

## ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

С. В. Котелкин, О. В. Бандалюк

### КОРПОРАТИВНОЕ КРАТКОСРОЧНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ: ИСТОЧНИКИ, ЭФФЕКТИВНЫЕ ИЗДЕРЖКИ, ВАЛЮТНАЯ ДЕНОМИНАЦИЯ

В статье рассматриваются решения по корпоративному краткосрочному финансированию посредством следующих финансовых инструментов: коммерческих векселей, облигаций и банковских кредитов. В частности, акцент в статье сделан на финансовые операции по привлечению средств в различных валютах и оценка эффективных издержек такого финансирования через покрытые и непокрытые схемы на развитых и развивающихся рынках.

В теории и практике менеджмента организаций финансовое управление использует три агрегированных типа решений — привлечение фондов (финансирование); их размещение (инвестирование); покрытие возникающих рисков, или хеджинг (от *англ.* to hedge — огораживать).

Финансирование потребностей в оборотном капитале (текущих активах) является сложной управленческой задачей. Так, собственные средства в обороте (нетто-оборотный капитал, или «постоянная часть текущих активов») финансируются долгосрочным долгом и капиталом. «Переменная часть» текущих активов финансируется краткосрочными фондами (банковскими, торговыми кредитами, коммерческими векселями). Например, банковские кредиты являлись основным источником пополнения оборотных средств петербургских предприятий в условиях недостаточности собственных средств в середине 1990-х гг. [Финансовые рынки..., 1997, с. 19]. Аналогично, в 2002 г. банковские кредиты все сильнее покрывали нехватку собственных средств предприятий в обороте. В частности, большая часть прироста банковских кредитов промышленности (76%) пришлась на отрасли со снижающимся уровнем обеспеченности собственным оборотным капита-

лом [Эксперт, 28 октября, 2002, с. 81].<sup>1</sup> В 2002 г. новые долги газового гиганта «Газпрома» составили 6 млрд долл., причем 50% из них — в виде краткосрочных займов и векселей. В 2003 г. для реструктуризации долга и в связи с благоприятным уровнем ставок процента по долгосрочным инструментам этот концерн принял решение вообще отказаться от краткосрочного финансирования [Эксперт, 23 декабря 2002, с. 23; Ведомости, 20 февраля 2003, с. Б3].

В статье обсуждены вопросы, связанные с решениями о краткосрочном финансировании: во-первых, инструменты для финансирования операций; во-вторых, критерии и факторы для финансирования в иностранной валюте; в-третьих, эффективные издержки финансирования в различных валютах на зрелых рынках в 1973–2001 гг. и на развивающихся рынках<sup>2</sup> в 1992–2001 гг. При этом, даже если для операций фирмы нужна отечественная валюта, предпочтительным может оказаться займ в иностранной валюте [Eaker, Lenowitz, 1986; Madura, 1982–1983; Madura, Nosari, 1978]<sup>3</sup>. Детально анализируется решение о выборе валюты для деноминации долга, поскольку оно может существенно повлиять на результаты деятельности фирмы, особенно в России, с ее выраженным *мультивалютным* режимом. В рамках этого режима *юридически* (в соответствии с целым рядом законов) деньгами является только национальная валюта (российский рубль). Однако *фактически* американский доллар также выполняет все функции денег (средства платежа, запаса ценности, единицы измерения) в российской экономике, а в ближайшей перспективе эти функции станет выполнять, вероятно, и единая европейская валюта (евро).<sup>4</sup>

**Инструменты корпоративного краткосрочного финансирования.** Корпоративные финансовые ресурсы состоят из трех укрупненных категорий — текущих, краткосрочных и долгосрочных обязательств (долга), а также собственных средств (капитала). Например, в балансе немецкого автогиганта Daimler Chrysler (DCh) на эти категории финансов приходилось соответственно около 40, 40, 20% суммарных «пассивов»<sup>5</sup> (табл. 1).

---

<sup>1</sup> Хотя можно найти и противоположные суждения, в частности, о том, что «растущая рентабельность, а следовательно, и ликвидность несколько ослабили зависимость предприятий от заимствований. Поэтому кредитные ресурсы привлекались в меньших объемах [Эксперт, 9 декабря 2002, с. 92].

<sup>2</sup> Под «зрелыми» рынками (matured) или развитыми рынками понимаются рынки стран ОЭСР, а под развивающимися (emerging) — рынки развивающихся стран.

<sup>3</sup> Эти статьи тестировали в 1970–1980-е гг. способность крупных компаний снижать издержки финансирования посредством заимствования в иностранных валютах.

<sup>4</sup> См., напр.: Станет ли евро у. е.? // Ведомости. 2003. 12 февраля (авт.). С. А4.

<sup>5</sup> Термин «пассивы», весьма неясный по смыслу, с точки зрения русского языка сохраняется в отечественном бухгалтерском учете, видимо, по некоторой за-

Таблица 1

Структура источников финансирования компании *Daimler Chrysler*, 2000 г.

Позиция	Объем	
	млрд евро	%
Обязательства и капитал («пассивы»)	199	100
Капитал	42	21
Суммарные обязательства	157	79
Долгосрочный долг	75	38
Краткосрочные обязательства	82	41

Рассчитано по: Daimler Chrysler. Annual Report 2000. Stuttgart, 2001. P. 72.

Текущие обязательства DCh были представлены финансовыми, «наращенными» (отложенными) и торговыми обязательствами сроком до 1 года — на 44; 27; 19% соответственно. Среди *наращенных* обязательств наибольший вес имели средства пенсионных фондов, отсроченные налоги и доходы. *Торговые займы* оформлялись в основном счетами-фактурами, акцептованными фирмой-покупателем, но оплачиваемыми ею через определенное время.<sup>6</sup> *Краткосрочные финансовые* обязательства DCh составили 36 млрд евро, из которых коммерческие векселя — 20 млрд евро (56%), ноты и облигации с погашением в течение 1 года — 8 млрд евро (23%), обязательства к финансовым институтам — 6,3 млрд евро (18%) (рис. 1).

*Коммерческие векселя* — это обращаемые простые векселя, точнее, долговые расписки (Promissory notes) с первоначальным сроком погашения до 1 года, т. е. краткосрочные обязательства, эмитируемые на открытый рынок. Они относятся к типу дисконтных бумаг, так как размещаются со скидкой к номинальной стоимости, а погашаются по номиналу. Издержки по ним складываются из «капитального спреда» (т. е. разницы между ценой погашения и ценой размещения), а также из комиссионных платежей фи-

---

мысловатой традиции. Он взят в кавычки, поскольку в балансах подавляющего большинства компаний мира (в том числе и *Daimler Chrysler*) вместо слова «пассивы» используется более уместное словосочетание «обязательства и капитал», отражающее наличие привлеченных (чужих) и собственных (своих) средств в распоряжение компании.

<sup>6</sup> В современной российской финансовой практике бизнесмены и банковские работники называют счета-фактуры на английский манер «инвойсами» (invoice).

нансовым посредникам (инвестиционным компаниям, банкам), обслуживающих эмиссию и оборот этих ценных бумаг.<sup>7</sup>

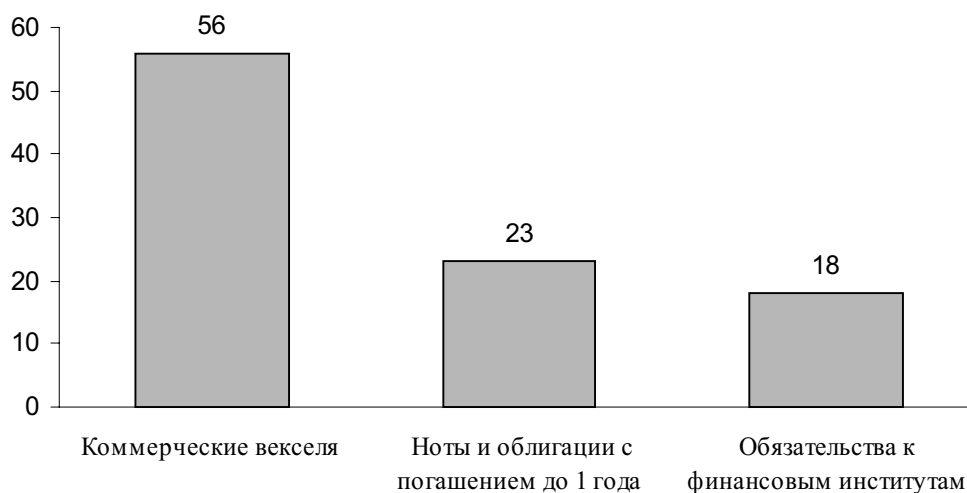


Рис. 1. Текущие финансовые обязательства *Daimler Chrysler*, 2000 г. (%)

*Ноты и облигации* — это средне- и долгосрочные векселя в обращаемой форме, выпускаемые на открытый рынок. Первоначальное погашение для американских казначейских нот (Treasury notes) — через 1–10, для обязательств (Treasury bonds) — более 10 лет. Корпоративные ноты могут иметь сроки от 1 до 5 или 7 лет, облигации — более 5 или 7 лет соответственно. Ноты и облигации относятся к типу процентных (купонных) бумаг, размещаемых по цене, близкой к номинальной стоимости<sup>8</sup>, погашаемых по номиналу, и по которым периодически выплачиваются процентные платежи (купоны). Канонические облигации имеют фиксированный купон (например, 5 или 10%). Однако в начале 1970-х гг. после введения «плавающих» курсов валют и увеличения финансовых рисков были изобретены облигации (ноты) (Floating rate notes) с плавающей ставкой процента, которые стали активно

<sup>7</sup> Кроме коммерческих векселей, к дисконтным бумагам относятся также краткосрочные векселя федерального правительства (в России — это ГКО, т. е. государственные краткосрочные обязательства, в развитых странах — казначейские векселя), векселя местных властей (МКО в России или муниципальные векселя в развитых странах), а также «бескупонные» долгосрочные векселя (облигации с нулевым купоном).

<sup>8</sup> Первоначальное размещение облигаций по цене, значительно отличающейся от номинала, часто приводит к судебным искам эмитентов против финансовых посредников (андеррайтеров — Underwriter) за неправильную оценку ими размещаемых бумаг. Это связано с тем, что в случае, если цена размещения окажется суще-

использоваться корпоративными менеджерами. Издержки по облигациям складываются преимущественно из процентной, а также из комиссионной составляющих. Также на издержки по ним существенное влияние оказывает фактор времени (срочный риск). Ясно, что среди краткосрочных инструментов финансирования могут фигурировать лишь ноты и облигации с остаточным периодом к погашению менее 1 года.

*Обязательства к финансовым институтам* на балансе корпораций — это преимущественно *банковские кредиты*. Они оформляются либо многостраничными кредитными соглашениями (в международных сделках, а также в странах с плохо развитым вексельным законодательством и судебно-финансовой инфраструктурой), либо простыми векселями в необращаемой именной форме.

Такие векселя выписываются на определенного кредитора (банк, страховую компанию). Продаются третьим лицам (по передаточной надписи — «индоссаменту») с «глубоким» дисконтом лишь в случае несостоятельности (дефолта (от *англ.* default)) заемщика. Традиционно банковское финансирование предоставляется клиентам в двух основных формах — кредита и кредитной линии. Первые предполагают немедленную выдачу денег, вторые предоставляют клиенту гарантированное право получить деньги из банка. Кредиты существуют как разовые (возвращаются единовременно в полной сумме с процентным платежом), так и срочные. Последние имеют специальное расписание возврата («амортизации») займа на весь срок до погашения, включенное в кредитное соглашение. Кредитная линия, т. е. обязательство банка предоставить клиенту определенную сумму денег в течение определенного периода времени, бывает «простой» (однопериодной), многопериодной и «продлонгируемой» (от *англ.* prolongation — продление срока). «Простая» линия предполагает возможность для корпорации получить кредит в течение некоторого одного периода (месяца, квартала). Многопериодная линия, или линия возобновляемого — «револьверного» (от *англ.* to revolve — периодически возвращаться) кредита, обязывает банк выдавать определенные суммы денег клиенту в течение нескольких периодов. Она, как правило, имеет специальное расписание для получения денег клиентом

---

ственно ниже номинала, эмитент (из-за переоценки бумаг) недополучит часть необходимых фондов, а при погашении будет вынужден оплатить номинал. В случае существенного превышения цены размещения над номиналом (недооценки бумаг), андеррайтер, выкупивший заем, присвоит себе часть фондов, которые мог бы мобилизовать эмитент при адекватном оценивании бумаг. Понятно, что получить компенсацию эмитенту за убытки возможно, как правило, лишь при доказательстве умысла со стороны посредника по неадекватной оценке бумаг с целью получения несправедливой прибыли.

(например, в течение каждого квартала в продолжение трех лет). Наконец, «продолжаемая» линия дает возможность клиенту (при соблюдении им определенных финансово-экономических параметров) требовать от банка открытия новой линии (по истечении срока первой). Например, клиенту была открыта линия на полгода с правом продления срока. Далее он, возвратив долг через 6 месяцев, может получать новую линию несколько раз (например, в течение двух лет), если его финансовое состояние и перспективы остаются приемлемыми. Такую линию называют также «ролл-оверным» кредитом (от *англ.* roll over — перекачивать). Издержки по кредитам складываются из процентной и комиссионной составляющих. Как правило, ставки процента по разовым и срочным кредитам — фиксированные; по кредитным линиям — плавающие. На издержки по срочным кредитам и кредитным линиям существенное влияние оказывает срочная стоимость денег.

Доля краткосрочных долгов у российского супергиганта «Газпрома» к началу 2003 г. составляла 50% суммарных долгов, в том числе «короткие» кредиты от банков (рублевые и валютные) охватывали 40%, обращающиеся бумаги с погашением в течение года — 60% (рис. 2). В 2003 г. «Газпрому» предстоит выплатить 8 млрд долл. США по рублевым и долларovým обязательствам, из которых 3 млрд долл. США — по долгосрочным кредитам, 3 млрд долл. — по краткосрочным кредитам (38%), 1 млрд долл. США — по векселям (13%), остальное — по долгам некредитного характера [Эксперт, 23 декабря 2002, с. 22–25].

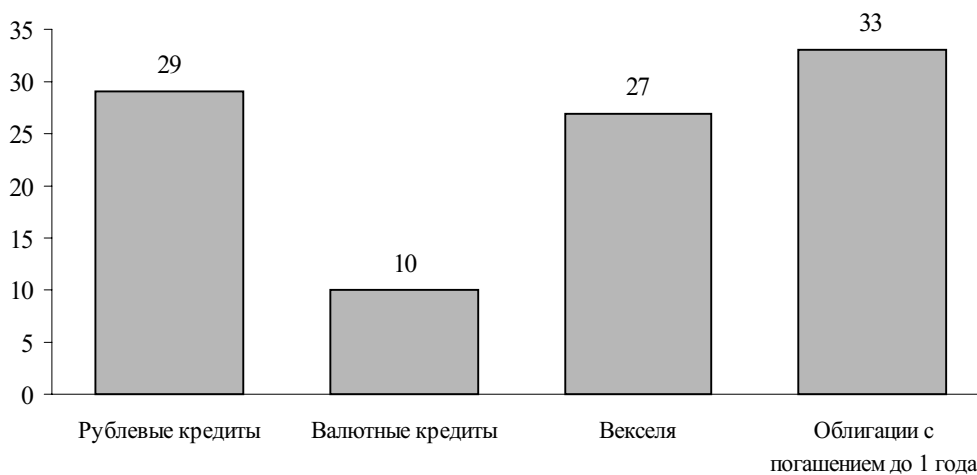


Рис 2. Структура краткосрочных долгов «Газпрома», конец 2002 г. (%)

Агрегированная статистика долгового финансирования американских корпораций несколько отличалась от структуры финансирования европейских компаний (в частности, DCh). Так, в США в 1999 г. (из 1,077 трлн долл.)

долгов неправительственных нефинансовых институтов на корпорации приходилось 40%, на некорпоративный бизнес — 9%, на местные власти — 8%, на домашние хозяйства — 43%. При этом корпорации мобилизовали 1/2 финансовых долгов через облигации, 1/5 — через ипотечные займы, 1/10 — через банковские необеспеченные кредиты, 1/20 — через коммерческие векселя (табл. 2).

Таблица 2

**Заимствования корпораций на кредитном рынке США, 1999 г.**

Позиция	Объем	
	млрд долл.	%
Долговые фонды корпораций	419	100
коммерческие векселя	24	6
корпоративные облигации	219	52
банковские кредиты	45	11
другие займы и авансы	31	8
коммерческие ипотеки	90	22

Рассчитано по: Economic Report of the President. Washington, 2000.

**Валютная составляющая краткосрочного финансирования.** Инвалютное финансирование имеет существенное влияние на решения крупных европейских, российских, американских компаний. Так, *коммерческие векселя Daimler Chrysler* на начало 2001 г. были деноминированы преимущественно в евро и долларах. Неиспользованные краткосрочные линии кредита составляли 15,2 млрд евро, а долгосрочные линии — 12,8 млрд евро. Кредитные линии включали в себя револьверный кредит от синдиката международных банков, равный 18 млрд долл. США. *Кредитное соглашение* предоставляло возможности мобилизации фондов в различных валютах. В том числе *мультивалютный «ролл-оверный»* (продолжируемый) кредит позволял головной компании и нескольким дочерним фирмам заимствовать до 5 млрд долл. до 2006 г. Мультивалютная «револьверная» (возобновляемая) кредитная линия позволяла североамериканскому холдингу компании Daimler Chrysler NA Holding Corporation, являющегося «100%-ной дочерью» DCh, заимствовать до 13 млрд долл. США (7 млрд долл. в течение 2001 г. и 6 млрд долл. — до 2004 г.). Эта линия использовалась как поддерживающая программа (back up facility) для эмиссии коммерческих бумаг корпорации [Annual Report, 2001. P. 101–102].

Нерезиденты поглощали 3% долгового рынка США. На корпоративных сегментах доля иностранцев была значительно больше — 1/3 коммерческих бумаг, 1/10 корпоративных облигаций, 6% банковских кредитов. Среди займов нерезидентов (табл. 3) преобладали облигации (3/4), коммерческие бумаги (1/4), банковские кредиты (1/5).<sup>9</sup>

Таблица 3

**Заимствования нерезидентов на кредитном рынке США**

Позиция	Объем	
	млрд долл.	%
Всего:	34	100
Коммерческие бумаги	8	23
Корпоративные облигации	25	75
Банковские кредиты	7	20
Другие займы и авансы	-6	-18

Рассчитано по: Economic Report of the President. Washington, 2000.

Среди краткосрочных кредитов «Газпрома» от банков, составлявших 40% суммарных краткосрочных долгов концерна, валютные кредиты охватывали 1/4 (см. рис. 2). В общих обязательствах перед банками валютная составляющая была значительно больше. Так, долги перед иностранными банками (в валюте) составляли 3/4 кредитов (950 из 1250 млн долл. США), перед российскими банками (в рублях и валюте) — 1/4 (табл. 4).

«Банк Москвы» в 2002 г. выдавал кредиты корпоративным клиентам в рублях и долларах. Например, под финансирование оборотного капитала (или «текущей деятельности») компании «Алтай-Кокс», «Кокс», «Тулачермет», «Донской табак», «Алроса», Михайловский ГОК, «Купол», Осташковский кожевенный завод получили от 230 до 2700 млн руб. (суммарно — 6 млрд руб.). Завод им. Дегтярева был кредитован на 22 млн долл. США, Центральная топливная компания — на 120 млн долл., «Энергомашэкспорт» — на 10 млн долл. Для предэкспортного финансирования Казанский вертолетный завод заимствовал 25 млн долл., корпорация ТВЭЛ — 10 млн долл. Для финансирования импортных контрактов «Гаммахим» привлек 13,5 млн долл. [Эксперт, 16 декабря 2002]. Всего валютных кредитов было предоставлено на 200 млн долл. США, что примерно эквивалентно размерам рублевых кредитов.

<sup>9</sup> Общая сумма превышает 100%, поскольку «другие займы и авансы» в сумме 6 млрд долл. США не мобилизовывались в 1999 г., а погашались.



Таблица 4

## Банковские кредиты «Газпрома», 2002 г.

Кредиторы	Объем, млн долл. США	Ставка, % годовых	Срок, лет
Deutsche Bank	150	9,5	1
Amro Bank	200	6,15	2
Societe Generale	250	3,65	6
BHV Bank	300	3,75	6
АЕВ	50	8,5	1
Межпромбанк	100	—	3
Московский народный банк	50	3,75	5
Альфа-банк	150	...	...

Источник: [Эксперт, 23 декабря 2002, с. 23]

В Петербурге в период российского «бычьего» рынка (1995–1998 гг.) около половины кредитов предприятиям были валютными [Elder, 1999]. Этот показатель был выше у БНП-Дрезднер банк (100%), Лионского кредита (99%), «Балтийского» (55%), ниже — у «Сбербанка» (5%), «Промстройбанка» (25%), «Петровского» (40%) [Финансовые рынки..., 1997, с. 19, 21; 1998, с. 21].

Для крупных промышленных предприятий, вовлеченных в международный бизнес, но не имеющих пока достаточной известности, наши банки привлекают валютные кредиты от синдикатов (групп) западных банков [Жемчугов, 2000; Матовников, 2001]. Эти кредиты бывают «связанными» (направляются на финансирование конкретных сделок, проектов) и «несвязанными» (для общих целей). Большинство кредитов привлекается на полгода-год с правом пролонгации еще на год, в редких случаях — на полтора-два года. Сумма кредита варьируется от 10–15 млн долл. США (меньшую сумму банки могут привлечь и без синдикаций) до 150–200 млн долл. США [Кирьян, Четвериков, 2002, с. 42–48]. Так, петербургский «Промстройбанк» в октябре 1996 г. получил кредит от синдиката 12 банков, равный 25 млн долл. США на 6 месяцев (с правом пролонгации до 1,5 лет) без ограничений использования. Ставка процента составила LIBOR (London interbank offered rate, Лондонская межбанковская ставка предложения) плюс 5,5% годовых, т. е. в целом около 12%. Маржа (надбавка) для клиентов декларировалась менеджментом банка на уровне 7–8% [Петербургский финансовый вестник, 14 ноября 1996,

с. 12]. В целом это составило около 20% и выглядело приемлемым для питерских компаний, поскольку валютные кредиты «стоили» тогда 20–25%. До августа 1998 г. московские банки в среднем получали по 100 млн долл. США, теперь — по 10–50 млн долл. США. В январе 2003 г. московский БИН-банк привлек синдицированный несвязанный кредит в 10 млн долл. США на 1 год под LIBOR+4% (т. е. около 5,5%). Средства в основном кредитуют компаниям в России с маржой в 3–9% [Эксперт, 10 февраля 2003, с. 28; Шакланова, 2002].

Российские компании со сложившейся кредитной историей сами в состоянии привлекать международное финансирование. Так, в 2003 г. «Норильский никель», добывающий платину, никель, золото, заимствует 250 млн долл. США под LIBOR+3,25%, из которых 150 млн долл. США пойдет на финансирование текущих операций [Ведомости, 11 февраля 2003, с. Б5]. Исторически к лету 1997 г. заимствования банков составили 20% объема синдицированных кредитов, выданных российским заемщикам. Кроме них, крупные «синдикации» получили такие известные компании, как «Вымпелком», ЮКОС, АвтоВАЗ. Кредиты «Газпрома» от западных банков, как правило, сосавляли свыше 1 млрд долл. США и гарантировались иностранными государственными агентствами по покрытию экспортных рисков. Ставки по ним колебались от 1,5 до 2% над LIBOR. Ставка, по которой РАО ЕЭС занимали средства, была также ниже, чем та, которую получали российские банки на евторынках. Так, в 1999 г. Сахалинская энергетическая система получила кредит по ставке LIBOR+1,75%.

Валютные векселя используются российскими компаниями пока недостаточно активно. Так, компания «Аквариус», специализирующаяся на производстве и внедрении компьютерной техники, выпустит в 2003 г. векселя номиналом в 10 млн евро со сроками погашения 3, 6, 12 месяцев. Возврат долга будет осуществляться в рублях по текущему курсу [Ведомости, 11 февраля 2003, с. Б5].

Среди прямых иностранных инвестиций в Россию в 2002 г., составлявших (4 млрд долл. США), совладельцы-нерезиденты выдали кредитов своим дочерним российским предприятиям на 1,3 млрд долл. (32%), тогда как взносы в уставный капитал охватили 1,7 млрд долл. Торговые кредиты составили 2,2 млрд долл., прочие кредиты — 13 млрд долл. (в том числе краткосрочные — 4 млрд долл.). В суммарной величине иностранных инвестиций (20 млрд долл. США) общая доля кредитной составляющей (16,5 млрд долл.) охватила 4/5 [Ведомости, 19 февраля 2003, с. А3]. Среди иностранных инвестиций в Петербурге в 2001 г. (1,171 млрд долл. США) доля кредитов составила еще больше — 92%, в том числе внутрифирменные кредиты от зарубежных совладельцев — 64, торговые кредиты — 220, прочие кредиты — 811 млн долл. [Финансовые рынки СПб., Вып. 6. 2002, с. 10].

**Валютное финансирование: критерии, факторы.** Решения по финансированию должны приниматься с учетом *целевого критерия финансового менеджмента* — максимизации нетто-стоимости фирмы. Так, платежи по займам уменьшают нетто-денежные потоки фирмы. Отсюда ключевым принципом для любой стратегии финансирования являются взвешивание *ожидаемых издержек* и *рисков*, связанных с ней. Соответственно, решения по выбору валюты займа должны *минимизировать* сравнимые издержки по различным альтернативам финансирования, скорректированные на валютные риски [Eaker, Lenowitz, 1978].

В целом на выбор валюты при финансировании воздействуют *шесть ключевых факторов*. Во-первых, фирма часто заимствует определенную валюту, чтобы компенсировать активы в этой валюте, подверженные обменному риску (наоборот, заимствование валюты, в которой фирма не имеет активов или поступлений, увеличивает ее валютный риск).<sup>10</sup> Так как основные поступления Daimler Chrysler выражены в евро и долларах, то фирма подвергается опасности дополнительных заимствований при погашении долгов, деноминированных в других валютах. Для нейтрализации такой опасности следует деноминировать эмиссии коммерческих бумаг и получаемые кредиты также преимущественно в долларах и евро. В результате поступления от операций в долларах и евро направляются на погашение займов, не требуя дополнительных затрат на покрытие обменного риска, что DCh и делает. Также большая часть выручки «Газпрома» (75%) поступает от продаж за рубежом [Эксперт, 23 декабря 2002, с. 27], подвергая эту компанию риску укрепления рубля. Однако этот риск покрывается крупными валютными обязательствами этого концерна.

Во-вторых, выбор валюты займа (в отсутствие форвардного рынка) зависит от того, *покрываются ли различия в процентных ставках по кредитам в разных валютах ожидаемыми изменениями валютных курсов* [Котелкин, 1989]. Если нет, то издержки заимствования, пересчитанные в единую валюту, будут различаться по валютам. Тогда фирма должна взвешивать и выбирать ожидаемые издержки заимствования и валютные риски, связанные с каждым из методов финансирования.

В России этот фактор, безусловно, является значимым. Так, по оценке журнала «Эксперт», «в течение последних двух лет значение процентной ставки по кредитам в валюте было практически эквивалентно процентной

---

<sup>10</sup> Летом 1999 г. один из «патриархов» Минфина России буквально процитировала формулировку этого фактора: «Тем, у кого валютные активы сопоставимы по объемам с валютными пассивами, занимать на внешнем рынке хорошо и выгодно. Тем же, у кого выручка рублевая, занимать чрезвычайно рискованно» [Златки, 1999].

ставке по кредитам в рублях с учетом роста курса» [Лепетиков, 2002, с. 92]. Однако высказывалось и противоположное мнение. По мнению обозревателя «Ведомостей», проанализировавшего разновременные процентные ставки по различным валютам и обменно-курсовые прогнозы, российским фирмам в начале 2003 г. *короткие* ресурсы выгодно занимать в долларах, а *длинные* (свыше 1 года) — в рублях. Кредиты в евро были невыгодны, так как проценты по ним превышали проценты по долларovým кредитам, а обменный курс евро, как ожидалось, скорее будет расти [Ведомости, 11 февраля 2003, с. Б5].

В-третьих, оценка издержек и риска при выборе валют для финансирования зависит от степени *неприяття фирмой риска* — чем более антипатична фирма (ее менеджмент) к риску, тем больше должен быть разрыв в ожидаемых издержках финансирования в отечественной и иностранной валюте. Так, «Деловой Петербург» сообщал, что в 1997 г. клиенты банка «Петровский» начали предпочитать кредиты в рублях по программе ЕБРР «Кредиты для малого бизнеса». Ранее (с 1995 г.) эти кредиты выдавались только в валюте [Киселев, 1997]. Однако после начала финансового кризиса на развивающихся рынках осенью 1997 г. (примерно за 3 квартала до дефолта в России) ряд грамотных и осторожных отечественных менеджеров, очевидно, стал более антипатичен к принятию дополнительных валютных рисков, предпочитая финансирование в национальной валюте. Это оказалось верной стратегией, так как многочисленные компании пострадали в период дефолта 1998 г. именно из-за наличия обязательств в валюте. Так, Совет директоров компании «ЛОМО» объяснял балансовый убыток в 1998 г. (56 млн руб.) увеличением стоимости валютных кредитов после августовского кризиса. Генеральный директор РАО «Высокоскоростные магистрали» объяснял свою убыточную деятельность в 1998 г. главным образом «ростом курса доллара по задолженности в валюте» (отрицательные курсовые разнице составили 580 млн руб.) [Деловой Петербург, 31 марта 1999; 30 июня 1999].

В-четвертых, при доступности форвардных контрактов валютный риск не является определяющим фактором в стратегии заимствования фирмы. Ключевая проблема здесь — будет ли *разница в процентных ставках равна форвардной премии (дисконту)*. Если так, то валютная деноминация долга безразлична. Если нет, то *безрисковые издержки* заимствования на покрытом базисе будут детерминировать выбор валюты займа [Eaker, Lenowitz, 1978].

В-пятых, валютная деноминация заимствований важна в случае *налоговой асимметрии* относительно доходов и убытков по валютным форвардным контрактам и по возврату долга. Так, доходы от форвардных контрактов облагаются по регулярной подоходной ставке или по ставке налога на

капитальные доходы, а убытки по форвардным контрактам может не быть позволено вычитать из налогооблагаемой базы. Поэтому издержки заимствования различных инструментов (для сравнения) исчисляются на *посленалоговом покрытом базисе*.

В-шестых, покрытые посленалоговые издержки финансирования могут стать различными для разных валют из-за *политического риска* (валютного контроля, экспроприации активов). Так, мультинациональные компании, чтобы иметь меньше активов под риском, часто максимизируют «дорогие» *локальные заимствования* своих подразделений, если существует опасность экспроприации, валютного контроля.

Рассмотрим подробнее сравнительные издержки финансирования в различных валютах.

**Эффективные издержки финансирования в различных валютах.** Издержки финансирования состоят из процентных и комиссионных платежей. Количественно преобладают процентные издержки.<sup>11</sup> Ставка процента бывает номинальной (котируемой, фактической), реальной (скорректированной на инфляцию), *эффективной* («действительной», т. е. пересчитанной на единую базу с другими альтернативами финансирования). Обратимся к принципам определения эффективных издержек валютного финансирования — *еi<sup>f</sup>* (effective interest cost). Начнем с гипотетического примера. Допустим, петербургской фирме требуется для платежа по импорту  $F_0^f$  100 тыс. долл. США в год. Для этого существует несколько альтернатив финансирования — получить кредит в долларах или взять рублевый кредит, конвертировать его в доллары и уплатить за импорт. Вместо банковского кредита фирма может выпустить коммерческие векселя в иностранной валюте или евроноты. Однако это сложнее технически (с учетом российского валютного законодательства) и, как правило, нецелесообразно дорого (для рассматриваемой малой суммы). Кроме того, фирма могла бы использовать собственные средства (накопленную прибыль, часть уставного капитала). Однако последние (как долгосрочные инструменты) выглядят более «дорогими» для фирмы, так как требуют более высокой доходности по тем проектам, которые они финансируют. Поэтому будем выбирать альтернативы среди банковских кредитов. Предположим,

---

<sup>11</sup> Иллюстрации этого можно обнаружить в российской финансовой прессе. Так, в России «для промышленных предприятий процентная ставка является, пожалуй, основным фактором, определяющим доступность кредитов» [Эксперт, 9 декабря 2002, с. 92]. Кроме того, ставки по синдицированным кредитам в долларах, привлекаемых российскими резидентами (фирмами, банками, властями) на Западе, варьируются от 5 до 7% годовых, тогда как комиссионные платежи в пользу банков-организаторов составляет не более 1% суммы кредита [Эксперт, 18 ноября 2002, с. 48].

ставки по долларовым кредитам  $i^f$  в банках составляют 20%, по рублевым кредитам  $i^h$  — 50%.<sup>12</sup> Чтобы определить, в какой валюте выгоднее осуществлять финансирование, пересчитаем процентные ставки в одну валюту (в данном случае в рубли, поскольку заемщик является резидентом России).<sup>13</sup> Текущую котировку доллара в России  $S_0$  возьмем равной 25 руб./долл. США, а курс, прямо ожидаемый фирмой через 1 год,  $S_1^a$  — 30 руб./долл.<sup>14</sup> Тогда основной долг по долларовому кредиту в рублевом эквиваленте  $F_0^{fh}$  составит 2,5 млн руб. В конце года фирма возвратит банку 120 тыс. долл. США (основной долг и проценты), что в рублевом исчислении, как ожидается, даст величину  $F_1^{fh(a)}$ , равную 3,6 млн руб. Тогда рублевые издержки долларового финансирования (или ожидаемая эффективная ставка валютного финансирования —  $ei^f$ ) составят 44%:

$$ei^f = \frac{F_1^{fh(a)} - F_0^{fh}}{F_0^{fh}} = \frac{R3,6m - R2,5m}{R2,5m} = \frac{R1,1m}{R2,5m} = 0,44, \text{ или } 44\%.$$

В таком случае решением может быть долларовый кредит, поскольку он обещает стать более «дешевым», чем рублевый, на 6 процентных пунктов.

В общем случае ожидаемая эффективная ставка по валютному займу определяется следующим образом:

$$ei^f = \frac{F_1^{fh}}{F_0^{fh}} - 1 = \frac{F_0^f (1 + i_f) S_1^a}{F_0^f S_0} - 1 = \frac{S_1^a}{S_0} (1 + i_f) - 1.$$

<sup>12</sup> В 1998 г. процентные ставки в банке «Петровский» по рублевым кредитам Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР) составляли 65–70%, а по долларам около 20% [«Деловой Петербург», 23 октября 1998]. Средние ставки по кредитам в петербургских банках составляли 42% (руб.) и 13% (долл.) в 1998 г., 40% (руб.) и 11% (долл.) в 1999 г. [Финансовые рынки..., 2000, с. 31].

<sup>13</sup> В странах с развивающимся рынком и неконвертируемой валютной базой для действительной оценки финансовых решений и перформанса (деятельности) компании на практике является стабильная иностранная валюта (например, доллар США в большинстве стран Латинской Америки, Юго-Восточной Азии, Восточной Европы). Обесценивающиеся и внушающие мало доверия национальные валюты в таких странах используются компаниями главным образом (и по необходимости) для составления официальной финансовой отчетности. Однако для целей нашего анализа мы используем традиционные («канонические») подходы, пересчитывая инвалютные потоки в отечественную валюту.

<sup>14</sup> Котелкин В. И., Котелкин С. В. Прогнозирование динамики валютных курсов: базовые подходы // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 5. Экономика, 1994. № 2. Официальные курсовые ожидания Российского Правительства, включавшиеся как контрольные цифры при разработке федеральных бюджетов, летом 1999 г. (при

Выразим  $S_1^a/S_0$  (коэффициент роста курса инвалюты) через так называемый спот-дифференциал ( $e^a$ ), или темп прироста обменного курса (равный разнице между ожидаемым будущим и текущим курсами, отнесенной к последнему):

$$e^a = \frac{S_1^a - S_0}{S_0} = \frac{S_1^a}{S_0} - 1 \Rightarrow \frac{S_1^a}{S_0} = 1 + e^a.$$

В результате выражение для эффективной ставки по валютному займу примет вид:

$$ei^f = (1 + i^f)(1 + e^a) - 1.$$

Приблизненно эффективные издержки равны номинальной валютной ставке процента плюс ожидаемый прирост курса инвалюты (в процентах):

$$ei^f \approx i^f + e^a.$$

Если эффективная валютная ставка меньше отечественной ставки, финансироваться выгоднее в инвалюте. Наоборот, если эффективная валютная ставка больше отечественной ставки, финансироваться выгоднее в национальной валюте:

$$ei^f < i^h \Rightarrow F^f \text{ или } ei^f > i^h \Rightarrow F^h.$$

При равенстве  $ei^f$  и  $i^h$  валюта займа безразлична. Ожидаемый обменный курс, соответствующий такому соотношению ставок процента, называют переломным курсом (BER, Break even rate) или курсом безразличия:

$$S_1^{BER} = S_0 \frac{1 + i^h}{1 + i^f}.$$

В нашем примере этот курс равен 31,25 руб./долл. В рассматриваемой ситуации эффективная ставка по долларовым кредитам (в рублевом выражении) действительно составит 50%:

$$ei_f^{a(BER)} = \frac{31,25}{25} (1 + 0,20) - 1 = 1,25 \cdot 1,20 - 1 = 0,50, \text{ или } = 50\%.$$

---

фактическом текущем уровне в 25 руб./долл.) составляли 32 руб./долл. в среднем на 2000 г., в августе 2000 г. (при факте в 27,7) — 30 руб./долл. на 2001 г., в августе 2001 г. (29,3) — 31,5 руб./долл. на 2002 г. При этом реализации составили около 28, 29 и 31,5 руб./долл. соответственно. Т. е. правительство отталкивалось от осторожного (пессимистического) прогноза, вероятно, в надежде на лучший (оптимистичный) исход, что и происходило на практике.

Отсюда заимствовать инвалюту целесообразно, если будущий курс ожидается ниже «переломного» (31,25 руб./долл.), а отечественную — если выше, т. е.:

$$S_1^a < S^{BER} \Rightarrow F^f \text{ или } S_1^a > S^{BER} \Rightarrow F^h.$$

Например, при ожидаемом курсе в 32 руб./долл. эффективная ставка по долларовым кредитам равна 54%, что делает целесообразным рублевое финансирование:

$$ei = \frac{S_1^a}{S_0} (1 + i_f) - 1 = \frac{32}{25} \cdot 1,20 - 1 = 0,536, \text{ или } = 53,6\%.$$

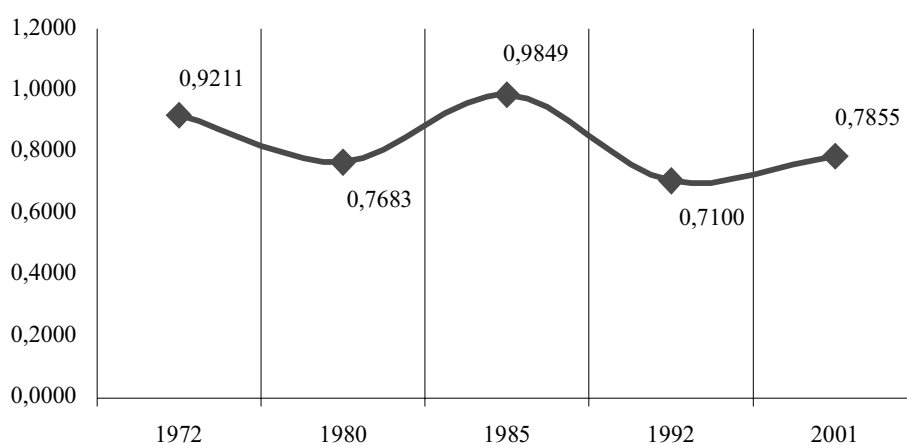
Обязательство в инвалюте формирует «короткую» позицию (в технических терминах), подверженную риску повышения курса инвалюты, что может увеличить потребность в отечественной валюте для возврата займа. Вышеописанный тип заимствования известен как «непокрытый» («непроходжируемый»), поскольку валютная позиция, созданная получением кредита, оставалась незакрытой (подверженной риску) до момента возврата долга. Так, в 2002 г. курс евро возрос на 20% с 0,9 долл./евро (02.01.02) до 1,075 долл./евро (17.02.03). Дорожающий евро увеличил стоимость обслуживания российского внешнего долга, поскольку 40% его денонмировано в евро, а 80% российских внешнеторговых контрактов (обуславливающих преобладающую часть валютных поступлений) заключено в долларах. По расчетам Минэкономразвития, повышение курса евро к доллару на 1 цент увеличивает долговые выплаты на 100 млн долл. США [Эксперт, 13 января 2003, с. 4; Ведомости, 17.02.2003, с. Б4; Эксперт, 3 февраля 2003, с. 49].

В общем случае, если у фирмы отсутствуют активы (или поступления) в иностранных валютах, то она будет стремиться заимствовать «слабые» валюты (чей обменный курс прогнозируется к понижению) с *низкими ставками процента*. Так, доллар сейчас демонстрирует низкие ставки процента по кредитам и ожидается снижения курса, хотя выглядит одной из наиболее выгодных валют для заимствований. Например, 14 февраля 2003 г. одномесячная ставка LIBOR по долларам составляла 1,34% годовых, а по евро — 2,798%. Тогда если европейская фирма верит прогнозам понижения курса доллара против евро (например, с 1,09 до 1,12 долл./евро), то ей целесообразно заимствовать на 1 месяц доллары и конвертировать их в евро для использования. Если курс евро действительно увеличится, то евро-эквивалент возврата займа в долларах будет меньше суммы займа в евро. Аналогичная ситуация складывается при выборе валюты займа между долларами и рублями. Так, московский банк «Петрокоммерц» в конце 2002 г. кредитовал *малый и средний бизнес* по ставке от 16% в валюте и от 24% в руб.



[Ведомости, 14 февраля 2003, с. Б4; Эксперт, 16 декабря 2002, с. 53]. В этот период не ожидалось удорожания доллара против рубля, скорее наоборот (ЦБР поддерживал курс доллара в январе — феврале 2003 г. на уровне от 31,55 до 31,87 руб./долл.). В такой ситуации (если доверять прогнозу сильного рубля) выгоднее брать валютные кредиты.

**Издержки непокрытого финансирования в ведущих валютах.** Рассмотрим компоненты непокрытых издержек — процентные и валютные. Так, «мультивалютный» курс доллара против *SDR*<sup>15</sup> менялся волнообразно в течение 1972–2001 г.: падал с уровня 0,92 в 1972 г. до 0,77 *SDR/долл.* в 1980 г., затем возрастал до 0,98 в 1985 г., вновь падал до 0,71 к 1992 г. и возрастал до 0,79 к 2001 г. (рис. 3).



Источник: International Financial Statistics, Yearbook. Washington, 2001.

Рис. 3. Курс доллар — *SDR*, среднегодовой уровень, 1972–2001 гг.

Логично предположить, что издержки заимствования в различных валютах (на различных волнах обменного курса) могли быть разными.

Возможно, в настоящее время курс доллара вступает в очередную понижательную волну. Так, в начале 2002 г. авторитетнейший прогностификатор

<sup>15</sup> Жиров В. И., Котелкин С. В. Внешнеэкономические контракты фирм: валютные доходы и циклы валютных курсов // Вестн. С.-Петербург. ун-та. Сер. 5. Экономика. 1992. №3. *SDR* (Special drawing rights, специальные права заимствования) — это «искусственная» денежная единица МВФ, используемая в расчетах между официальными финансовыми институтами (МВФ, центральными банками, министерствами финансов). Стоимость *SDR* формируется «корзиной» валют, в которую входили 16 ведущих валют (в 1974–1980 гг.), 5 валют (в 1981–1998 гг.). С 1 января 2001 г. в корзине *SDR* вес доллара составляет 45%, евро — 29%, иены — 15%, фунта стерлингов — 11%. [Официальный сайт МВФ — <http://www.imf/org>].

Д. Сорос заявил, что доллар переоценен на 40%. Затем аналогичная оценка появилась в британском журнале Economist. Наоборот, евро усиливался в течение последнего года. Стартовав в 1999 г. с уровня 1,17 долл./евро, он подешевел к концу 2000 г. до 0,86, потеряв 1/4 стоимости к доллару. Обесценивание евро против иены составило 20%, британского фунта — 10%, швейцарского франка — лишь 5%. Далее курс евро возрастал с середины 2002 г. и в феврале 2003 г. достиг 1,075 долл./евро, увеличившись за год на 25% [Эксперт, 20 января 2003, с. 32; 3 февраля 2003, с. 50].

Ставки по кредитам в валютах, входящих в корзину SDR, были также весьма колеблемы и устойчиво различались по уровням (рис. 4). В период 1972–2001 гг. ставки по кредитам в иенах варьировались в диапазоне 2–9%, в марках — 7–15%, в фунтах стерлингов — 6–16%, в долларах — 5–19%.<sup>16</sup> Средний уровень базовой ставки по кредитам составил 6% в Японии, 7% — в ФРГ, 10% — в Англии, США.

Комбинация высокой *волатильности* (Volatility, колеблемость) номинальных процентов по кредитам и курсов ведущих валют<sup>17</sup> обусловила большую разницу между эффективными издержками займов в этих валютах (табл. 4). Так, на понижательной волне доллара в 1973–1979 гг. кредиты в нем по выгодности уступали лишь британскому фунту. Номинальная ставка по фунтовым кредитам (9,7%) была выше ставки по долларам (8,9%), однако эффективная ставка по кредитам в фунтах (7,6%) была ниже почти на 2% (за счет обесценения английской валюты против доллара на 1,9%). Наиболее «дорогими» в тот период были займы в марках, номинальная ставка по которым ( $i^{DM}$ ) почти на 1% была ниже, чем по долларам. Однако эффективная ставка по немецкой валюте, пересчитанная в доллары  $ei^{DM(s)}$ , равнялась 21,6%, превысив более чем в 2 раза ставку в США за счет роста курса марки против доллара ( $e^{S/DM}$ ) на 12,6%, что видно из следующих вычислений:

$$ei^{DM(s)} = (1+i^{DM})(1+e^{S/DM}) - 1 = (1+0,0798)(1+0,1261) - 1 = 0,2159, \text{ или } 21,59\%,$$

где процентная ставка и прирост обменного курса взяты как десятичные дроби.

<sup>16</sup> Базовая (наименьшая) ставка по кредитам в США называется «прайм рейт» (Prime rate). Крупнейшие банки начисляют ее по краткосрочным кредитам для своих наиболее кредитоспособных («первоклассных») бизнес-клиентов. В терминах Standard and Poor's к первоклассным относят клиентов с наивысшими кредитными рейтингами — AAA, AA. Кредиты другим клиентам (с меньшими рейтингами) предоставляются по более высокой ставке по формуле «прайм рейт плюс маржа (надбавка)».

<sup>17</sup> По данным Банка международных расчетов, в 2001 г. краткосрочная изменчивость курса евро к доллару была в 3 раза (!) больше, чем аналогичный показатель для немецкой марки в 1998 г. [Котировки курса, 2001].

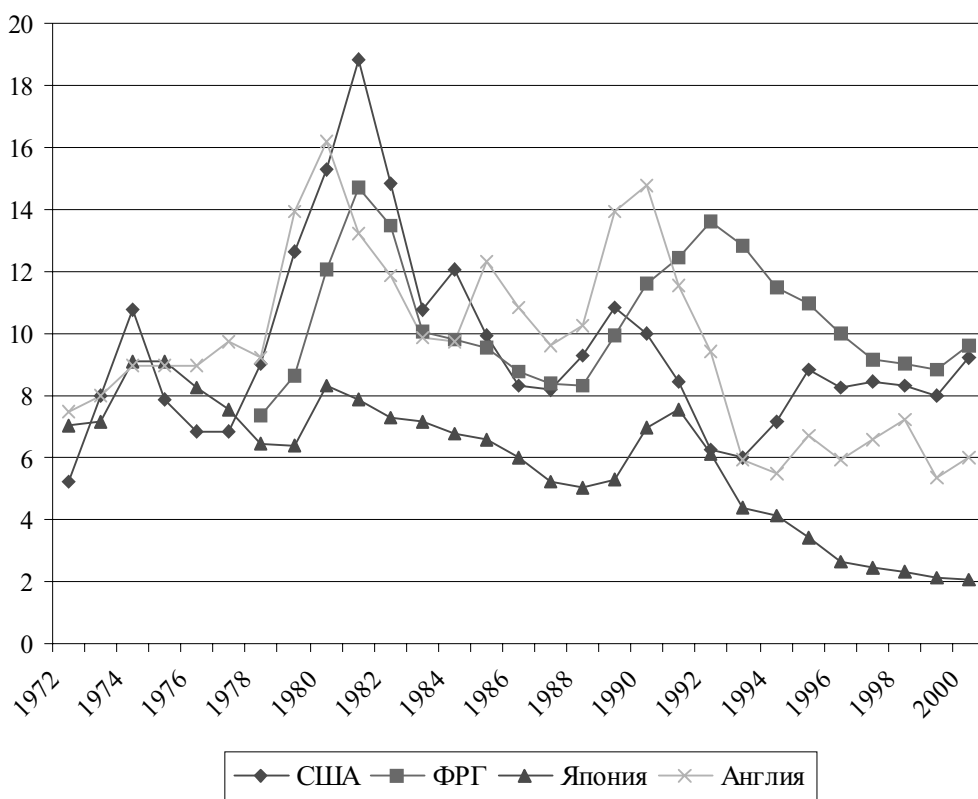


Рис. 4. Базовые ставки по кредитам в развитых странах, 1972–2001 гг. (% годовых)

На волне усиления доллара в 1980–1985 гг. заимствования в американской валюте резко потеряли привлекательность. Так, номинальные ставки по доллару (13,6%) были лишь немного выше ставок по марке (11,6%), франку (12,7%), фунту (12,2%), однако эффективные ставки по этим валютам были значительно ниже — 3,4; -0,1; 3,8% в силу падения курсов этих валют против доллара — на 7,4; 11,4; 7,5% соответственно. Наиболее выгодными (среди валют из «корзины» SDR) в этот период были кредиты во французских франках.

Далее, в 1986–1991 гг., когда курс американской валюты понижался (например, против SDR на 28%), долларовое финансирование стало вновь (как и в 1970-е гг.) целесообразным. Так, эффективные издержки по кредитам в марках, французских франках, иенах, фунтах (пересчитанные на долларовую базу) были значительно более высокими, чем ставки процента по американским первоклассным кредитам (9,2%), — на 12,7; 10,5; 8,6; 8,9% в силу повышения курсов этих валют против доллара — на 11; 9; 11,1; 5,6% соответственно.

Таблица 4

**Номинальные эффективные ставки процента по кредитам  
на развитых рынках, 1973–2000 гг., % годовых**

Страна	Позиция	1973– 1979	1980– 1985	1986– 1991	1992– 1998	1999	2000
США	Номинальная	8,87	13,63	9,20	7,61	7,99	9,23
Германия	Номинальная	7,98	11,61	9,90	11,00	8,81	9,63
	Изменение курса, долл./марка	12,61	-7,36	10,98	-0,50	—	—
	Эффективная ставка	21,59	3,39	21,97	10,43	—	—
Франция	Номинальная	9,72	12,66	9,95	7,80	6,36	6,70
	Изменение курса, долл./фр. франк	2,86	-11,36	8,82	-0,36	—	—
	Эффективная ставка	12,86	-0,14	19,65	7,40	—	—
Япония	Номинальная	7,72	7,33	6,00	3,60	2,16	2,07
	Изменение курса, долл./иена	5,30	-1,26	11,10	0,94	14,92	5,69
	Эффективная ставка	13,42	5,98	17,77	4,62	17,40	7,88
Англия	Номинальная	9,70	12,20	11,83	6,75	5,33	5,98
	Изменение курса, долл./ф.ст.	-1,88	-7,52	5,60	-0,70	-2,31	-6,31
	Эффективная ставка	7,64	3,76	18,09	5,96	2,90	-0,71
	Валюта с наименьшей эффективной ставкой	Фунт стер- лингов	Франк	Доллар	Иена	Фунт стер- лингов	Фунт стер- лингов

Расчитано по: International Financial Statistics, Yearbook. Washington, 2001.

В 1990-е гг. (когда курс доллара против SDR возрос лишь на 11%) заимствования в американской валюте (по ставке 7,61%) были привлекательнее (по критерию эффективных издержек) по сравнению с кредитами в марках (10,4%), находились приблизительно на одинаковом уровне с кредитами во французских франках (7,4%), но были существенно дороже заимствований в иенах (4,6%) и фунтах стерлингов (6%). В 1999–2000 гг. наиболее выгодными (среди пяти валют из «корзины» SDR) были фонды в фунтах стерлингов. Для наглядности соотношения эффективных ставок процента по ведущим валютам представлены диаграммой на рис. 5.

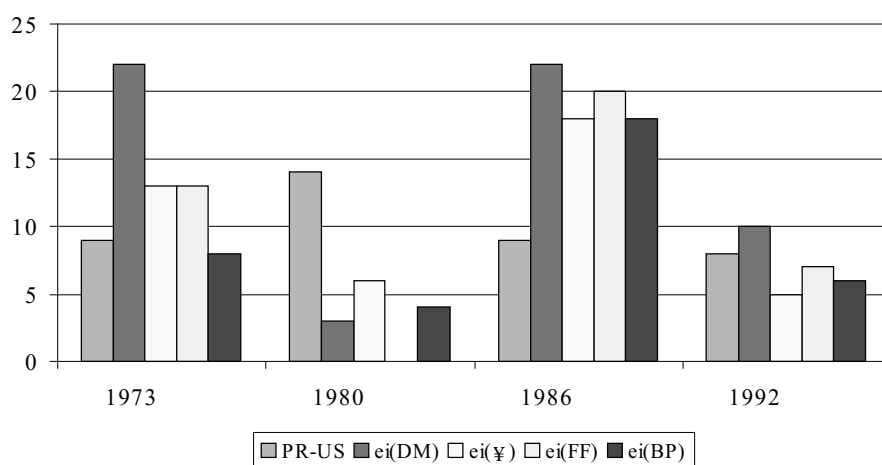


Рис. 5. Эффективные ставки ( $e_i$ ) по кредитам в США (PR-US), Германии (DM), Японии (¥), Англии (BP), 1973–1998 гг.

**Издержки покрытого финансирования в ведущих валютах.** На сравнительные издержки и риск различных источников международного краткосрочного финансирования (кроме процентной ставки, ожидаемого изменения обменного курса) также существенно воздействует наличие (или отсутствие) рынка форвардных контрактов по валюте займа. Валютное финансирование означает в технических терминах открытие «короткой валютной позиции», которая подвержена риску повышения курса валюты займа. Его могут покрыть покупкой соответствующей иностранной валюты на нужный срок (например, 1, 3, 6, 12 месяцев) в виде срочных (форвардных, фьючерсных, опционных) контрактов для будущих платежей по погашению займа и выплаты процентов. Технически покупка валюты на срок означает открытие «длинной валютной позиции», которая, наоборот, подвержена риску снижения курса купленной валюты. В этом случае риск финансирования в иностранной валюте нейтрализуется («покрывается», «хеджируется») риском срочной покупки соответствующей валюты. Такое

финансирование называют покрытым валютным финансированием (CFE, Covered foreign financing). Выражение для эффективной ставки процента  $ei_{CFE}$  для этого типа займов примет следующий вид<sup>18</sup>:

$$ei_{CFE} = (1 + i^f)(1 + f) - 1,$$

где  $f$  — форвардная премия (дисконт) по валюте (десятичные дроби).

Приблизительно  $ei_{CFE}$  равно сумме номинальной процентной ставки и форвардного дифференциала (премии, дисконта) по иностранной валюте (в процентах годовых):

$$ei_{CFE} \approx i^f + f.$$

Форвардные премии (дисконты) по трехмесячным курсам ведущих валют против доллара США сравнительно с соответствующими спот-обменными курсами (в процентах годовых) за 1978–2000 гг. представлены на рис. 6. При этом более сильные валюты (немецкая марка, швейцарский франк), чьи курсы против доллара часто расценивались как «претенденты» на повышение, обычно котировались с форвардной премией (надбавкой), а менее сильная валюта (в данном случае фунт стерлингов) — с дисконтом (скидкой). Иена была ближе скорее к первой группе валют.

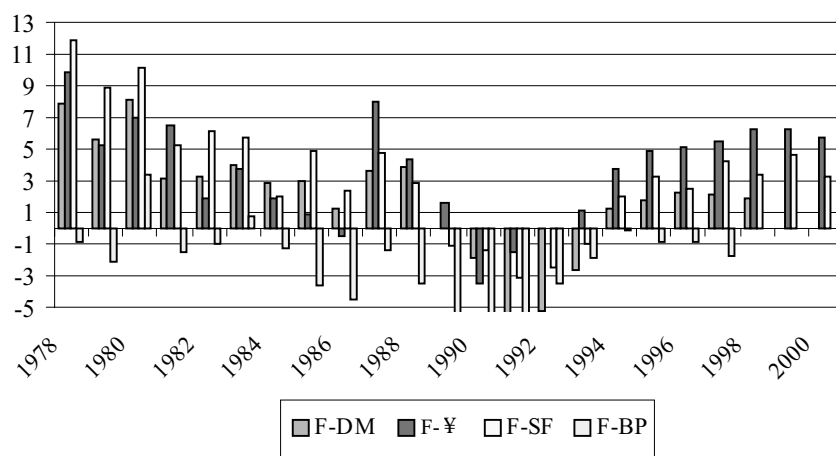


Рис. 6. Форвардные премии (дисконты) по немецкой марке (DM), японской иене (¥), швейцарскому франку (SF), британскому фунту (BP), 1978–2001 гг., (%)

<sup>18</sup> Как видим, в отличие от формулы для эффективной ставки процента по непокрытому валютному финансированию, здесь появился форвардный «дифференциал» (дисконт или премия)  $f$  вместо спот-дифференциала  $e^a$  (ожидаемого прироста обменного курса в процентах).

Международные ставки процента в первую очередь представлены ставками LIBOR по межбанковским кредитам в долларах, французских и швейцарских франках, немецких марках, японских иенах на лондонском рынке «евровалют», а также парижскими ставками PIBOR (Paris inter-bank offered rate) на кредиты в фунтах стерлингов. Ставки LIBOR являются наиболее широко используемыми «бенчмарками» (от *англ.* benchmarks — ориентиры), или референсными (справочными) ставками по краткосрочным операциям. Эти ставки компилируются Британской банковской ассоциацией (БВА, British Banking Association) на базе ставок процента ведущих банков («маркет-мейкеров») по различным валютам и представляются рынку каждый день около 11 часов. В настоящее время LIBOR котируется для евро, доллара США, фунта стерлингов, иены, швейцарского франка, канадского и австралийского доллара на срок — 1 неделя, 1–12 месяцев [LIBOR, 2002].

Евровалюты (eurocurrency) в традиционном представлении — это валюты на депозитах вне стран своего происхождения.<sup>19</sup> Например, евродоллары (евроиены) — это доллары (иены) на банковских счетах в Лондоне или Франкфурте. На американском жаргоне евровалютный рынок называют «офшорным» финансовым рынком (от *англ.* off shore — вдали от берега). Евровалютные (офшорные) кредиты клиентам банки предоставляют с надбавкой (маржой, спредом) в 0,5–3% к ставке LIBOR для заемщиков с рейтингом инвестиционного уровня от всемирно известной консалтинговой компании Standard and Poor's (от AAA до BBB)<sup>20</sup>. Например, в 2000 г. маржа по еврокредитам для AT&T Corp., General Motors, Daimler Chrysler N. America, Exxon Mobil Corp. варьировалась от 0,1 до 0,2% [Top 10 syndicated loans in the US]. Для клиентов с худшими рейтингами («бросовыми», или спекулятивными) маржа выше. Например, в 1998 г. маржа по еврокредиту Ленинградской области была равна 4,5%, «Вымпелкома», «Лукойла» — 4%.

На рис. 7 представлены ставки LIBOR в 1978–2001 гг. по евродолларам (*E\$*), евромаркам (*EM*), евроиенам (*EY*), еврошвейцарским франкам (*ESF*), евробританским фунтам (*EBP*) — т. е. по той же группе валют, что и на рис. 5, иллюстрирующем динамику форвардных дифференциалов.

---

<sup>19</sup> В недавней дилерской практике под «евровалютами» понимали (ошибочно) валюты европейских стран, забывая при этом, что действительно ведущей евровалютой является евродоллар.

<sup>20</sup> Рейтинг AAA получают «первоклассные» заемщики, которым на внутренних («оншорных») рынках (от *англ.* on shore, на берегу) кредиты от банков доступны по базовой ставке процента (типа «прайм рейт» в США).

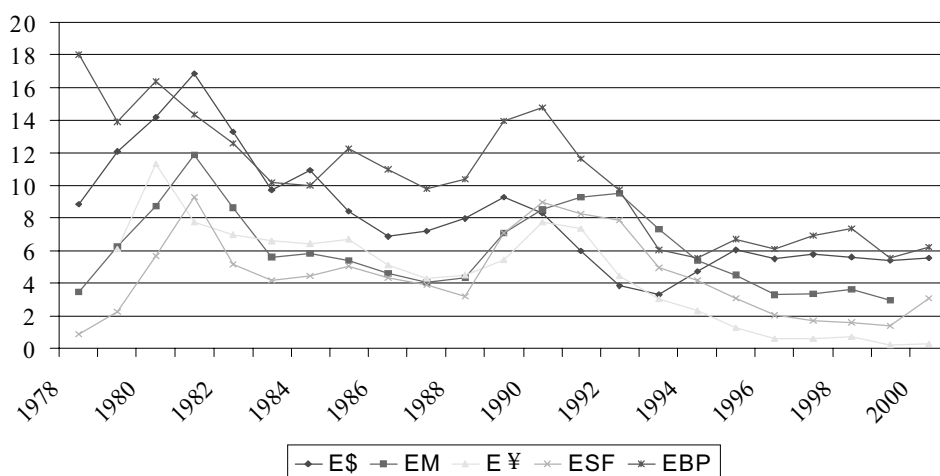


Рис. 7. Ставки процента LIBOR по евродоллару (E\$), евромарке (EM), евроиене (E¥), еврошвейцарскому франку (ESF), евробританскому фунту (EBP), 1978–2001 гг.

В тенденции номинальный LIBOR по более сильным валютам (марка, франк, иена) был устойчиво ниже (в среднем — 6,1; 4,5; 4,6%), чем по фунту, доллару (в среднем — 10,4; 8,1%). Обычно считается (согласно ординарному эффекту Фишера), что более высокая ставка процента по некоторой валюте отражает более высокие инфляционные ожидания для стран происхождения соответствующих валют [напр.: Fisher, 1928; Cumby, Obstfeld, 1981]. Действительно, темпы инфляции в среднесрочной тенденции были выше в Англии и США по сравнению с ФРГ, Швейцарией, Японией. Ясно, что повышенная ставка на евродоллары была обусловлена также устойчиво более высоким спросом на американскую валюту для международных сделок по сравнению со спросом на другие валюты [Strongin, 1990; Troop, 1994].

Эффективные издержки по покрытому финансированию в шести ведущих валютах (на различных курсовых волнах) были весьма дифференцированы (табл. 5). Так, евродолларовое заимствование было наиболее привлекательным в конце 1970-х гг. (в среднем — 11,7%) по сравнению с покрытым финансированием в евромарках (13,9%), евроиенах (16,7%), еврофунтах (16,2%), а также в 1990-е гг. (5; 5,5; 5,7; 5,4; 5,3% соответственно). Кредиты в евроиенах на хеджированном базисе выглядели наиболее целесообразными в период первой повышательной волны курса доллара в 1981–1985 гг. (10%), кредиты в евромарках — во второй половине 1980-х гг. (6,6%).



Таблица 5

**Номинальные и эффективные ставки процента по покрытым кредитам  
в ведущих евровалютах, 1978–2000 гг., % годовых**

Валюты	Ставки LIBOR	1978– 1980	1981– 1985	1986– 1991	1992– 1998	1999	2000
Доллар США	Номинальная ставка	11,71	11,84	7,60	4,97	5,41	5,53
Марка Германия	Номинальная ставка	6,16	7,46	6,32	5,28	2,96	—
	Форвардная премия, долл./марка	7,24	3,25	0,22	0,21	—	—
	Эффективная ставка	13,85	10,96	6,55	5,50	—	—
Иена	Номинальная ставка	8,69	6,88	5,75	1,86	0,22	0,28
	Форвардная премия, долл./иена	7,38	2,96	1,43	3,80	6,25	5,75
	Эффективная ставка	16,71	10,04	7,26	5,73	6,48	6,05
Швейцарский франк	Номинальная ставка	2,92	5,63	5,95	3,64	1,39	3,10
	Форвардная премия, долл./шв. фр.	10,27	4,81	0,72	1,70	4,65	3,30
	Эффективная ставка	13,49	10,71	6,71	5,40	6,10	6,50
Британский фунт стерлингов	Номинальная ставка	16,08	11,87	11,92	6,91	5,54	6,19
	Форвардная премия, долл./ф. ст.	0,09	–1,31	–4,74	–1,51	—	—
	Эффективная ставка	16,18	10,40	6,62	5,30	—	—
	Валюта с наименьшей эффективной ставкой	доллар	иена	марка	доллар	доллар	доллар

Рассчитано по: International Financial Statistics, Yearbook. Washington, 2001.

Соотношения эффективных ставок по хеджированным еврокредитам в ведущих валютах представлены диаграммами на рис. 8.

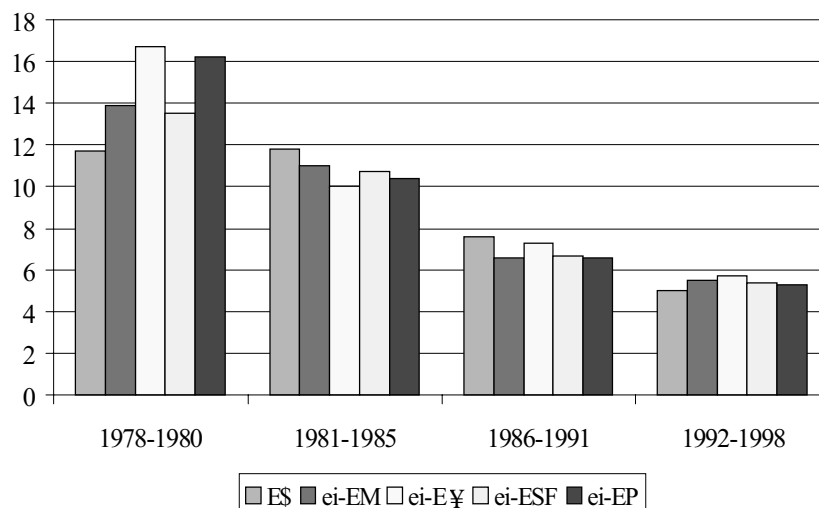


Рис. 8. Эффективные ставки процента (ei) по кредитам в евродолларах (E\$), евро-марках (EM), евроиенах (E₣), еврошвейцарских франках (ESF), евробританских фунтах (EBP), 1978–1998 гг.

#### Издержки валютного финансирования на развивающихся рынках.

Корпоративное финансирование специфично на развивающихся («аварийных») рынках (от *англ.* emerging markets) [Котелкин, Мадорский, Тумарова, 1999; International..., 2001; Emerging..., 2000]. Это связано с их малой ликвидностью (невозможностью мобилизовать крупные займы в локальной валюте), экстраординарными инфляционными ожиданиями, политическими рисками, нестабильностью систем налогообложения, отсутствием соответствующих информационных потоков [Fargo, Jucker, 1973; Madura, Nosari, 1978]. Остановимся на двух других особенностях краткосрочного заимствования на рынках этого типа — высоких номинальных ставках процента и широкой амплитуде колебаний обменных курсов, оказывающих существенное воздействие на уровень эффективных издержек по финансированию в различных валютах. Так, в 1990-е гг. в среднем среди группы ведущих развивающихся рынков (рис. 9) эксклюзивно высокие ставки процентов по кредитам демонстрировала Россия (101%), наименьшим уровнем характеризовался Китай (9%), медианным — Индия (14%).<sup>21</sup>

<sup>21</sup> Кредитная ставка в России (по статистике МВФ) — это средняя взвешенная ставка по кредитам различных региональных банков со сроком погашения до 1 года в национальной валюте, предоставленных юридическим лицам (компаниям и организациям). Ставки взвешиваются в соответствии с величиной кредитов.

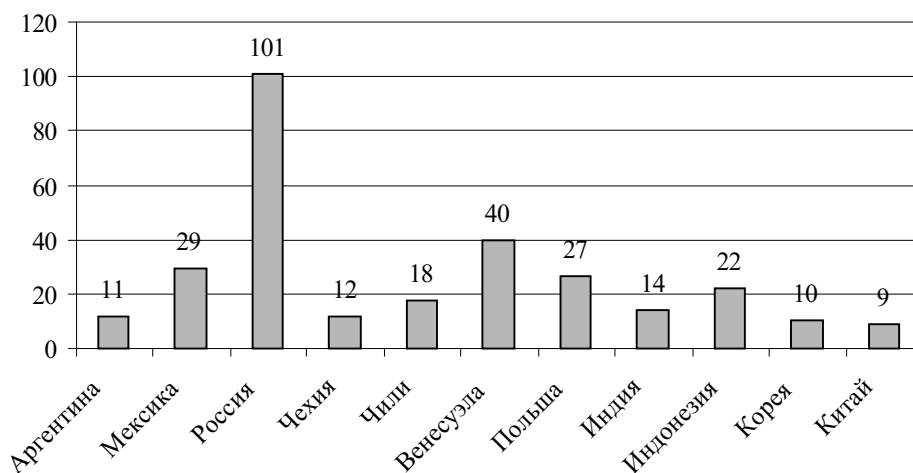


Рис. 9. Номинальные ставки по кредитам на развивающихся рынках, 1993–2000 гг., % годовых

К 2000 г. уровни ставок процента по кредитам на развивающихся рынках выравнивались (табл. 6): максимум — 25% (Венесуэла), минимум — 6% (Китай), медиана — 12% (Индия). Кредитная ставка в России была второй по высоте среди рассматриваемой группы развивающихся рынков (24%).

Таблица 6

**Номинальные ставки процента по кредитам на развивающихся рынках, 1993–2000 гг., %**

Годы	Аргентина	Мексика	Россия	Чехия	Чили	Венесуэла	Польша	Индия	Индонезия	Корея	Китай
1993	—	22,0	—	14,1	24,3	59,9	35,3	16,3	20,6	8,6	11,0
1994	10,1	20,4	—	13,1	20,3	54,7	32,8	14,8	17,8	8,5	11,0
1995	17,9	58,6	320,3	12,8	18,2	39,7	33,5	15,5	18,9	9,0	12,1
1996	10,5	36,9	146,8	12,5	17,4	39,4	26,1	16,0	19,2	8,8	10,1
1997	9,2	24,6	32,0	13,2	15,7	23,7	25,0	13,8	21,8	11,9	8,6
1998	10,6	28,7	41,8	12,8	20,2	46,4	24,5	13,5	32,2	15,3	6,4
1999	11,0	25,9	39,7	8,7	12,6	31,1	17,0	12,5	27,7	9,4	5,9
2000	11,1	18,2	24,4	7,2	14,8	25,2	20,0	12,3	18,5	8,6	5,9
1993–2000	11,5	29,4	100,8	11,8	17,9	40	26,8	14,3	22,1	10	8,9

Рассчитано по: International Financial Statistics, Yearbook. Washington, 2001.

Вторая составляющая эффективных издержек долга — валютная — характеризовалась в рассматриваемых странах повышенной волатильностью обменных курсов, большой величиной спот-дифференциалов (табл. 7). Так, в среднем за 1994–1999 гг. максимальный прирост курса доллара был зафиксирован в Индонезии (1750%), минимальные — в Аргентине (0,01%) и Гонконге (0,05%), медианный — в Таиланде (8%).

Таблица 7

**Прирост курса доллара США на развивающихся рынках**

Страна	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1994–1999
Аргентина	0,0	0,1	-0,01	-0,02	0,0	0,0	0,01
Бразилия	1896,9	43,7	9,5	7,3	7,7	56,3	336,9
Мексика	8,3	90,2	18,4	4,2	15,4	4,7	23,5
Китай	49,6	-3,10	-0,45	-0,29	-0,13	-0,01	7,6
Индия	2,9	3,4	9,3	2,5	13,6	4,4	6,0
Индонезия	10253,1	4,1	4,2	24,2	244,2	-21,6	1751,4
Корея	0,1	-4,0	4,3	18,3	47,3	-15,2	8,5
Гонконг	-0,09	0,1	-0,02	0,1	0,04	0,16	0,05
Сингапур	-5,5	-7,2	-0,5	5,3	12,7	1,3	1,02
Таиланд	-0,7	-0,9	1,7	23,8	31,9	-8,5	7,9
Россия	120,9	108,1	12,3	13,0	67,8	153,7	79,3
Турция	169,5	54,8	77,6	86,6	71,7	60,6	86,8
Чехия	-1,26	-7,8	2,28	16,8	1,84	7,1	3,15

Рассчитано по: International Financial Statistics, Yearbook. Washington, 2001.

Курс рубля против доллара за 1993–1999 гг. упал в 25 раз — с уровня 1 долл./руб. до 0,04 долл./руб. (рис. 10), что свидетельствовало о вероятном сравнительном удешевлении (в тенденции) рублевого финансирования по сравнению с долларовой.

Однако обесценивание рубля происходило неравномерно (табл. 8) — основная часть его пришлась на 1993–1995 гг. и 1998 г. Поэтому тезис о сравнительной «дешевизне» рублевого финансирования в остальные годы нуждается в проверке.

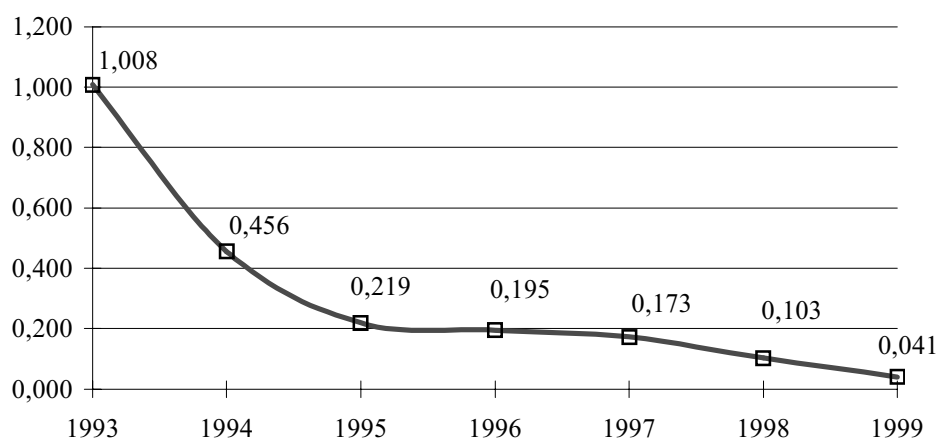


Рис. 10. Среднегодовой курс рубля в долларах, 1993–2000 гг.

Таблица 8

**Сравнительные издержки финансирования в рублях и долларах,  
1994–1999 гг.**

Показатели	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<i>США</i>						
Прайм рейтинг	—	8,8	8,3	8,4	8,4	8,0
<i>Россия</i>						
Кредитная ставка, % годовых	—	320	147	32	42	40
Курс доллара, руб./долл.	2,19	4,56	5,12	5,78	9,71	24,62
Курс рубля, долл./руб.	0,456	0,219	0,195	0,173	0,103	0,041
Прирост курса рубля, % годовых	—	-52	-11	-12	-40	-61
Эффективная ставка по кредитам в рублях, % годовых	—	102	120	17	-16	-45
Выбор валюты для кредита	—	Доллар	Доллар	Доллар	Рубль	Рубль

Рассчитано по: International Financial Statistics, Yearbook. Washington, 2001.

Действительно, в 1995–1996 гг. издержки рублевого финансирования в долларовых терминах (102 и 120%) были в 11 и 15 раз больше американ-

ского «прайм рейт» (8,8 и 8,3%). За 1997 г. эффективные издержки рублевых займов снизились в 6 раз (до 17%), что превысило ставку по долларовым кредитам (8,4%) лишь в 2 раза. В 1998–1999 гг. рублевое финансирование выглядело значительно более предпочтительным (-16 и -45%) по сравнению с получением фондов в долларах (рис. 11).

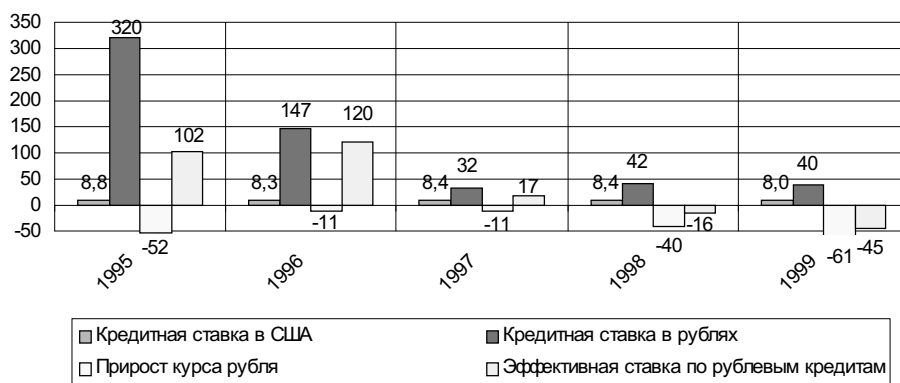


Рис. 11. Сравнительные ставки по кредитам в США и Россия, 1995–1999 гг.

В среднем за 1994–1999 гг. (табл. 9) на четырех развивающихся рынках (Китай, Индия, Индонезия, Южная Корея) из восьми рассматриваемых было более предпочтительным финансирование в местной валюте (эффективные ставки по кредитам — 3,6; 8,0; -20,2; 4,7%), а не в долларах (8,2%). Однако на остальных четырех рынках (Аргентина, Мексика, Россия, Чехия) эффективные издержки заимствования, пересчитанные в долларские термины, были выше (11,5; 10,2; 29,7; 9,3%), чем ставки по долларовым кредитам. Так что на рынках этих стран финансирование в долларах было более целесообразным.

Таблица 9

**Номинальные и эффективные ставки по кредитам на развивающихся рынках и в США, 1994–1999 гг., % годовых**

Показатели	США	Аргентина	Мексика	Китай	Индия	Индонезия	Корея	Россия	Чехия
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Номинальная ставка	8,2	11,6	32,5	9,0	14,3	22,9	10,5	96,8	12,2
Прирост курса валюты	0,0	0,0	-15,4	-4,8	-5,5	-35,1	-5,0	-38,6	-2,6

Окончание таблицы 9

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Эффективная ставка	8,2	11,5	10,2	3,6	8,0	-20,2	4,7	29,7	9,3
Выбор валюты для кредита	—	Доллар	Доллар	Юань	Рупия	Рупия	Вона	Доллар	Доллар

Рассчитано по: International Financial Statistics, Yearbook. Washington, 2001.

Сравнительные издержки финансирования в вышеназванных странах представлены диаграммой на рис. 12.

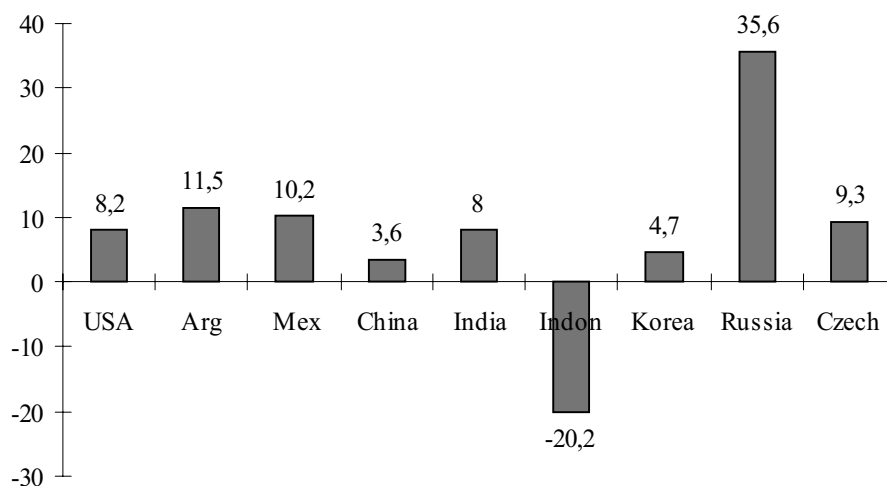


Рис. 12. Среднегодовые издержки финансирования на развивающихся рынках относительно США, 1994–1999 гг.

#### ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В статье дан обзор различных альтернативных вариантов краткосрочного финансирования, имеющих в распоряжении фирмы. Такие факторы, как относительные процентные ставки, ожидаемые изменения обменных курсов, наличие форвардных контрактов, политический риск, воздействуют на выбор фирмы по краткосрочному финансированию. Если форвардные контракты доступны, то значимой целью является минимизация покрытых посленалоговых процентных издержек. В отсутствие форвардных контрактов фирмы могут пытаться минимизировать ожидаемые издержки или осу-

пествить взвешивание между снижающимися ожидаемыми издержками и снижением риска. Последняя цель включает в себя покрытие операционных поступлений в некоторой валюте через финансирование в той же самой валюте. В статье также приведены формулы для исчисления эффективных издержек по займам, деноминированным в отечественной или иностранной валюте. Эти формулы использованы для калькулирования фактических эффективных издержек финансирования в различных валютах на развитых и развивающихся рынках на покрытой и непокрытой основах.

### Литература

- Ведомости*. 2003. 20 февраля; 2003, 11 февраля; 2003, 19 февраля; 2003, 17 февраля; 2003, 14 февраля.
- Деловой Петербург*. 1998, 23 октября; 1999, 31 марта; 1999, 30 июня.
- Жемчугов А. Синдицированное кредитование как инструмент мобилизации кредитных ресурсов // Рынок ценных бумаг. 2000. № 20. С. 76–80.
- Жиров В. И., Котелкин С. В. Внешнеэкономические контракты фирм: валютные доходы и циклы валютных курсов // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 5. Экономика. 1992. № 3. С. 128–129.
- Златкис Б. Время рублевых кредитов. Эксперт. 1999. 7 июня. С. 8.
- Киселев К. «Петровский» склоняется к рублям. Деловой Петербург. 1997. 24 октября.
- Кириян П., Четвериков В. Рынок межбанковских кредитов. Эксперт. 2002. 18 ноября.
- Котелкин С. В. Валютные курсы и ставки процента // Долги и кредиты в современной капиталистической экономике. Ред. И. К. Ключников, Ю. В. Пашкус, Н. В. Расков. Л., 1989.
- Котелкин В. И., Котелкин С. В. Прогнозирование динамики валютных курсов: базовые подходы // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 5. Экономика, 1994. № 2. С. 30–32.
- Котелкин С. В., Мадорский Е. Л., Тумарова Т. Г. Привлечение ресурсов в кризисной финансовой среде // Известия СПбГУЭФ. 1999. № 3. С. 32–45.
- Котировки курса // Банк международных расчетов. 2001. Электронный ресурс: <http://www.bis.org>
- Лепетиков Д. Когда кредиторы хотят, а заемщики могут. Эксперт, 9 декабря 2002. Ведомости. 2003. 11 февраля. С. Б5.
- Матовников М. Синдицированное кредитование в России // Электронный ресурс: <http://www.e-finansist.ru>
- Петербургский финансовый вестник*. № 14–15, 1996. 14 ноября. С. 12.
- Финансовые рынки Санкт-Петербурга*. Ассоциация коммерческих банков. СПб., 1997. Вып. 2.
- Финансовые рынки Санкт-Петербурга*. СПб., 1998. Вып. 3.
- Финансовые рынки Санкт-Петербурга*. СПб., 2000. Вып. 4.
- Финансовые рынки Санкт-Петербурга*. СПб., 2002. Вып. 4.
- Шакланова Н. ПСБ получил первые западные деньги после кризиса // Коммерсант. 2002. 17 мая.



- Эксперт*. 2002, 28 октября; 2002, 9 декабря; 2002, 16 декабря; 2002, 23 декабря; 2003, 13 января; 2003, 20 января; 2003, 3 февраля; 2003, 10 февраля.
- Annual Report 2000*. Daimler Chrysler. Stuttgart, 2001.
- Cumby R., Obstfeld M.* A Note on Exchange Rate Expectations and Nominal Interest Differentials: A Test of the Fisher Hypothesis // *Journal of Finance*. 1981. Vol. 36 (3).
- Eaker M., Lenowitz J.* Practical approach to corporate borrowing and exchange rate risk // *Euro money*, 1978. October.
- Eaker M., Lenowitz J.* Optimal Foreign Borrowing Strategies with Operations in Forward Exchange Markets // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1978. June.
- Eaker M., Lenowitz J.* Multinational Borrowing Decisions and the Empirical Exchange Rate Evidence. *Management International Review*. 1986. №1.
- Elder A.* Rubles to Dollars. Making Money on Russia's Exploding Financial Frontier. New York, 1999.
- Emerging Market Financing*. Quarterly Report. Washington, 2000. N 3.
- Fargo C., Jucker J.* The Impact of Inflation and Devaluation on the Selection of an International Borrowing Source // *Journal of International Business Studies*, Fall. 1973.
- Fisher I.* The Theory of Interest. New York, 1928.
- International Capital Markets*. Chapter 3. Emerging market financing. Washington, 2001.
- LIBOR* // British Banking Association. 2003. Электронный ресурс: <http://www.bba.com>
- Madura J.* Borrowing Abroad: How to Choose Best Mix of Foreign Currencies // *Journal of Business Forecasting*. 1982–1983. Winter.
- Madura J., Nosari E.* The Use of Multicurrency Financing by the Financial Manager // *Financial Management*, 1978. Winter.
- Madura J., Nosari E.* The Impact of Inflation and Devaluation on the Selection of an International Borrowing Source. *Journal of International Business Studies* Spring. 1978. Summer.
- Strongin S.* International Credit Market Connections // *Economic Perspectives*. 1990. July/ August.
- Troop A.* International Financial Market Integration and Linkages of National Interest Rates // *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*. N 3. 1994.

Статья рекомендована к печати проф. Н. В. Расковым, доц. Ю. Б. Ильиной.  
Статья поступила в редакцию 19 марта 2003 г.