращивание фондов») — синоним термина «финансирование». Он удобен в применении, поскольку словосочетания «финансовые решения» и «решения по финансированию» не эквивалентны, а прилагательное «фандрейзинговые» хорошо вписывается в такие часто встречающиеся перечисления, как «инвестиционные и фандрейзинговые решения» или «операционные (текущие), инвестиционные, фандрейзинговые денежные потоки».

Таблица 1

## Содержание курса «Международный финансовый менеджмент»

Темы	Основные вопросы
Введение	Фирмы как участницы международных финансов, функции и цели финансового менеджера в мультивалютной среде
Международные корпоративные инвестиции	Структура корпоративных капиталовложений и принципы международных инвестиционных решений. Международный капитальный бюджетинг: финансовое обоснование прямых инвестиций (инвестиционных проектов). Менеджмент международных портфельных инвестиций, оборотного капитала, финансовой сети компании
Мультивалютное корпоративное финансирование	Структура (временная, пространственная, резидентская) и принципы международного финансирования. Краткосрочное валютное финансирование: характеристика инструментов, эффективные издержки и риски. Международное долгосрочное финансирование: характеристика инструментов, оценивание альтернатив
Менеджмент корпоративных валютных рисков	Классификация валютных рисков, «7 нот» валютного риск-менеджмента. Валютный трансляционный риск и международный аккаунтинг: изменение «финансовой витрины», влияние на денежные потоки. Валютный трансакционный риск по экспорту, импорту, инвестициям, кредитам, займам: измерение, методы хеджинга. Валютный конкурентный и страновой риски: идентификация, оценка, управление

Обобщающим («генеральным») критерием управленческих решений компании целесообразно признать максимизацию «богатства владельцев» (Shareholder Wealth Maximization — SWM).<sup>5</sup> При этом *моментным* критерием является увеличение стоимости бизнеса, а *интервальным* — нетто-де-

<sup>5</sup> Некоторые авторы усматривают в этом целеполагании американо-английский «след», считая, что «континентальной» (европейской) и, особенно, японской традиции присуще преследование иной управленческой цели — максимизации богатства корпорации (Corporate Wealth Maximization — CWM). Под последним подразумевается создание выгод для всех «заинтересованных сторон» компании (*stakeholders*, буквально, «сделавших ставку») — занятых работников, контрагентов, властей, социального окружения [Eiteman, Stonehill, Moffett, 2004, p. 4–6; Donaldson, Lorsch, 1983, p. 162–163; Jensen, 2001, p. 12]. В силу большей прозрачности и квантифицируемости первого подхода автор отдает предпочтение именно ему, хотя не может не признать и достоинств второго подхода.

нежных потоков.<sup>6</sup> В целом принято считать, что финансовые решения должны приниматься на базе финансового анализа и принципа суждения (*Judgement Method*), поскольку использование лишь первого (в силу непредсказуемости финансовой среды) может привести к неверным решениям, а только второго (основанного на опыте, интуиции, мнении экспертов) — к излишней субъективности решений.<sup>7</sup>

Курс «Международный финансовый менеджмент», являясь самостоятельной дисциплиной, развивает и модифицирует идеи учебных дисциплин «Финансовый менеджмент», «Международные валютно-кредитные отношения», «Международный менеджмент» [Бочаров, Леонтьев, 2004; Бригхэм, 1999; Ван Хорн, 1996; Брейли, Майерс, 1997; Ковалев, 2006; Котелкин, 2004; Котелкин, Круглов, 2000; Международные валютно-кредитные..., 2003; Международный менеджмент, 2003]. Так, фундаментальные концепции финансового управления («менеджмента, базирующегося на стоимости»; доходности к погашению; риска; реальных опционов), относящиеся базово к принятию решений в одновалютной среде, корректируются в применении к менеджменту в мультивалютной среде.

Этот учебный курс относится по крайней мере к трем специальностям, таким как «Менеджмент организации» (поскольку исследует корпоративные решения), «Мировая экономика» (рассматривает международные валютные потоки), «Финансы и кредит» (имеет дело с теорией финансов). Перечень специализаций значительно шире и варьируется от курсов «Финансовый менеджмент», «Международные валютно-кредитные отношения», «Международный менеджмент», «Международный бизнес» до бакалаврского направления «Менеджмент», целого ряда магистерских программ и курсов по переподготовке, включая Президентскую программу, коммерческую переподготовку, МВА, Executive MBA. Так, в рамках специальности «Менеджмент организации» курс «Международный финансовый менеджмент» представляет собой составную часть специализации «Финансовый менеджмент», а также специализации «Международный менеджмент».

В качестве базовых учебных материалов используются публикации автора и ряд зарубежных изданий [Котелкин, 1996; 2004; Котелкин, Круглов, 2000; Энг, Лис, Мауэр, 1999; Eiteman, Stonehill, Moffett, 2004; Kotelkin, 2004; Madura, 2006; Sercu, Uppal, 2003; Shapiro, 2006].

---

<sup>6</sup> Рациональные причины для такой формулировки критериев по управленческим решениям объясняет весьма популярная в последние годы концепция «менеджмента, базирующегося на стоимости» (Value-Based Management — VBM) (см., напр.: [Коупленд, Коллер, Муррин, 2005; Бухвалов, Волков, 2005]).

<sup>7</sup> Такой «микс» основ для принятия решений — одно из следствий теории рациональных ожиданий, связанной с гипотезой эффективного рынка, являющейся альтернативой концепции адаптивных ожиданий [Muth, 1961].

## ОБЗОР ПОДХОДОВ К ПРЕПОДАВАНИЮ КУРСА В ВЕДУЩИХ ШКОЛАХ БИЗНЕСА

Практически во всех высокорейтинговых университетах<sup>8</sup> мира читается несколько взаимосвязанных дисциплин по международным финансам для слушателей всех уровней — от бакалавров до EMBA (Executive MBA). Так, в Уортонской школе бизнеса Пенсильванского университета (The Wharton School, University of Pennsylvania)<sup>9</sup> на бакалавриате представлен наиболее обобщенный предмет — «Международные финансы», охватывающий краткую характеристику всей валютно-финансовой проблематики (от «архитектуры» мировой валютной системы и национальных валютных политик до международных корпоративных и банковских финансов). Это примерно то же, что в России принято называть курсом «Международные валютно-кредитные отношения», который читается для студентов 3–4-го курса университетов (см., напр.: [Международные валютно-кредитные..., 2004; Котелкин, Тумарова, 1997]. В «Уортоне» на программах MBA и EMBA международные финансы представлены шире и детальнее с акцентом их применимости для нужд бизнеса. Слушатели этих программ могут выбирать одну из четырех специализаций — «Корпоративные финансы», «Международные финансы», «Банки и финансовые институты», «Инвестиционный менеджмент». При этом в рамках первой читаются «Международные корпоративные финансы», третьей — «Международное банковское дело», четвертой — «Международные портфельные инвестиции», в рамках второй — полный и последовательный набор валютно-финансовой проблематики («Международные финансовые рынки» и обе вышеперечисленные дисциплины). Курс «Международные финансовые рынки» сфокусирован на характеристике инструментов и ценообразования на них, представленных на валютных и евровалютных (оффшорных) сегментах. Отдельные разделы курса: а) валютные форварды, фьючерсы, опционы, свопы; б) использование валютных деривативов для хеджирования и арбитража; в) краткосрочные доходы и рыночная эффективность на международных денежных рынках; г) «международное ценообразование на капитальные активы» (ICAP); д) евровалютные синдицированные кредиты, облигации, акции; е) ценообразование на инвалютные облигации.

Курс «*Международные корпоративные финансы*» анализирует финансовые проблемы, с которыми сталкиваются корпорации в результате проведения операций в международной среде (рис. 2).

---

<sup>8</sup> Информация об учебных курсах взята с официальных сайтов соответствующих университетов.

<sup>9</sup> В Пенсильванском университете есть исследовательский центр по проблемам международных финансов. В 2005–2007 гг. бизнес-школа этого университета занима-

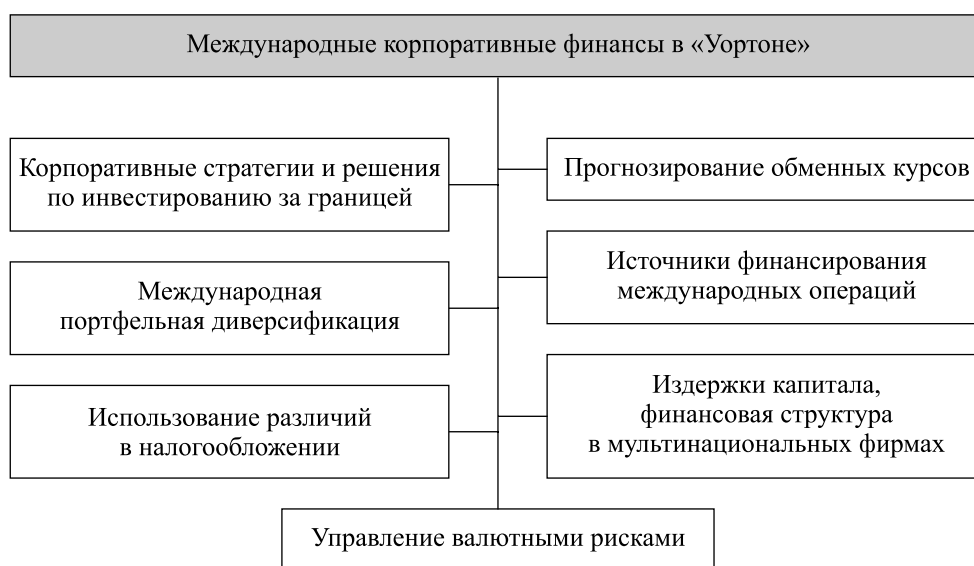


Рис. 2. Курс «Международные корпоративные финансы» на программах MBA, EMBA в Уортонской школе бизнеса

Курс «Международное банковское дело» рассматривает международные финансовые институты и международные банковские операции. Акцент делается на анализе управления ликвидными, кредитными, рыночными, страновыми рисками банков, на оценке и сравнении подверженности риску и «перформанса» итогов деятельности отдельных кредитных организаций.

В Школе бизнеса Гарвардского университета (Harvard Business School) дисциплина «Международный финансовый менеджмент» для MBA и EMBA (с определенными особенностями) включает четыре различных модуля (табл. 2). Дискутируя кейсы, слушатели ставят себя на место корпоративных CFOs, страновых менеджеров, портфельных инвесторов, предпринимателей, сталкивающихся с необходимостью принимать решения по валютным операциям.

В Школе бизнеса Колумбийского университета (Columbia Business School, New York) на MBA преподают также «Международный финансовый менеджмент», где: а) характеризуется международная финансовая среда, с которой сталкивается фирма в глобализированной экономике; б) оценивается ее влияние на инвестиционный анализ, менеджмент активов, валютные риски, финансирование, управление оборотным капиталом компаний (рис. 3).

ла 1-е место в мире в одном из наиболее признанных «рэнкингов» — Global MBA газеты Financial Times ([www.ft.com](http://www.ft.com)).

Таблица 2

**Курс «Международный финансовый менеджмент» на программах МВА,  
ЕМВА в Гарвардской школе бизнеса**

Модули*	Основные вопросы
Ценообразование на валюты и активы	Механизмы формирования обменных курсов, их влияния на цены акций, облигаций, ставки процента
Принятие финансовых решений мультинационалами	Принципы оценки и менеджмента обменными рисками, методы капитализации дочерних компаний за границей, влияние налоговых «дифференциалов»
Черезграничное финансирование	Издержки капитала в различных странах, оценка инвестиций на развивающихся рынках, возможности экономии на межстрановых разницах в финансовых системах
Институты и финансы	Обсуждается страновой (суверенный) риск, в том числе влияние разницы юридических систем, опасности экспроприации на корпоративные решения

Примечание. \* Названия модулей «скалькированы» с оригинала во избежание терминологической путаницы.

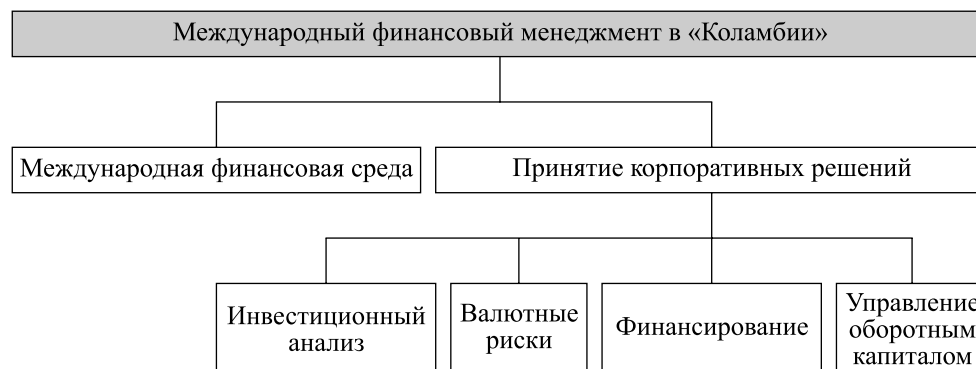


Рис. 3. Курс «Международный финансовый менеджмент» на программах МВА в Школе бизнеса Колумбийского университета

В этой школе бизнеса, кроме того, читается дисциплина «*Международные финансовые решения*», рассматривающая важные проблемы международных корпоративных финансов сквозь призму анализа «кейсов» (ситуационных примеров). Существенное время уделяется следующим темам (табл. 3).

В Лондонской — ведущей европейской — бизнес-школе (London Business School) курс «Международные финансы» нацелен на предоставление



слушателям интегрированного взгляда на международные финансовые рынки (валют, облигаций, акций) и менеджмент мультинациональных фирм. Анализируются методы оценки финансовых активов и их применимость для таких корпоративных решений (в свете множественности валют, налоговых регуляций, суверенного риска), как: а) управление обменными и страновыми рисками; б) получение финансирования с международных капитальных рынков; в) международный капитальный бюджетинг. Курс с таким же названием читается для MBA и магистров с соответствующими коорективами по уровню сложности и приближенности к нуждам бизнеса.

Таблица 3

**Курс «Международные финансовые решения» на программах MBA в Школе бизнеса Колумбийского университета**

<b>Темы</b>	<b>Основные вопросы</b>
Оценка прямых иностранных инвестиций	Международный капитальный бюджетинг, учет валютных факторов, разниц в издержках капитала
Менеджмент валютных рисков	Оценка, хеджинг (использование валютных деривативов), управление
Особенности международного финансирования	Структура капитала мультинациональной фирмы, оценивание альтернатив

Учебный курс, описываемый в статье, однотипен по структуре и содержанию вышеприведенным курсам. Используемые западные источники также принципиально одинаковы.<sup>10</sup> Различие между ними состоит в следующем:

- ♦ американско-английский (отчасти и континентальный) подход охватывает управление финансами мультинациональных компаний;
- ♦ естественный российский подход по определению шире — он рассматривает также особенности финансового менеджмента любой организации в мультивалютной (отечественной) среде.

Кроме того, инструменты международных финансовых рынков не выделяются автором в самостоятельную тему, а изучаются в контексте принятия корпоративных решений.

Один из первых учебников по международному финансовому менеджменту появился в 1969 г. [Zenoff, Zwick, 1969]. Современные учебники по

<sup>10</sup> Например, в Уортонской школе бизнеса курс «Международные корпоративные финансы» читается профессорами Б. Думасом (B. Dumas) и К. Льюис (K. Lewis) на базе учебника [Sercu, Urral, 2003]; в Гарвардской школе бизнеса курс «Международный финансовый менеджмент» читается профессором М. Дисэй на базе [Eiteman, Stonehill, Moffett, 2004; Desai, 2007].

данному курсу, используемые в высокорейтинговых мировых бизнес-школах, достаточно однотипны (хотя с различными названиями, расположениями глав и частей, кейсами, очевидно, для лучшей реализации по признаку дифференциации продукта), включают описание международной финансовой среды и трех типов международных корпоративных финансовых решений.<sup>11</sup> Рассмотрим их структуру на примере двух достаточно показательных учебников [Eiteman, Stonehill, Moffett, 2004; Kim, 2007] и сравним их структуру со структурой представляемого курса. Так, в первом учебнике в части I рассмотрены финансовые цели и корпоративное «гувернерство» (*governance*)<sup>12</sup>, валютная система и платежный баланс; в части II — теория и инструменты валютных рынков. В предлагаемом курсе отведено недостаточно аудиторного времени для специального академического разговора о плавающих курсах, состояниях паритета, валютных спотах и деривативах (это делается там, где необходимо). Части III–V — «Подверженность валютным рискам», «Финансирование глобальной фирмы», «Решения по зарубежным инвестициям» — описывают дословно ту же тематику, что и представляемый курс. Наконец, в части VI («Управление мультинациональными операциями») рассмотрены менеджмент оборотного капитала в МНК, внешнеторговое финансирование, что непосредственно также входит в данный курс (в применении к российскому бизнесу).

Во втором учебнике в структурном отношении такая же картина. Часть I («Глобальная финансовая среда») описывает цели и функции финансового менеджмента, «аккаунтинговый перфоманс» МНК (см. «Введение» в представляемом курсе), а также мотивы для мировой торговли и инвестиций, платежный баланс и валютную систему. Части II–VI (идентичные темам предлагаемого курса) анализируют корпоративный менеджмент валютного риска (здесь говорится в том числе о деривативах, прогнозировании обменных курсов), корпоративные стратегии глобального финансирования и инвестирования (речь идет и об использовании инструментов международных финансовых рынков).

В этом смысле на фоне курсов в ведущих бизнес-школах и мировых учебников представляемая дисциплина выглядит традиционно — с тремя отличиями, обусловленными ограничениями аудиторного времени. Во-первых, международные финансовые рынки и институты не выделяются в самостоятельную тему, а рассматриваются в контексте принятия корпоратив-

---

<sup>11</sup> См., напр.: [Энг, Лис, Мауэр, 1999; Butler, 2005; Eiteman, Stonehill, Moffett, 2004; Kim, Kim, 2007; Madura, 2006; Sercu, Uppal, 2003; Shapiro, 2006].

<sup>12</sup> Здесь приведена «калька», поскольку этот термин пока не истолкован адекватно на русском языке. Американцы, вероятно, сознательно не употребляют в этом случае слово «управление» (*managing*).

ных решений. Во-вторых, решения по международному финансированию и инвестированию предваряют тему менеджмента валютного риска (по принципу «от простого к сложному»). В-третьих, ситуационные примеры (кейсы) приводятся в основном из практики российского бизнеса, хотя также активно используются кейсы, описывающие опыт зарубежного бизнеса [Desai, 2007; Kim, Kim, 2007].

#### РЕШЕНИЯ ПО МЕЖДУНАРОДНЫМ КОРПОРАТИВНЫМ ИНВЕСТИЦИЯМ

В этой теме рассматриваются структура корпоративных инвестиций и принципы управления, методы валютно-финансового обоснования инвестиционных проектов, менеджмент оборотного капитала.

**Структура и принципы корпоративных инвестиций.** Капиталовложения фирмы делятся на краткосрочные (оборотный капитал) и долгосрочные (основной и «портфельный» капитал).

Решения по управлению инвестициями фирмы в конечном счете принимаются на базе целевого критерия менеджмента — максимизации нетто-стоимости бизнеса. К отдельным активам (проектам) применяют «*анализ риск — доход*», а к совокупности активов фирмы — принцип «*портфельной селекции*». Прямые инвестиции (в основной капитал) зависят в первую очередь от *стратегических решений* фирмы, а вложения в *оборотный капитал* предназначены прежде всего для их обслуживания (запасы, «счета к получению»<sup>13</sup>) и обеспечения *ликвидности* (денежных средств, рыночных бумаг). В первом случае важна долгосрочная рентабельность, предполагающая отступления от цели непосредственной доходности отдельного проекта на краткосрочных интервалах. Оборотные средства рассматриваются как часть ресурсов фирмы, обеспечивающая непрерывность операционного цикла. Поэтому инвестиции в них не столько максимизируют доходность, сколько минимизируют операционный, ликвидный риски, обеспечивая доступность текущих средств для подразделений компании на тех территориях, в тех валютах, где это необходимо для платежей, покрытия рисков. Долгосрочные финансовые вложения употребляют для скупки акций и долгов компаний, предполагаемых для поглощения («*аквизиционный*»<sup>14</sup> портфель), а также для получения наилучших характеристик *риск — доход* («*спекулятивный портфель*»). Фактически лишь спекулятивный *портфель* долгосрочных финансовых вложений *непосредственно* регулируется *взвешиванием риска и доходности*.

<sup>13</sup> У нас «счета к получению» принято именовать «дебиторской задолженностью» (долгами покупателей по продажам в рассрочку).

<sup>14</sup> «Аквизиция» (от *англ.* acquisition) — поглощение, т. е. приобретение другой компании. В ряде российских вузов читается курс «Международные аквизиции».

**Международный капитальный бюджетинг.** Валютно-финансовое обоснование инвестиционных проектов (прямых инвестиций) осуществляется традиционно в рамках процедур международного капитального бюджетинга, т. е. финансового планирования *инвестиционного проекта*, в котором присутствуют валютные потоки и/или принимают участие нерезиденты.<sup>15</sup> В общем случае предпочтителен проект, более доходный и быстрее окупающийся. Критерий нетто приведенной стоимости (*Net Present Value — NPV*)<sup>16</sup> расценивается как наиболее подходящий, так как, правильно применяя его, менеджеры выберут те же инвестиции, что и акционеры, если бы последние принимали решения по управлению. *NPV* определяется как первоначальные капиталовложения плюс ожидаемые дисконтированные нетто-денежные потоки. Ставку дисконтирования, приравнивающую *NPV* к нулю, называют «внутренней нормой дохода» (*Internal Rate of Return — IRR*).

Денежные потоки по международным инвестициям оценивают на *трех уровнях*: 1) денежные потоки *дочерней* компании (собственно проекта); 2) денежные потоки проекта в пользу *родительской фирмы*;<sup>17</sup> 3) денежные потоки проекта с точки зрения *фирмы* в целом (рис. 4). Конечное решение должно базироваться на оценках проекта с позиции максимизации нетто-стоимости компании в целом, а не отдельного проекта.

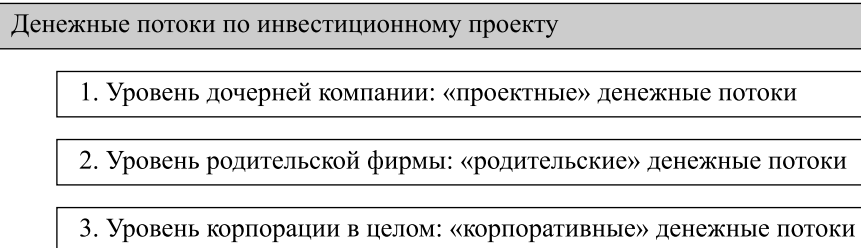


Рис. 4. Уровни оценки денежных потоков по прямым инвестициям

Для перехода в оценках с уровня 1 на уровни 2 и 3 вносят *корректировки* в первоначальные проектные потоки. На конечную оценку проекта влияет ряд *факторов* — эффекты *дивидендов, комиссионных, роялти*; «кан-

<sup>15</sup> Часто (еще по советской традиции) используется термин «бюджетирование» (от нем. *Budgetierung*). Автор предпочитает термин «бюджетинг» как более краткий и легче выговариваемый.

<sup>16</sup> В отечественных экселевых таблицах этот параметр обычно называют ЧТС (чистая текущая стоимость).

<sup>17</sup> «Родительская» фирма (от англ. *Parent company*) — термин, аналогичный словосочетанию «головная компания», используемому в российском законодательстве, или «материнская» компания — в российской литературе.

нибализации» («поедания» проектом продаж других подразделений компании); «дополнительных продаж»; «налоговых щитов» (процентных платежей, ускоренной амортизации), альтернативных издержек, внутрифирменных трансферов; валютных рисков. В связи с этим для оценки проекта используют *трехшаговый анализ*. На *первом этапе* исчисляют денежные потоки дочерней компании, как если бы она была *независимой* корпорацией. На *втором этапе* требуются специальные прогнозы величин, срочности, форм *прямых трансферов* денег к *головному офису*, а также информация о налогах и других расходах, сопровождающих трансферы. На *третьем этапе* принимается в расчет *косвенное влияние* проектируемых инвестиций на компанию в целом.

Нетто-приведенная стоимость денежных потоков по иностранному проекту для родительской компании ( $NPV^h$ ) калькулируется посредством вычитания нетто-инвестиций в проект ( $NINV^h$ ) из приведенной стоимости по проектным нетто-денежным потокам для родительской компании ( $PVNCF^f$ ), выраженным в ее отечественной валюте ( $PVNCF^h$ ):

$$NPV^h = (PVNCF^f \cdot S_0) - NINV^h = PVNCF^h - NINV^h,$$

где  $S_0$  — спот-курс иностранной валюты в единицах отечественной валюты.

Также для международных проектов определяют «скорректированную приведенную стоимость» ( $APV$ ) как сумму  $PV$  посленалоговых операционных денежных потоков ( $OCF$ ) при реализации проекта и дополнительных финансовых эффектов от инвестиций для родительской компании ( $FIN$ ) за вычетом первоначальных вложений ( $I_0$ ):

$$APV = \left( \sum_{t=1}^n \frac{OCF_t}{(1+i)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{FIN_t}{(1+if)^t} \right) - NINV_0,$$

где  $i$  — ставка дисконтирования для  $OCF$ ,  $if$  — ставка дисконтирования для  $FIN$ .

Финансовые эффекты включают амортизационные начисления, связанные с инвестициями, льготное финансирование для дочери от правительственных или наднациональных агентств, отсроченные или пониженные налоги как стимул для инвестиций, новые возможности обойти валютный контроль на переводы средств.

Ставки дисконтирования должны отражать неопределенность будущих денежных потоков. Ставка  $i$  может быть равна сумме безрисковой ставки и премии по систематическому риску проекта. Финансовые потоки ( $FIN$ ), вероятно, будут фиксированными в номинальном выражении. В этом случае текущий рыночный процент может быть использован как  $if$ .

Предположим, компания оценивает затраты на запуск иностранного проекта в 10 млн долл. Проект планируется на 2 года, в течение которых *OCF* составят 7,5 млн долл. в год. Дополнительно новая дочерняя единица позволит инвестору репатриировать дополнительно 1 млн долл. в год тех фондов, которые были связаны в стране-реципиенте из-за контроля над движением капитала. Если компания применит ставку дисконтирования в 10% к операционным потокам и 6% к фондам, которые будут освобождены из-под контроля, то *APV* составит 4,85 млн долл.:

$$APV = -10 + \left( \frac{7,5}{1,1} + \frac{7,5}{1,1^2} \right) + \left( \frac{1}{1,06} + \frac{1}{1,06^2} \right) = 4,85.$$

Фирма сравнивает эту величину с *APV* других возможных проектов, чтобы бюджетировать капитальные расходы в оптимальной манере. Поскольку прогнозирование будущих денежных потоков — это скорее искусство, чем наука, то обычно фирма рассматривает альтернативные сценарии для тестирования чувствительности бюджетингового решения к различным предположениям.

Вместе с тем анализ дисконтированных денежных потоков предопределяет относительно статический подход к принятию инвестиционных решений, предполагая, что оперативные решения принимаются заранее. В действительности возможность принимать решения, базируясь на информации, которая может стать доступной в будущем, существенна для инвестиционных решений. *Реальный опцион (Real Option — RO)* является альтернативой традиционным техникам дисконтирования денежных потоков, а также аккаунтинговым (бухгалтерским) подходам к оценке инвестиций. *RO* дает фирме возможность продать, купить, трансформировать активы по определенной цене в некоторый период. Однако, по мнению оппонентов этого подхода, гибкие опционы на финансовых рынках — в отличие от «твердых обязательств» (типа форвардов или фьючерсов) — это преимущественно не хеджированные, а спекулятивные инструменты. *RO* при оценке инвестиционных проектов также сохраняют преимущественно спекулятивную природу, подвергая фирму большему риску, чем спекуляции на финансовых рынках. В то же время сторонники концепции *RO* аргументируют свой подход тем, что *DCF*-модель может недооценить потенциально выгодный проект, а также тем, что в условиях неопределенности финансовой среды важно управлять «встроенной гибкостью», которую дает учет *RO* (см., напр.: [Mun, 2005; Nap, Smit, 2003; Бухвалов, 2004а; 2004б]).

**Международный оборотный капитал и портфельные инвестиции.** Менеджмент оборотного капитала подразделяют на управление ликвидностью (денежными средствами и краткосрочными финансовыми вложения-

ми), торговым кредитом, запасами. *Денежный бюджетинг* определяет временные интервалы в ближайшем будущем, когда на счетах компании появятся временно свободные денежные средства или образуются временные «кассовые разрывы». После того как фирма использует фонды для текущих потребностей, она инвестирует оставшиеся ресурсы с целью максимизации дохода. *Эффективная доходность* на краткосрочные инструменты ( $er_{RA}^f$ ) складывается из: а) процентного (дисконтного) дохода ( $r^f$ ); б) ожидаемого обменно-курсового дохода ( $e^a$ ); в) премии по обменному риску ( $ERP$ ) в случае непокрытого инвестирования:  $er_{RA}^f \approx r^f + e^a - ERP$ .

Со стороны риска ликвидность размещения средств часто более критична, чем доход, так как период инвестирования короткий и дифференциалы доходов могут быть меньше операционных расходов по размещению, снятию, конверсии, переводу средств. Если наряду с валютными инвестициями фирма продаст валюту форвардно, то схема будет *покрытой* [Котелкин, Кузовлев, 2006]. Эффективная доходность по ней не включает обменно-рисковую премию.

*Менеджмент счетов к получению* зависит от обычаев рынков, на которых торгует компания. Целесообразность либерализации кредита (удлинение срока, уменьшение процентных начислений) оценивается на базе анализа выгод и издержек (*Cost-Benefit Analysis — CBA*). На «чаше» выгод — возможные увеличения продаж, прибыли. «Чашу» возможных издержек и риска «заполняют» рост расходов, риск неплатежа, альтернативная стоимость денег (неполученные процентные доходы), обменный риск, издержки его хеджирования.

*Портфельные* долгосрочные инвестиции — это вложение денег, которых *недостаточно* для прямых инвестиций, но они *излишни* для оборотного капитала. Эти средства часто отдаются в траст профессиональным организациям капитального рынка. *Эффективная доходность* на долгосрочные инструменты ( $er_{LTI}^f$ ) складывается из:

- ♦ купонного дохода ( $i$ ) или дивидендов ( $d$ );
- ♦ капитального (ценового) дохода ( $c$ );
- ♦ обменно-курсового дохода ( $e$ ) или форвардной премии ( $f$ ):

$$er_{LTI}^f \cong i(d) + c + e(f).$$

Портфели из акций и долгов других компаний создаются также для *диверсификации* финансовых рисков и со *стратегическими* целями — *приобретения* блокирующего пакета акций и/или долгов «целевых» фирм для их будущего *поглощения* [Шарп, Александер, 1997; Solnik, 2006].

**Управление международной финансовой сетью компании.** Этот тип управления корпоративными финансами включает идентификацию методов внутрифирменных денежных переводов, а также выработку и приме-

нение политики таких трансферов. Так, фирма передвигает фонды и бухгалтерские прибыли между различными подразделениями. Межстрановая вариация в налоговых режимах, издержки и барьеры, связанные с международными финансовыми трансферами, могут делать внутрифирменные финансовые операции более ценными по сравнению с внешними. Это дает фирме возможность арбитражировать среди налоговых, регуляционных систем, финансовых рынков, а также обходить воздействия кредитных ограничений и контроля. *Каналы* для внутрифирменных потоков фондов включают *трансфертное* ценообразование, установление *комиссионных* и роялти, «лидз-энд-лэгз», внутрифирменные *займы*, дивиденды, выбор между *облигационным* или *долевым* инвестированием. С каждым из них связаны операционные и бухгалтерские *издержки* и доходы, а также регулятивные и налоговые льготы и *ограничения*. Они подлежат изучению и мониторингу со стороны менеджеров компании для оптимизации внутрифирменной финансовой системы.

Для преподавания указанной темы рекомендуется использовать раздел IV из учебника «Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений» [Котелкин, Круглов, 2000]. Описание инструментов и принципов корпоративного инвестирования можно найти в главах 8, 11 из учебника «Международная финансовая система» [Котелкин, 2004], а также в главах 13–15, 17–20 из книги «Мировые финансы» [Энг, Лис, Мауэр, 1999]. В зарубежных изданиях эта тематика представлена, например, в части 5 учебника «Multinational Business Finance» [Eiteman, Stonehill, Moffett, 2004], в главах 14, 18, 19, 21 учебника «Multinational Financial Management» [Shapiro, 2006], а также в книге «International Investments» [Solnik, 2006].

#### РЕШЕНИЯ ПО МЕЖДУНАРОДНОМУ ФИНАНСИРОВАНИЮ

В данной теме рассмотрены источники международного корпоративного финансирования и методы оценивания альтернатив мобилизации фондов.

**Структура источников финансирования.** Источники финансирования классифицируют тремя способами. Так, по *срочной* классификации они делятся на *кратко-* и *долговременные* фонды. Первые полностью являются долговыми обязательствами, вторые состоят из долга и капитала (собственных средств). В рамках *пространственной* классификации финансирование мобилизуется из *внутри-* или *внефирменных* источников<sup>18</sup> (рис. 5).

---

<sup>18</sup> «Наращенные обязательства» («отсроченные расходы») рассматриваются как источник финансирования из-за временного лага между *постоянным* получением фирмой выручки от операций и *дискретностью* выплат в пенсионные, страховые фонды, а также налогов, зарплаты.



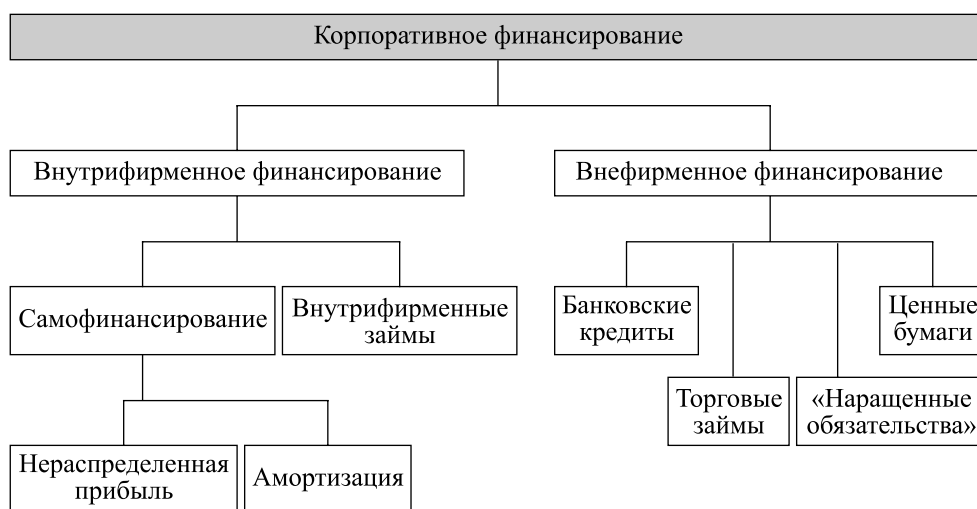


Рис. 5. Пространственная структура корпоративного финансирования

Международные (мультинациональные) компании (МНК) принимают более сложные решения по структуре финансирования, чем «чисто отечественные» фирмы. Обычно МНК устанавливает целевую структуру для компании в целом, а затем корректирует структуры иностранных подразделений, учитывая обменно-курсовые, страновые риски, локальные традиции, доступность льготного финансирования, процентные дифференциалы. Некоторые правительства устанавливают *рестрикции на структуру финансирования* для МНК, другие — создают условия для *льготного* финансирования прямых инвесторов.

Соотношение собственных и заемных средств дифференцировано для корпораций различных стран. Опора на самофинансирование характерна для крупных компаний США, Англии, в последнее десятилетие — Японии. В структуре внешних фондов преобладает эмиссия бумаг. Банки преобладают в финансировании фирм *континентальной* Европы, что связано с особенностями законодательства, меньшим развитием фондового рынка в этих странах.

Для доступа к финансовым средствам на международных рынках организация должна получить кредитный рейтинг от одного из глобальных агентств (Standard & Poor's, Moody's Investor Services, Fitch). *Структура финансирования* фирмы влияет на ее *рейтинг*, сказывающийся на издержках мобилизации фондов.

*Резидентная* классификация источников финансирования делит их на *оншорные* (*On shore*, на берегу) и *оффшорные* (*Off shore*, вдали от берега) — в зависимости от *валюты* сделки и места регистрации контрагентов. Так,

оншорные источники фондов включают отечественное и иностранное, оффшорные — евровалютное финансирование (рис. 6).<sup>19</sup> Например, кредит резидента резиденту будет *отечественным* финансированием. Такая сделка является дорогостоящей, потому что подпадает под национальное банковское, налоговое законодательство, валютный контроль. Если фирма получает фонды на зарубежном рынке от резидентов данной страны в местной валюте, то такое финансирование является *иностранным* (например, размещение российской компанией долларовых облигаций в Нью-Йорке). Полученные фонды и доходы по ним подпадают под юрисдикцию иностранного государства со всеми сопутствующими регулятивными и налоговыми издержками.

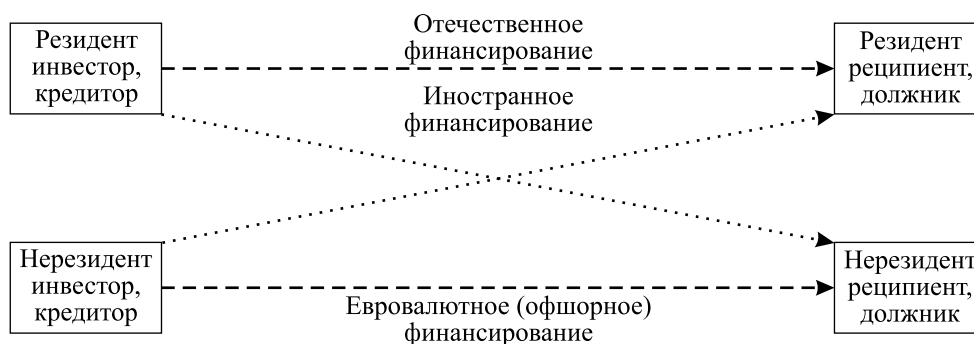


Рис. 6. Внутреннее, иностранное, евровалютное финансирование

*Евровалютное (оффшорное)* финансирование предоставляется нерезидентам стран мобилизации фондов в валюте, иностранной для этих стран (например, долларовый кредит российской компании в Лондоне). Оно дает возможности для экономии на налоговых, регулятивных издержках. Обратной стороной являются более низкие ставки по еврокредитам сравнительно с отечественными (иностранными).

Ставки процента по евровалютным клиентским кредитам устанавливаются как *маржа* (надбавка) сверх Лондонской межбанковской ставки предложения (*London Interbank Offered Rate — LIBOR*). Типичная маржа — от 0,5 до 3 процентных пункта (п. п.) для заемщиков с рейтингами «инвестиционного уровня». Действительно, за 1978–2005 гг. базовая ставка по кредитам в США (для первоклассных заемщиков) была на 2,03 п. п. выше ставки размещения на межбанковском евродолларовом рынке *LIBOR*, а ставка по депозитным сертификатам — на 0,32 п. п. ниже (рис. 7).

<sup>19</sup> Комментарии к подобной схеме приведены в главе 5 учебника «Международная финансовая система» [Котелкин, 2004].



Рис. 7. Процентные ставки по долларам и евродолларам, % годовых, 1978–2005 гг. Рассчитано по: [International Financial Statistics, 2006].

**Оценивание альтернатив финансирования.** Критериями для решений по финансированию, consistentными с целевым критерием менеджмента, служат минимизация издержек и рисков, т. е. принципы «взвешивания риска и издержек» (в применении к отдельным источникам фондов) и «портфельной селекции», описывающей правильный «микс» различных долгов и капитала.

Эффективные процентные издержки *краткосрочного непокрытого* («нехеджированного») валютного заимствования зависят от процентной ставки по инвалюте ( $i^f$ ) и ожидаемого изменения ее курса ( $e^a$ ). Учитывая курсовую неопределенность, определяют эффективные издержки ( $ei_{RA}^f$ ), скорректированные на премию по обменному риску ( $ERP$ ):

$$ei_{RA}^f \approx i^f + e^a + ERP.$$

Если одновременно с кредитом в иностранной валюте (инвалюте) фирма купит эту валюту на срок (по форвардному контракту), то финансирование будет «покрытым» (хеджированным) [Котелкин, Бандалюк, 2003]. Эффективные издержки по нему не включают обменно-рисковую премию.

*Долгосрочное (многопериодное)* финансирование требует сопоставления *разновременных* денежных потоков. Традиционно для оценки издержек применяется концепция внутренней нормы издержек (*Internal Rate of Cost — IRC*). *IRC* является ставкой дисконтирования ( $i$ ), уравнивающей первоначальный долг ( $F_0$ ) с дисконтированными будущими платежами ( $DCF^a$ ), т. е. суммой процентов ( $IP$ ) и номинальной стоимости долга ( $NV$ ), для горизонта финансирования ( $n$ ):<sup>20</sup>

<sup>20</sup> DCF-модель была впервые предложена И. Фишером в 1907 г. [Fisher, 1907].

$$F_0 = \left[ \sum_{t=1}^n \frac{IP}{(1+i)^t} \right] + \frac{NV}{(1+i)^n}.$$

Периодические расходы ( $PE$ ) по евросиндицированной кредитной линии складываются из полученной суммы кредита ( $Cr$ ), величины очередного транша ( $LOC$ ), невыбранной суммы кредита ( $LOC - Cr$ ), «плавающего» процента на использованный кредит ( $LIBOR + Margin$ ), комиссионных за неиспользованный кредит ( $Fee$ ), агентских комиссионных ( $AC$ ) [Котелкин, Иванова, 1999]:

$$PE = Cr \cdot (LIBOR + Margin) + (LOC - Cr) \cdot Fee + AC.$$

В общем случае валюту для займа выбирают: а) с меньшей ставкой процента; б) ожидающимся снижением обменного курса или форвардным дисконтом; в) низкой «волатильностью» (колеблемостью) обменного курса.

*Альтернативный* подход к оценке альтернатив финансирования представлен концепцией оценивания опционов, базирующейся на идеях, высказанных в основополагающих (для этого направления научной мысли) статьях [Black, Scholes, 1973; Merton, 1973].<sup>21</sup>

Для преподавания данной темы рекомендуется использовать раздел III из учебника «Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений» [Котелкин, Круглов, 2000]. Описание инструментов денежных и капитальных рынков, используемых для корпоративного финансирования, и издержек их привлечения можно найти в главах 5–6, 8, 10–12 из учебника «Международная финансовая система» [Котелкин, 2004], а также в главах 6, 7, 10, 12 из книги «Мировые финансы» [Энг, Лис, Мауэр, 1999]. В зарубежных изданиях эта тематика может быть найдена, например, в части 4 учебника «Multinational Business Finance» [Eiteman, Stonehill, Moffett, 2004], в главах 12, 13, 15, 16 учебника «Multinational Financial Management» [Sharpe, 2006].

#### МЕНЕДЖМЕНТ ВАЛЮТНЫХ РИСКОВ

Международные фирмы подвергаются рискам, с которыми не соприкасаются *чисто отечественные* компании на Западе. В *многовалютной* среде России *все* экономические субъекты сталкиваются с валютными рисками.

**Классификация валютных рисков.** *Валютный риск* — это опасность *неблагоприятных последствий* для экономического субъекта вследствие *неопределенности* валютной среды. Под последней понимают скачки обменных курсов, а также макроэкономические и политические изменения в

<sup>21</sup> См. также: [Bernstein, 1996].

той или иной стране. Поэтому валютный риск делят на *обменно-курсовой* и *страновой*. Колебания курсов валют влияют на бухгалтерскую отчетность и денежные потоки бизнеса. В этом смысле *обменно-курсовой риск* подразделяют на *аккаунтинговый* (бухгалтерский) и *экономический* («денежно-поточный») риск. *Аккаунтинговый* риск — это опасность ухудшения финансовой отчетности из-за скачков обменных курсов. Конверсия отчетности из инвалюты в отечественную ведет к *трансляционному риску*. Валютный *экономический* риск связан с неопределенностью денежных потоков в силу волатильности обменных курсов. Его подразделяют на *операционный* (*транзакционный*) и *конкурентный* (рис. 8).

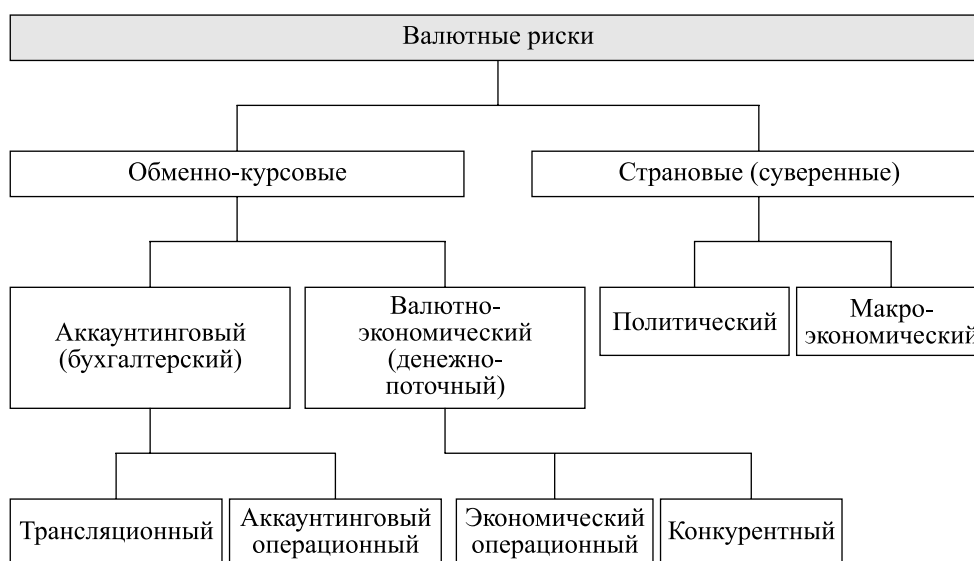


Рис. 8. Классификация валютных рисков

Управляя валютными рисками, следуют *7-шаговому алгоритму*: 1) *идентифицируют* угрозы для экономического субъекта из-за неопределенности его валютной среды; 2) *измеряют* их; 3) принимают к рассмотрению лишь *риски, грозящие* перерасти в существенные денежные потери или ухудшение финансовой отчетности; 4) определяют *приемлемый уровень риска*; 5) оценивают *остаточные* (подлежащие нейтрализации) валютные риски; 6) рассматривают *техники покрытия* этих рисков, имеющиеся в распоряжении; 7) подбирают технику покрытия риска, *наилучшим образом соответствующую целевому критерию* финансового менеджмента (максимизации нетто-стоимости фирмы).

**Менеджмент транзакционного риска.** Валютный *транзакционный* риск — это опасность убытков по отдельной сделке (торговой, кредитной,

облигационной, инвестиционной) в инвалюте из-за изменения обменного курса. Его оценивают в терминах *открытой валютной позиции*. Так, если требования превышают обязательства, то субъект имеет *длинную позицию*, подвергаясь риску снижения курса инвалюты. Если требования меньше обязательств в некоторой валюте, то позиция является *короткой*, подверженной риску повышения курса этой валюты. Ряд незакрытых контрактов отражается на балансе как долги (счета к платежу, облигационные займы, привлеченные кредиты), капитал или активы (счета к получению, ценные бумаги, прямые инвестиции). Другие обязательства (требования) до их исполнения (контракты на будущие продажи, покупки, оформленные кредитные линии, предоставленные гарантии) остаются *внебалансовыми*.<sup>22</sup>

Основа управления риском — концепция хеджинга. Под *хеджингом* понимают открытие позиции, поступления (платежи) по которой *компенсируют* платежи (поступления) по первоначальной позиции, обусловившей появление риска. Существуют два подхода к управлению транзакционным риском: 1) *контрактный*; 2) *неконтрактный*. Первый предполагает, что в контракт вносятся специальные положения, позволяющие одному или обоим контрагентам защитить себя от обменно-курсовых рисков. При втором подходе контрагенты покрывают возникающие риски *раздельно*, вне рамок данного контракта, заключая специальные сделки с третьими сторонами. Техниками *контрактного* покрытия валютного операционного риска выступают:

- ♦ «перенос» риска на контрагента (например, экспортер, настаивая на платежах в своей национальной валюте, «переносит» риск на импортера);
- ♦ «раздел» риска (внесение в контракт валютных «оговорок» для коррекции платежа в случае значительных изменений обменных курсов);
- ♦ «ценовые оговорки» (определение суммы будущего платежа не по текущему спот-курсу, а по ожидаемому или форвардному).

Основными техниками *неконтрактного* хеджинга являются:

- ♦ *форексный* хеджинг (продажа или покупка срочных контрактов, компенсирующих риск);
- ♦ *денежный* хеджинг (открытие компенсирующих позиций на денежном рынке);
- ♦ неттинг риска (хеджинг остаточного риска, а не отдельных открытых позиций).

---

<sup>22</sup> Эконометрическая техника оценки финансового риска — «стоимость под риском» (*Value at Risk* — *VAR*). Характеристики этой концепции и ее применение представлены на официальных сайтах ведущих банков мира.

**Валютный конкурентный риск.** Фирма может столкнуться с долгосрочным валютным риском, даже если она полностью хеджировала *транзакционные* риски. Это происходит, когда колебания обменных курсов изменяют ее *общие денежные потоки*. Поэтому важным аспектом менеджмента валютного *конкурентного* риска является включение оценки его величины в базовые корпоративные решения (инвестиционные, производственные, логистические, маркетинговые). Валютный конкурентный риск — это вероятность ухудшения *NCF* (снижения стоимости) фирмы в силу курсовых колебаний. Прямой путь измерить его — оценка следующей регрессии:

$$NCF(t) = \alpha + \beta \cdot ER(t) + u(t),$$

где  $\alpha$  — *NCF* в отсутствие обменного риска;  $\beta$  — эластичность *NCF* по 1%-му изменению обменного курса (*ER*);  $u(t)$  — случайная ошибка.

Изменения валютных курсов, не равные изменению сравнительной инфляции, затрагивают *конкурентоспособность* фирмы. Отклонение номинального курса от реального изменит относительные отечественные цены сравнительно с иностранными, а следовательно, конкурентоспособность фирмы. Иными словами, валютный конкурентный риск появляется, если номинальный курс валюты котируется ниже или выше реального (по *паритету покупательной способности*) курса [Котелкин, 2004].

Режимы *фиксированных курсов* или *валютного коридора* ведут к большему валютному конкурентному риску, чем режим плавающих курсов. Так, в условиях «ползучего коридора» в *России* (1995–1998 гг.) доллар был значительно недооценен, а рубль — переоценен. В конце 1997 г. рубль стоил 18 вместо 6 центов, создав конкурентные риски для отечественного производства, для экономических субъектов, имевших валютные долги. При «управляемом плавании» также актуальны конкурентные риски. Номинальный курс доллара в 1984 г. составлял примерно 3 марки, а реальный — 2 марки. Пострадали американские компании, спрос на продукцию которых имел высокую ценовую эластичность. Наоборот, в 1985–1987 гг. (при падении курса доллара на 40%) подрывалась конкурентоспособность неамериканских товаров.

*Менеджмент* валютного конкурентного риска более сложен и дорогостоящ, чем управление контрактным риском. Стратегии включают меры производственного, маркетингового характера:

- ♦ перемещение трудоемких производств на зарубежные и отечественные заводы с низкими издержками;
- ♦ повышение производительности (введение трудосберегающих технологий, гибких обрабатывающих систем);
- ♦ закупки компонентов в странах с низкими издержками;

- ♦ увеличение продуктовой дифференциации для снижения ценовой эластичности;
- ♦ экспорт на рынки с сильными валютами и уменьшение операций на конкурентных рынках со слабыми валютами.

Менеджмент конкурентного риска интегрирован в общефирменную стратегию. Компании создают специализированные управленческие структуры, координирующие менеджеров, ответственных за различные аспекты валютного риска. В такого рода интегральной программе по управлению финансовый менеджер оценивает остаточную (после корректировки маркетинговых, производственных стратегий) подверженность конкурентных позиций фирмы валютному риску, чтобы прохеджировать ее.

Для преподавания данной темы рекомендуется использовать раздел V из учебника «Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений» [Котелкин, Круглов, 2000]. Описание инструментов для хеджирования валютного риска можно найти в главах 2–4, 8–9, 12 из учебника «Международная финансовая система» [Котелкин, 2004], а также в главах 4, 16 из книги «Мировые финансы» [Энг, Лис, Мауэр, 1999]. В зарубежных изданиях эта тематика представлена, например, в части 3 учебника «Multinational Business Finance» [Eiteman, Stonehill, Moffett, 2004], в главах 8–11, 22 учебника «Multinational Financial Management» [Shapiro, 2006].

#### **ВЫВОДЫ**

Управление финансами в *многовалютной* среде предоставляет дополнительные *возможности* по увеличению стоимости бизнеса и создает дополнительные *риски*. Так, рациональный отбор альтернатив валютного финансирования нацелен на снижение ожидаемых эффективных издержек, скорректированных на риск. Решения по международному инвестированию преследуют цели максимизации доходности при пересчете в национальную валюту. Менеджмент валютных рисков имеет дело с нейтрализацией нежелательных последствий колебаний обменных курсов, макроэкономической и политической несбалансированности на территориях ведения бизнеса. Преподавание этих тем должно включать раскрытие концептуальных основ принятия соответствующих корпоративных решений и сопровождаться эмпирическими иллюстрациями по их применению. В то же время слушателям необходимо разъяснять преимущественно тренинговые характеристики любой методики по принятию решений, поскольку они базируются в основном на историческом материале. Теория рациональных ожиданий и ряд других финансовых концепций (в частности, гипотеза несмещенности финансовых показателей, эффективности валютных рынков) говорят о том, что принятие решений должно задействовать также принцип суждения как дополнение к финансовому анализу.



## Литература

- Бочаров В. В., Леонтьев В. Е.* Корпоративные финансы. М.; СПб.: Питер, 2004.
- Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов. М.: Олимп-Бизнес, 1997.
- Бригхэм Ю.* Энциклопедия финансового менеджмента / Пер. с англ. М.: Высшая школа, 1999.
- Бухвалов А. В.* Реальные опционы в менеджменте: введение в проблему // Российский журнал менеджмента. 2004а. Т. 2. № 1. С. 17–34.
- Бухвалов А. В.* Реальные опционы в менеджменте: классификация и применение // Российский журнал менеджмента. 2004б. Т. 2. № 2. С. 27–56.
- Бухвалов А. В., Волков Д. Л.* Исследование зависимости между фундаментальной ценностью и рыночной капитализацией российских компаний // Вестн. С.-Петербург. ун-та. Сер. Менеджмент. 2005. Вып. 1. С. 26–44.
- Ван Хорн Дж.* Основы управления финансами / Пер. с англ. М.: Финансы и статистика, 1996.
- Ковалев В. В.* Финансовый менеджмент: теория и практика. М.: Проспект, 2006.
- Котелкин С. В.* Основы международного финансового менеджмента: Текст лекций. СПб.: СПбГУЭиФ, 1996.
- Котелкин С. В.* Международная финансовая система: Учебник. М.: ЭкономистЪ, 2004.
- Котелкин С. В., Бандалюк О. В.* Корпоративное краткосрочное финансирование: источники, эффективные издержки, валютная деноминация // Вестн. С.-Петербург. ун-та. Сер. Менеджмент. 2003. Вып. 2. С. 78–110.
- Котелкин С. В., Иванова Н. Э.* Специфика долгосрочного финансирования для государственных структур и органов власти субъектов РФ // Россия в системе международных валютно-финансовых и кредитных отношений / Под ред. А. И. Евдокимова, М. С. Воронина. СПб.: СПбГУЭФ, 1999.
- Котелкин С. В., Круглов А. В.* Промышленно-торговые фирмы в контексте международных финансов // Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений: Учебник / Научн. ред. В. В. Круглов. Ч. II. М.: ИНФРА-М, 2000.
- Котелкин С. В., Кузовлев А. А.* Особенности краткосрочных инвестиций в мультивалютной среде // Вестн. С.-Петербург. ун-та. Сер. Менеджмент. 2006. Вып. 4. С. 33–53.
- Котелкин С. В., Куперин Ю. А., Дмитриева Л. А., Сорока И. В.* Финансовая динамика и нейросетевой анализ: опыт исследования деловой среды // Вестн. С.-Петербург. ун-та. Сер. Менеджмент. 2002. Вып. 3. С. 120–143.
- Котелкин С. В., Мадорский Е. Л., Тумарова Т. Г.* Привлечение ресурсов в кризисной финансовой среде // Известия С.-Петербург. ун-та экономики и финансов. 1999. № 3.
- Котелкин С. В., Тумарова Т. Г.* Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений: Учеб. пособие. СПб.: СПбГУЭиФ, 1997.
- Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж.* Стоимость компаний: оценка и управление. 3-е изд. М.: Олимп-Бизнес, 2005.
- Крушвиц Л.* Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов / Пер. с нем.; Под общ. ред. В. В. Ковалева, З. А. Сабова. СПб.: Питер, 2000.

- Международный менеджмент* / Под ред. С. Э. Пивоварова, Л. С. Тарасевича. СПб.; М.: Питер, 2000.
- Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учебник* / Под ред. Л. Н. Красавиной. М.: Финансы и статистика, 2004.
- Шарп У., Александер Г.* Инвестиции. М.: ИНФРА-М, 1997.
- Энг М., Лис Ф., Мауэр Л.* Мировые финансы / Пер. с англ. М.: ДеКа, 1999.
- Bernstein P.* The New Religion of Risk Management // *Harvard Business Review*. 1996. Vol. 74. March-April. N 2. P. 47–51.
- Black F., Scholes M.* Pricing of Options and Corporate Liabilities // *Journal of Political Economy*. 1973. Vol. 81. May. N 3. P. 637–654.
- Butler K.* *Multinational Finance*. Cincinnati: South-Western College Publishing, 2005.
- Desai M. A.* *International Finance: A Casebook*. Hoboken, NJ: John Wiley, 2007.
- Donaldson G., Lorsch J.* *Decision Making at the Top: The Shaping of Strategic Decision*. N. Y.: Basic books, 1983.
- Eiteman D., Stonehill A., Moffett M.* *Multinational Business Finance*. 10th ed. N. Y., London: Pearson, Addison Wesley, 2004.
- Fisher I.* *The Rate of Interest: Its Nature, Determination and Relation to Economic Phenomena*. N. Y.: Macmillan, 1907.
- International Financial Statistics. Year Book*. Washington: International Monetary Fund, 2006.
- Jensen M.* Value Maximization, Stakeholder Theory, and Corporate Objective Function // *Journal of Applied Corporate Finance*. 2001. Vol. 14. Fall. N 3. P. 8–21.
- Han T. J. Smit.* Infrastructure Investment as a Real Options Game: The Case of European Airport Expansion // *Financial Management*. 2003. Vol. 32. Winter. N 4. P. 5–35
- Kim S. H., Kim K. A.* *Global Corporate Finance: Text and Cases*. 7th ed. N. Y., Ch.: Blackwell Publishing, 2007.
- Kotelkin S.* *International Financial Management — Bremer Diskussionsbeiträge zu Finanzen und Controlling*. N 20. Universität BREMEN, 2004.
- Madura J.* *International Financial Management*. Cincinnati, OH: Thomson South-Western, 2006.
- Merton R.* Theory of Rational Option Pricing // *Bell Journal of Economics and Management Science*. 1973. Vol. 4. Spring. P. 141–183.
- Mun J.* *Real Options Analysis: Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions*. 2nd ed. N. Y.: John Wiley & Sons, 2005.
- Muth J.* Rational Expectations and the Theory of Price Movements // *Econometrics*. 1961. Vol. 29. P. 315–335.
- Sercu P., Uppal R.* *International Financial Markets and the Firm*. Cincinnati, OH: South-Western College Publishing, 2003.
- Shapiro A.* *Multinational Financial Management*. 8th ed. Prehall, 2006.
- Solnik B.* *International Investments*. 4th ed. Massachusetts: Addison-Wesley, 2006.
- Zenoff D. B., Zwick J.* *International Financial Management*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1969.

Статья поступила в редакцию 20 ноября 2006 г.