

# 24

## Международный финансовый менеджмент

### Содержание

- **Вводная информация**
  - Планирование долгосрочных инвестиций: международный аспект
  - Факторы риска
  - Налогообложение
  - Политический риск
- **Типы валютных рисков**
  - Риск пересчета
  - Риск по сделкам
  - Экономический риск
- **Управление валютным риском**
  - Естественное хеджирование
  - Управление денежными средствами и регулирование внутрифирменных расчетов
  - Международное финансовое хеджирование
  - Хеджирование на валютном рынке
  - Хеджирование валютного риска: резюме
  - Макрофакторы, влияющие на валютный курс
- **Финансирование международной торговли**
  - Международный коммерческий переводной вексель
  - Коносамент
  - Аккредитив
  - Встречная торговля
  - Экспортный факторинг
  - Форфейтинг
- **Резюме**

- Вопросы
- Задачи для самопроверки
- Задачи
- Решения задач для самопроверки
- Рекомендуемая литература

## Цели

**После изучения материала главы 24 вы должны уметь:**

- объяснить, почему многие фирмы занимаются зарубежным инвестированием;
- объяснить, в чем отличие зарубежных инвестиций от местных;
- описать, в чем заключаются сходства и различия планирования долгосрочных инвестиций на международном и местном уровнях;
- разбираться в типах валютных рисков и возможностях управления ними;
- проводить расчеты валютных курсов: спот и форвардных;
- объяснить и проиллюстрировать понятия паритета покупательной способности и паритета процентной ставки;
- описать конкретные инструменты и документы, используемые в финансировании международных торговых сделок;
- понимать разницу между встречной торговлей, экспортными факторинговыми операциями и форфейтингом.

*Рядом с прибылью прячется убыток.*

Японская пословица

**Н**ачиная с 1980-х годов наблюдается резкое увеличение международных инвестиций как через взаимные фонды и других финансовых посредников, так и путем прямого инвестирования. В то же время и мобилизация капитала все больше выходит за национальные границы. Финансовый менеджер должен уметь использовать в своей работе возможности мирового рынка. Чтобы приспособиться к спросу инвесторов и лиц, занимающихся поиском источников финансирования, финансовые институты и инструменты должны кардинально измениться.

Ослабление государственного финансового регулирования сначала в США, а затем в Европе и Азии способствовало интеграции мировых финансовых рынков. Сегодня на фоне быстроменяющейся картины финансовый руководитель должен четко представлять себе перспективы мирового развития. И хотя концепции, рассмотренные выше в этой книге, остаются теми же, окружающая обстановка, в которой принимаются решения, изменилась. В этой главе мы изложим основные факторы, с которыми сталкивается финансовый руководитель компании, выходящей на мировую арену, и объясним, как он принимает решения в современной международной обстановке.

## Вводная информация

Мотивацией для зарубежного инвестирования капитала является, конечно, получение доходности сверх ее сложившейся (требуемой) ставки. Пока существуют ниши на зарубежных рынках, можно заработать дополнительную доходность. На местном рынке (в США. — *Примеч. ред.*) конкуренция в основном позволяет рассчитывать лишь на получение нормальной ставки доходности.

Хотя именно освоение внешних рынков сбыта обуславливает большинство зарубежных инвестиций, существуют и другие причины. Некоторые фирмы осуществляют инвестиции с целью более эффективного производства товаров. Существуют страны, которые могут предложить более дешевую рабочую силу и пониженные производственные затраты, поэтому компании останавливают на них свой выбор при размещении своих производственных мощностей. Электронная промышленность с целью экономии ресурсов развивалась в направлении размещения производственных мощностей за рубежом. Наконец, некоторые компании осуществляют внешние инвестиции, чтобы сберечь сырьевые ресурсы. В частности, именно по этой причине вкладывают капитал за рубежом нефтяные и горнодобывающие компании. Все эти факторы в совокупности — рынки, производственные мощности, сырьевые материалы — служат одной цели обеспечения более высокой ставки доходности вложенного капитала по сравнению с той, которая возможна в собственной стране.

## Планирование долгосрочных инвестиций: международный аспект

Применительно к планированию долгосрочных инвестиций в международном масштабе денежные поступления от внешних инвестиций — это денежные потоки, которые можно вернуть в свою страну. Если ожидаемая доходность от инвестиций базируется на непереводимых денежных потоках, которые создаются в зарубежном отделении компании, то маловероятно, что инвестиции будут привлекательными. А вот если средства, заработанные за рубежом, можно свободно вернуть (репатриировать) на родину, то приступают к планированию инвестиций. Для этого американская фирма должна провести некоторую подготовительную работу.

1. Оценить ожидаемые денежные потоки в зарубежной валюте.
2. Вычислить эквивалент в долларах США при ожидаемом **валютном курсе** (exchanged rate).
3. Определить NPV проекта, используя требуемую ставку доходности, на которую ориентируются американские компании, скорректированную (увеличенную или уменьшенную) в соответствии с тем, какой оказывается премия за риск зарубежных инвестиций.

### Валютный курс (exchange rate)

Число единиц одной валюты, которое можно купить за одну единицу другой валюты.

**Таблица 24.1. Анализ инвестиционного проекта компании *Teasdale* во Фридонии**

| Конец года | Ожидаемый денежный поток (тыс. марок) | Валютный курс (цена доллара в марках) | Ожидаемый денежный поток (a)/(b) (тыс. долл.) | Приведенная стоимость денежных потоков в долларах при 18% ставке доходности (тыс. долл.) |
|------------|---------------------------------------|---------------------------------------|---|--|
|            | (a)                                   | (b)                                   | (c)   | (d)  |
| 0          | - 1500                                | 2,50                                  | - 600   | - 600  |
| 1          | 500                                   | 2,54                                  | 197   | 167  |
| 2          | 800                                   | 2,59                                  | 309   | 222  |
| 3          | 700                                   | 2,65                                  | 264   | 161  |
| 4          | 600                                   | 2,72                                  | 221   | 114  |
|            |                                       |                                       | NPV =   | 64   |

Предположим, что *Teasdale Company* намерена инвестировать средства в некую вымышленную страну Фридонию (Freedonia). Объем инвестиции — 1,5 млн. фридонийских марок; проект краткосрочный — четыре года; требуемая ставка доходности при репатриации в долларах США равна 18%. Валютный курс доллара составляет 2,50 марок; ожидается, что в течение всего пери-

ода инвестирования марка будет обесцениваться. Иными словами, по прогнозу, в будущем доллар подорожает. В табл. 24.1 проиллюстрированы три стадии, используемые для вычисления денежных потоков в долларах, и их чистая приведенная стоимость, которая приблизительно равна 64 тыс. долл.

Хотя вычисления несложные, для планирования денежных потоков, валютных курсов и определения требуемой ставки доходности надо знать некоторые основные допущения, изучению которых посвящена данная глава.

## Факторы риска

В связи с определением требуемой доходности необходимо рассмотреть международную диверсификацию. Исходя из нашего обсуждения риска портфеля ценных бумаг в главах 5 и 14 ключевым элементом выступает корреляция между доходностью проектов в портфеле активов. Комбинируя проекты с низкими степенями взаимной корреляции, фирма может снизить степень риска по отношению к ожидаемой доходности. Поскольку местные инвестиционные проекты обычно взаимосвязаны между собой, находясь в сильной зависимости от состояния местной экономики, зарубежные инвестиции, несомненно, имеют перед ними преимущество. Циклы деловой активности разных стран полностью не синхронизированы, поэтому существует возможность снизить риск относительно ожидаемого уровня доходности, осуществляя инвестиции в разных странах. Дело в том, что уровни доходности по инвестиционным проектам обычно меньше коррелируют друг с другом в разных странах, чем в одной отдельной стране<sup>1</sup>.

## Налогообложение

Вследствие различий в законах о налогообложении и разной трактовки зарубежных инвестиций, налогообложение многонациональных фирм — дело непростое. Мы обсудим некоторые из наиболее значительных аспектов этой проблемы.

**Налогообложение по законам США.** Если американская корпорация ведет бизнес за рубежом через свой филиал или отделение, то отчет о прибыли делается по форме налогообложения, принятой для компаний США, и она подлежит такому же налогообложению, как и остальная прибыль. Если бизнес за рубежом ведется через дочернюю фирму компании, то прибыль обычно не облагается налогом в США до тех пор, пока не будет распределена в материнской компании в форме дивидендов. В данном случае преимущество, конечно, в том, что уплата налога откладывается до момента поступления средств в материнскую фирму. Тем временем прибыль реинвестируется в рамках дочер-

---

<sup>1</sup> Нам необходимо запомнить, что самое важное — не физическое размещение активов или инвестиций, а то, где планируется реализовывать продукцию, полученную в результате инвестиций. Например, если американская компания производит товары во Франции, которые окончательно продает в США, а ее конкурент в США производит те же товары для продажи в США, то на потенциал продаж обеих компаний одинаково влияет состояние американской экономики. Однако многие зарубежные инвестиционные проекты предназначены для продажи на местном рынке и за счет этого могут обеспечить преимущества, полученные от диверсификации.

ней компании для финансирования ее бизнеса. В отличие от дивидендов, полученных от местной корпорации (обычно 70% их суммы не подлежат налогообложению у компании, которая их получает), дивиденды, полученные корпорацией США от своей зарубежной дочерней фирмы, полностью облагаются налогом.

**Налогообложение по законам иностранных государств.** Каждая страна облагает налогом прибыль компании, ведущей бизнес на ее территории. В каждой стране свои виды налогов. В некоторых прибыль, распределяемая среди акционеров, облагается налогом по более низкой ставке, чем нераспределенная прибыль. В менее развитых странах часто действуют более низкие налоги и определенные налоговые льготы, способствующие привлечению иностранных инвестиций.

Политика налогообложения, проводимая иностранными государствами, не только разная, но к тому же и запутанная. Страны различаются как определением компонентов прибыли, подлежащих налогообложению, так и налоговыми ставками. Например, в Панаме и на Багамских островах с целью привлечения иностранных инвестиций приняты низкие ставки налога на корпоративную прибыль, в то время как индустриально развитые страны имеют высокие ставки налога. Картина еще более запутывается из-за многочисленных налоговых договоров, которые США заключает с другими странами. Хотя правительство США ограничивает деятельность своих компаний в странах с низкими ставками налога, расценивая это как укрытие от налогов, компании продолжают изобретать сложные правовые схемы, чтобы извлечь пользу от такого сокрытия налогов.

Во избежание двойного налогообложения (у себя и за рубежом) правительство США предоставляет федеральную налоговую скидку на прибыль для зарубежных налогов, выплаченных американской корпорацией. Если иностранное государство имеет ставку налога ниже применяемой в США, то фирма будет платить комбинированные налоги по полной ставке налога США. Часть налогов выплачивается иностранному государству, а оставшаяся часть — правительству США. Предположим, что зарубежный филиал американской корпорации действует в стране, где ставка налога на прибыль равна 27%. Филиал зарабатывает 2 млн. долл. и платит иностранной державе 540 тыс. долл. в качестве налога на прибыль. Представим далее, что 2 млн. долл. прибыли облагаются в США налогом по ставке, равной 34%, что составляет 680 тыс. долл. Компания получает налоговую скидку в размере 540 тыс. долл. для уплаты налогов иностранному государству. Таким образом, в США она платит только 140 тыс. долл. налогов на прибыль своего зарубежного филиала. Если ставка налога на прибыль в иностранной державе равна 50%, то компания заплатит налог за рубежом в сумме 1 млн. долл. и ничего не будет платить в США. При этом суммарное налогообложение явно выше, чем при применении только ставки налога США.

Более того, размер налоговой скидки может быть ограничен. Правительство США облагает налогом зарубежную прибыль компаний и предоставляет налоговую скидку только в размере, сопоставимом с налогом на прибыль в США. (Излишек иностранной налоговой скидки переносится вперед.) Предположим, что 30% совокупной прибыли многонациональной корпорации

поступают от зарубежных источников. Если предписываемые законами США налоговые обязательства составляют 10 млн. долл., то для их погашения можно использовать только 3 млн. долл. как налоговую скидку по зарубежным операциям. Если компания переплачивает налоги иностранной державе, то на эту часть налога она подвергается двойному налогообложению. Некоторые страны удерживают налоги на дивиденды, выплачиваемые за рубеж. В размере, в котором инвестор платит небольшой налог или не платит совсем в своей стране, как это имеет место для организаций-инвесторов, компенсировать удерживаемый из дивидендов налог не представляется возможным. Таким образом, удерживаемые из дивидендов налоги служат препятствием для внешнего инвестирования.

Ясно, что налоговое планирование при проведении международных операций достаточно сложный процесс. Время от времени возникают различные специальные налоговые стимулы, содействующие экспортным операциям. Эти положения об уплате налогов как в США, так и за рубежом постоянно меняются. Поэтому при организации внешнеэкономических операций прибегают к консультациям местных и зарубежных специалистов по налогообложению и юристов.

## Политический риск

**Многонациональная компания** (multinational company) сталкивается лицом к лицу с политическим риском, который может простирается от умеренного вмешательства в дела компании до полной конфискации ее имущества. Вмешательство в бизнес включает законы, устанавливающие минимальный процент граждан, которые могут быть наняты на различные должности; инвестиции в социальные проекты и проекты по защите окружающей среды; ограничения по конвертируемости валют. К основному политическому риску относится экспроприация, как это было, например, в Чили в 1971 году, когда государство национализировало компании по добыче меди. Между умеренным вмешательством и полной экспроприацией может существовать дискриминационная практика, например более высокие налоги, более высокая плата за коммунальные услуги и требование платить более высокую заработную плату по сравнению с национальными компаниями. По существу, такая практика ставит американские компании в невыгодное конкурентное положение. Однако ситуация не так уж и плоха. Некоторые развивающиеся страны идут перед иностранными компаниями на уступки (предоставляют концессии), благодаря чему зарубежные фирмы находятся в более благоприятном положении, чем местные.

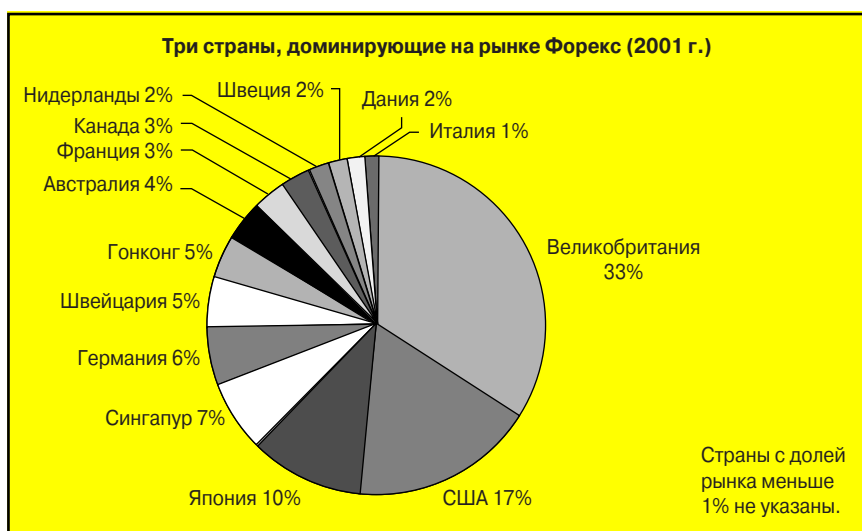
### **Многонациональная компания (multinational company)**

Компания, которая ведет экономическую деятельность и имеет активы в двух или больше странах.

**Обмен иностранной валюты**

Чтобы купить зарубежную продукцию или услуги либо инвестировать в другие страны, компании и частные лица могут вначале купить валюту страны, в которой они собираются основать бизнес. Обычно экспортеры предпочитают плату за свои товары или услуги либо в валюте своей страны (японцы в иенах, немцы в марках), либо в долларах США, которые принимают во всем мире. Например, когда французы покупают нефть в Саудовской Аравии, они расплачиваются не французскими франками или саудовскими динарами, а долларами США, несмотря на то что США не включены в транзакции. **Валютный рынок** (foreign exchange market, “FX”-market), или рынок “форекс”, — это место, где происходит купля-продажа различных валют. Цена валюты одной страны относительно валюты другой страны называется **валютным курсом** (exchange rate).

Сам рынок фактически представляет собой всемирную сеть торговцев, связанных телефонными линиями и экранами компьютеров, где нет центрального органа. Три главных центра торговли, которые обрабатывают более половины всех FX-транзакций, — это Великобритания, Соединенные Штаты Америки и Япония.



*Доминирование трех стран на валютном рынке (2001 г.)*

Транзакции в Сингапуре, Швейцарии, Гонконге, Германии, Франции и Австралии отвечают большей части остального рынка. Торговля ведется 24 часа в сутки: начавшись в 8 утра в Лондоне, она заканчивается в Токио, Сингапуре и Гонконге. В 1 час пополудни лондонские и нью-йоркские рынки открываются для бизнеса. В полдень дилеры в Сан-Франциско могут вести дела со своими коллегами на Дальнем Востоке.

Рынок “форекс” чрезвычайно динамичен, изменчив и огромен — это крупнейший рынок в мире. В 2001 году на нем в среднем ежедневно покупался и продавался объем валюты, эквивалентный примерно 1210 млрд. долл.

*Источник.* The Basic of Foreign Trade and Exchange, Federal Reserve Bank of New York (Дата последнего изменения: 3 сентября 2002). Опубликовано на Web-сайте ([www.newyorkfed.org/education/fx/index.html](http://www.newyorkfed.org/education/fx/index.html)).



Поскольку политический риск оказывает серьезное влияние на общий риск инвестиционного проекта, он должен быть реально оценен. По сути, необходимо спрогнозировать вероятность политической нестабильности. Насколько прочно положение существующего правительства? Каковы преобладающие политические тенденции? Каким будет отношение нового правительства к иностранным инвестициям? Насколько эффективно реагирует правительство на запросы компаний? Какова инфляция и экономическая стабильность? Насколько эффективна судебная система? Ответы на эти вопросы могли бы дать правильную оценку политического риска при планировании инвестиций. Некоторые компании разбивают страны по категориям в зависимости от их политического риска. Если страну относят к нежелательной категории, то, вероятно, туда вкладывать инвестиции не будут, даже несмотря на обещание высоких прибылей.

Если компания приняла решение инвестировать средства в зарубежную страну, она должна предпринять определенные меры для своей защиты. Сотрудничая со страной-хозяином при найме местной рабочей силы, осуществляя “справедливый” тип инвестиций и ответственно подходя к решению других вопросов, можно снизить политический риск. Совместное предприятие с компанией принимающей страны может повысить общественный имидж ее деятельности. Фактически в некоторых странах совместное предприятие может быть единственно возможным способом ведения бизнеса, поскольку прямое владение, особенно производственным предприятием, запрещено. Риск экспроприации также можно снизить, создав дочернюю фирму, зависящую от родительской в плане технологии, рынков и/или поставщиков. Правительство иностранной державы неохотно пойдет на экспроприацию, если предприятие, оставшееся без иностранного партнера, потеряет свои доходы. В дополнение гарантией может служить *страхование политического риска* (political risk insurance). Страховой полис, или гарантии возмещения убытков в связи с различными политическими рисками, можно купить у частных страховых компаний, например Ллойда (Lloyds) в Лондоне, или у различных государственных страховых агентств, таких как Агентство международного развития (Agency for International Development — AID), Экспортно-импортный банк США (Export-Import Bank of the United States — Eximbank), Корпорация частных внешних инвестиций (Overseas Private Investment Corporation — OPIC). Охватываемые страховыми агентствами политические риски могут включать экспроприацию, неконвертируемость валюты, войну и революцию. В любом случае перед вложением инвестиций обязательно следует оценить политический риск.

## Риск-менеджмент

### Издержки коррупции

Рост политической нестабильности во всем мире существенно осложняет ведение бизнеса за рубежом. Вместе с тем существует еще одна угроза, которая может оказаться даже более деструктивной по отношению к международной торговле, чем политическая нестабильность. Речь идет о взяточничестве.

Результаты опроса, проведенного недавно *Control Risks Group*, международной консалтинговой группой по проблемам риск-менеджмента, показали, что 40% компаний считают, что основной причиной потери ими бизнеса являются взятки, выплачиваемые

их конкурентами. Примерно такой же процент компаний предпочли не реализовывать привлекательные, по их мнению, инвестиционные проекты по причинам, связанным с коррупцией.

“Коррупция — это что-то вроде налога, — говорит Джон Брей, директор аналитических программ в токийском представительстве *Control Risks Group*. — Если добропорядочные компании хотят заниматься бизнесом в местах, характеризующихся высоким “коэффициентом коррупции”, их руководству приходится тратить гораздо больше времени на решение соответствующих проблем”. Фактически, результаты упомянутого нами опроса показали, что примерно треть руководителей полагают, что коррупция повышает стоимость сделок на более чем 10%.

К сожалению, руководители американских фирм, которые, согласно требованиям Закона о борьбе с коррупцией за рубежом (*Foreign Corrupt Practices Act — FCPA*), должны придерживаться “чистых” методов ведения бизнеса, не находятся “над схваткой”. Складывается впечатление, что *FCPA* решает далеко не все проблемы, касающиеся незаконных “подношений”: 70% респондентов полагают, что американские компании, пытаясь обойти “неудобные” для себя законы, пользуются услугами посредников, хотя это и запрещено *FCPA*.

Что же могут сделать сами компании для решения этой проблемы? По мнению Фреда Миллера, одного из партнеров *Investigations and Forensic Services practice (PricewaterhouseCoopers)*, они должны проводить выборочные инспекции своих зарубежных операций. “Не сообщайте заранее о том, что вы собираетесь нагрянуть к ним с инспекцией, — говорит Фред Миллер. — В состав инспекционной группы обязательно должен входить человек, знающий местный язык и традиции”. Как правило, взяточников выдает очень трудно вывести на чистую воду. Взятки могут быть замаскированы под маркетинговые расходы, гонорары за оказание консалтинговых услуг или комиссионные.

Компании должны также извлечь определенные уроки из практики нефтяной отрасли. *Royal Dutch/Shell Group*, например, публикует ежегодные отчеты по вопросам своей “социальной ответственности”. Немалое место в этих отчетах отводится проблемам коррупции. Отчет, который утверждается кем-либо из сторонних аудиторов, носит на удивление искренний характер. В нем даже указывается количество служащих, уволенных за отчетный период из-за того, что они были замешаны во взяточничестве (в 2001 году по этой причине было уволено три человека).

*Источник.* Don Durfee, “The Added Cost of Corruption”, *CFO* (January 2003), p. 18. ([www.cfo.com](http://www.cfo.com))  
© 2003 CFO Publishing Corporation. Используется с разрешения. Все права защищены.

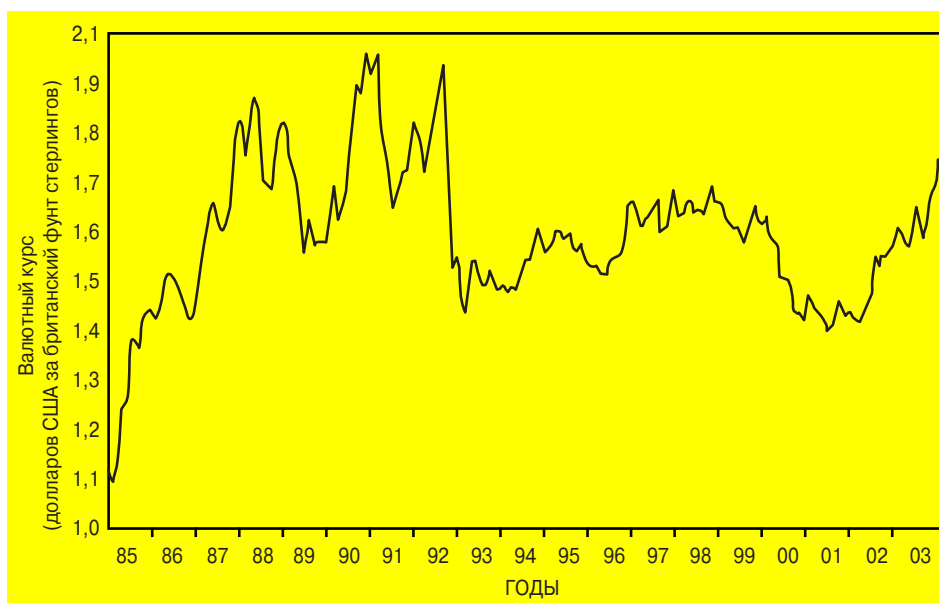
## Типы валютных рисков

Компания, проводящая зарубежные операции, подвержена риску с разных сторон. Помимо политики, риск обычно возникает вследствие изменения валютных курсов. В этом отношении **валютный курс “спот” (спотовый валютный курс)** (spot exchange rate) представляет собой число единиц одной валюты, которое можно обменять на другую валюту, т.е. это цена одной валюты относительно другой. Валютой стран, занимающих ведущее место в мировой экономике, торгуют на активных рынках, где курсы определяются спросом и предложением. Котировки могут быть выражены как в местной валюте, так и в иностранной. Если доллар США является местной валютой, а британский фунт стерлингов — иностранной, то котировка может звучать так: 0,625 фунта стерлингов за один доллар США, или 1,60 долл. за фунт. Результат тот же, поскольку одна котировка обратно пропорциональна другой ( $1/0,625 = 1,60$ ;  $1/1,60 = 0,625$ ).

**Валютный курс “spot”, спотовый валютный курс (spot exchange rate)**

Курс на данный момент для обмена одной валюты на другую для немедленной поставки.

*Валютный риск* (currency risk) можно рассматривать как изменчивость курса одной валюты по отношению к другой. Рис. 24.1 иллюстрирует этот риск для валютного курса “spot” доллара США относительно одного фунта стерлингов Великобритании.



**Рис. 24.1.** Валютный курс доллара США относительно одного фунта стерлингов Великобритании (в период с 1 января 1985 года по 31 декабря 2003 года)

Из рисунка видно, что доллар становился дороже (по отношению к фунту) в период с 1985 до 1988 год, а затем ослабил позиции, и после 1988 года его стоимость колебалась (в обе стороны) вплоть до корректировки 1992 года, когда он упал в цене. В последние годы курс колеблется в пределах 1,4–1,7 долл. за один фунт.

Мы должны отличать валютный курс “spot” от **форвардного валютного курса** (forward exchange rate). Форвардные сделки включают в себя соглашение на покупку валюты, заключаемое сегодня, но с оплатой в будущем. Например, через 90 дней с момента заключения договора 1000 фунтов стерлингов должны быть поставлены по курсу 1,59 долл. за один фунт. Форвардный валютный курс обычно отличается от валютного курса “spot” по причинам, которые мы вкратце изложим ниже.

**Форвардный валютный курс (forward exchange rate)**

Курс на данный момент для обмена валюты в конкретный согласованный день в будущем.

Существует три вида валютного риска.

- Риск пересчета.
- Риск по сделкам.
- Экономический риск.

*Риск пересчета* (translation exposure) представляет собой изменение в учетной прибыли и в статьях бухгалтерского отчета дочерней компании, связанное с изменением валютного курса. Это будет показано в следующем разделе. *Риск по сделкам* (transactions exposure) выявляется при окончательном расчете по определенной сделке, такой как продажа в кредит, и состоит в том, что расчет происходит при одном валютном курсе, в то время как обязательство первоначально было записано при другом. Наконец, *экономический риск* (economic exposure) включает изменения валютных курсов в прогнозируемых будущих денежных потоках и, следовательно, изменение экономической стоимости компании. Например, если мы планируем вложить 1,3 млн. британских фунтов стерлингов в расширение нашего завода в Лондоне и валютный курс в настоящее время равен 0,555 фунта за доллар США, то это соответствует 1,3 млн. фунтов / 0,555 = **2 342 342** долл. Когда мы рассчитываемся за работу, британский фунт может подешеветь, скажем, до 0,615 фунта за доллар США. Теперь стоимость завода равна 1,3 млн. фунтов / 0,545 = **2 385 321** долл. Разница 2 385 321 долл. – 2 342 342 долл. = 42 979 долл. представляет собой убыток.

Кратко определив три этих вида валютных рисков, в следующих разделах мы опишем их детальнее, затем выясним, как управлять валютными рисками.

## **Риск пересчета**

Риск пересчета связан с правилами бухгалтерского учета изменений валютного курса. Стандарт № 52 **Совета по стандартам финансового учета** (Financial Accounting Standards Board – FASB) относится к пересчету изменений курса иностранной валюты в бухгалтерском балансе и отчете о прибылях и убытках. Руководствуясь правилами бухгалтерского учета, американская компания должна определить “функциональную валюту” для каждой из своих зарубежных дочерних фирм. Если дочерняя фирма проводит автономную деятельность в конкретной стране, то функциональной валютой может быть национальная валюта, в противном случае это доллар<sup>2</sup>. В случае высокой инфляции (свыше 100% в год) функциональной валютой может быть доллар, независимо от условий работы фирмы.

---

<sup>2</sup> Чтобы определить, является ли дочерняя фирма автономной, используют различные критерии. Они предназначены для выяснения того, осуществляются ли продажи, оплата труда, различные расходы и обязательства преимущественно в местной валюте. Кроме того, значение имеют характер и объем транзакций между компанией и ее зарубежной дочерней фирмой. В определенных условиях можно использовать иностранную валюту, отличную от местной.

**Совет по стандартам финансового учета (Financial Accounting Standards Board — FASB)**

Орган, который устанавливает стандарты ведения бухгалтерской отчетности.

Используемая функциональная валюта имеет значение, поскольку она определяет процесс пересчета. Если применяют местную валюту, то все активы и обязательства пересчитывают по текущему курсу обмена валюты. Более того, **пересчет прибыли или убытка** (translation gain or loss) не фигурирует в отчете о прибылях и убытках, а отражается в статье акционерного (собственного) капитала как корректирующая поправка. Тот факт, что такая корректировка не влияет на прибыль за отчетный период (учетную прибыль), привлекает многие компании. Однако если функциональной валютой является доллар, то все обстоит иначе. Прибыль или убытки отражаются в отчете о прибылях и убытках родительской компании, использующей так называемый *временной метод* (temporal method), кратко описываемый далее. В целом применение доллара в качестве функциональной валюты приводит к сильным колебаниям учетной прибыли, но к небольшим колебаниям в статьях бухгалтерского баланса по сравнению с использованием местной валюты. Давайте исследуем различия в методах бухгалтерского учета.

**Пересчет прибыли или убытка (translation gain or loss)**

Прибыль или убыток за отчетный период, образовавшиеся в результате пересчета стоимости активов и пассивов зарубежной дочерней фирмы в валюту материнской компании.

**Различия в методах учетной политики.** При использовании доллара в качестве функциональной валюты статьи бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках распределяют по двум категориям в соответствии с прошлым или текущим валютными курсами. Денежные средства, дебиторскую задолженность, обязательства, продажи, расходы и налоги пересчитывают на основе текущего валютного курса, а стоимость материальных запасов, оборудования, акционерный капитал, себестоимость и амортизацию — прошлого валютного курса, существовавшего на момент транзакций. Иным образом выполняется расчет, когда в качестве функциональной валюты выступает местная валюта. В этой ситуации все статьи баланса пересчитывают по обычному валютному курсу.

Для иллюстрации вышесказанного предположим, что компания, назовем ее *Woatich Precision Instruments*, имеет дочернюю фирму в государстве *Королевство Спамания* (Kingdom Spamany), где местной валютой является лизо (L). В первый год курс лизо к доллару был равен 8, и он преобладал в течение многих лет. Однако на протяжении 20X2 года лизо обесценивался, и к концу года его курс упал до 10. В течение этого года среднее значение курса лизо по отношению к доллару было равно 9. В табл. 24.2 показаны бухгалтерский баланс дочерней фирмы на начало и на конец года, отчет о прибылях и убытках за этот год, а также отражено влияние метода пересчета на бухгалтерский учет.

Таблица 24.2. Финансовая отчетность зарубежной дочерней фирмы *Wofitch Precision Instruments*

|   | В лизо        |               | В долларах                     |             |                               |
|---|---------------|---------------|--------------------------------|-------------|-------------------------------|
|   |               |               | Функциональная валюта: местная |             | Функциональная валюта: доллар |
|   | 31.12.20X1    | 31.12.20X2    | 31.12.20X1                     | 31.12.20X2  | 31.12.20X2                    |
|   | (1)           | (2)           | (3)                            | (4)         | (5)                           |
| <i>Балансы (тыс. долл.)</i>   |               |               |                                |             |                               |
| Денежные средства   | 600           | 1000          | 75                             | 100         | 100                           |
| Дебиторская задолженность   | 2000          | 2600          | 250                            | 260         | 260                           |
| Материальные запасы (FIFO)  | <u>4000</u>   | <u>4500</u>   | <u>500</u>                     | <u>450</u>  | <u>500</u>                    |
| Оборотные активы  | 6600          | 8100          | 825                            | 810         | 860                           |
| Остаточная стоимость основного капитала                                       | 5000          | 4400          | 625                            | 440         | 550                           |
| Всего   | <u>11 600</u> | <u>12 500</u> | <u>1450</u>                    | <u>1250</u> | <u>1410</u>                   |
| Краткосрочные обязательства   | 3000          | 3300          | 375                            | 330         | 330                           |
| Долгосрочный долг   | 2000          | 1600          | 250                            | 160         | 160                           |
| Обыкновенные акции  | 600           | 600           | 75                             | 75          | 75                            |
| Нераспределенная прибыль  | 6000          | 7000          | 750                            | 861         | 845                           |
| Накопленная поправка пересчета  |               | т             |                                | - 176       |                               |
| Всего   | <u>11 600</u> | <u>12 500</u> | <u>1 450</u>                   | <u>1250</u> | <u>1410</u>                   |
| <i>Отчеты о прибылях и убытках на конец года ( тыс. долл., с округлением)</i> |               |               |                                |             |                               |
| Продажи   |               | 10 000        |                                | 1111        | 1111                          |
| Себестоимость реализованной продукции   |               | 4000          |                                | 444         | 500                           |
| Амортизация   |               | 600           |                                | 67          | 75                            |
| Расходы   |               | 3500          |                                | 389         | 389                           |
| Налоги  |               | <u>900</u>    |                                | <u>100</u>  | <u>100</u>                    |
| Операционная прибыль  |               | 1000          |                                | 111         | 47                            |
| Пересчет (поправка)   |               |               |                                |             | 48                            |
| Чистая прибыль  |               | <u>1000</u>   |                                | <u>111</u>  | <u>95</u>                     |
| Пересчет (поправка)   |               |               |                                | - 176       |                               |

Из первого бухгалтерского баланса видно, что за основу принята дата 31 декабря 20X1 года, а сумма в долларах в столбце 3 просто представляет собой сумму в лизо, показанную в столбце 1, деленную на курс лизо по отношению к доллару, равный 8. Из двух отдельных сумм в долларах на 31 декабря 20X1 года, показанных в двух последних столбцах, видно, что денежные средства, дебиторская задолженность, краткосрочные обязательства и долгосрочный долг одинаковы для обоих методов учета. Эти суммы определяют на основе текущего валютного курса делением суммы, показанной в столбце 2, на курс обмена лизо к доллару на конец года, равный 10. Для сумм, выраженных в местной валюте как функциональной (столбец 4), материальные запасы и остаточную стоимость основного капитала определяют тем же способом, с учетом текущего валютного курса. Для сумм, выраженных в долларах как функциональной валюты, материальные запасы и остаточную стоимость основного капитала оценивают с учетом прошлого валютного курса. Поскольку значение себестоимости реализованной продукции равно значению стоимости начальных материальных запасов, учтенных методом FIFO, стоимость конечных материальных запасов отражает стоимость сделанных в течение года закупок. При условии равномерных закупок мы делим стоимость конечных материальных запасов в лизо на средний курс обмена (L9:\$1) и получаем 500 тыс. долл. Вновь воспользуемся прошлым валютным курсом и определим чистую остаточную стоимость основного капитала, деля значения стоимости на конец года в лизо на курс обмена, равный 8. Расчет стоимости обыкновенных акций выполняется обоими методами на той же основе.

Наконец, осталось описать изменения нераспределенной прибыли. (Мы отложим объяснение статьи с накопленной поправкой пересчета до обсуждения отчета о прибылях и убытках. Поскольку стоимость материальных запасов и остаточная стоимость основного капитала корректируются в сторону увеличения, сумма всех активов при использовании доллара в качестве функциональной валюты (временной метод) выше, чем при использовании местной денежной единицы в качестве функциональной валюты (текущий метод). Обратная ситуация (т.е. стоимость активов ниже) будет иметь место в случае повышения курса лизо относительно доллара. Мы видим, что при использовании местной денежной единицы в качестве функциональной валюты изменение стоимости активов значительно выше, чем при временном методе.

Противоположная картина наблюдается для отчетов о прибылях и убытках. В обоих методах расчета продажи корректируются с учетом среднего валютного курса, преобладавшего в течение года (L9:\$1). При использовании местной денежной единицы в качестве функциональной валюты (столбец 4) все статьи затрат корректируют с учетом этого валютного курса. Когда же в качестве функциональной валюты (последний столбец) выступает доллар, себестоимость реализованных товаров и амортизацию пересчитывают с учетом прошлого валютного курса (L8:\$1), а все другие статьи переводят по среднему курсу обмена (L9:\$1). Мы видим, что операционная прибыль и чистая прибыль выше при использовании в качестве функциональной валюты местной денежной единицы, а не доллара. При временном методе пересчитанная прибыль учитывается, поэтому чистая прибыль согласуется с изменением в нераспределенной прибыли за период с 31 декабря 20X1 по 31 декабря 20X2 года. Мы

видим, что это изменение равняется  $845 \text{ долл.} - 750 \text{ долл.} = 95 \text{ долл.}$  В отличие от этого, при текущем методе поправка пересчета производится после вычисления операционной прибыли, равной 111 долл. Значение поправки составляет минус 176 долл., и с ее помощью восстанавливается равновесие в бухгалтерском балансе. Затем эту сумму добавляют к значению поправки прошлого перевода и получают новое значение накопленной поправки пересчета, значение которой и отражается в бухгалтерском балансе. Приняв значение прошлой поправки равным нулю, получим минус 176 долл.

Таким образом, корректировки пересчета для двух методов работают в противоположных направлениях. Если бы курс лизо рос относительно доллара, то наблюдался бы эффект, обратный проиллюстрированному выше. В этой ситуации операционная прибыль была бы выше, если бы роль функциональной валюты играл доллар.

Поскольку прибыль и убытки от пересчета не отражаются непосредственно в отчете о прибылях и убытках, сумма учитываемой операционной прибыли обычно меньше колеблется при использовании в качестве функциональной валюты местной денежной единицы, а не доллара. Однако изменчивость статей бухгалтерского баланса повышается благодаря пересчету всех статей по текущему валютному курсу. Поскольку менеджмент многих корпораций беспокоится главным образом по поводу учетной прибыли, метод расчета, описанный в стандарте № 52 FASB, пользуется популярностью, пока дочерняя фирма имеет право на использование местной денежной единицы в качестве функциональной валюты. Однако эта бухгалтерская учетная процедура имеет недостатки. Например, она искажает данные бухгалтерского баланса и первоначальные значения издержек. Более того, она может стать причиной того, что определение показателя ROA и других показателей, связанных с прибылью, окажется бессмысленным. Она просто не совместима с правилами бухгалтерского учета, которые основаны на отображении фактических затрат. Применение местной валюты в качестве функциональной влияет на расчет большинства финансовых коэффициентов, поэтому финансовый аналитик должен быть очень внимателен, когда объем операций зарубежных подразделений фирмы значителен<sup>3</sup>. Указанный метод подвергался критике и за то, что не позволял правильно оценить вероятные будущие денежные потоки материнской компании. Подводя итог, можно сказать, что не существует универсального удовлетворительного метода бухгалтерского учета для пересчета иностранной валюты и бухгалтеры продолжают бороться с этой проблемой.

## **Риск по сделкам**

Риск по сделкам затрагивает прибыли или убытки, которые имеют место при заключении конкретной международной сделки. Сделкой может быть покупка или продажа изделий, заем или ссуда, а также другие контракты, включающие приобретение активов или принятие на себя обязательств, выраженные в иностранной валюте. Поскольку риск присущ любой сделке, термин “риск по сделкам” (transactions exposure) обычно применяют к внешней торговле, особенно импортной или экспортной сделке по кредиту открытого счета.

<sup>3</sup> Thomas I. Selling and George H. Sorter, “FASB Statement № 52 and its Implications for Financial Statement Analysis”, *Financial Analyst Journal* 39 (May-June 1983), p. 64–69.



Предположим, что дебиторскую задолженность в британских фунтах стерлингов, равную 680, записывают в бухгалтерских документах при курсе обмена 0,60 фунта за один доллар США. Платеж состоится через два месяца. В промежутке фунт подешевел, и курс обмена стал равен 0,62 фунта за 1 долл. В результате образовался убыток по сделке. Ранее дебиторская задолженность оценивалась в 680 фунтов /0,60 = **1 133,33 долл.** При наступлении срока платежа фирма получила 680 фунтов /0,62 = **1 096,77 долл.** Таким образом, убыток по сделке равняется 1133,33 долл. – 1 096,77 долл. = **36,56 долл.** Если бы фунт стерлингов подорожал, например, обменный курс стал бы 0,58 фунта за 1 долл., то имела бы место прибыль по сделкам. Фирма получила бы 680 фунтов/0,58 = **1 172,41 долл.** Помня об этих расчетах, легко привести примеры различных типов прибылей и убытков при международных сделках.

## Экономический риск

Пожалуй, самым серьезным из трех видов валютных рисков — пересчета, по сделкам и экономического — является последний. Он выражается в изменении стоимости компании в результате *непредвиденного* (unanticipated) изменения курсов обмена валют. Обратите внимание, что мы различаем ожидаемое и непредвиденное изменение курса. Прогнозируемые изменения в курсах обмена валют уже отражены в рыночной стоимости фирмы. Если компания ведет бизнес с Испанией, то можно предвидеть, что песо упадет относительно доллара. Факт ослабления песо не повлиял бы на рыночную стоимость активов, однако если падение песо больше или меньше ожидаемого, то это скажется на их стоимости. Экономический риск не отражается непосредственно, как другие виды риска. Он зависит от возможных изменений в прогнозируемых будущих денежных потоках, и поэтому его учет носит субъективный характер.

## Управление валютным риском

Существует ряд способов, с помощью которых можно управлять валютным риском. К ним относятся естественное хеджирование, управление денежными средствами, регулирование внутрифирменных расчетов, а также международное финансовое хеджирование и валютное хеджирование путем заключения форвардных, фьючерсных контрактов, валютных опционов и валютных свопов.

## Естественное хеджирование

Взаимосвязь между выручкой и издержками зарубежной дочерней фирмы иногда обеспечивает *естественное хеджирование* (natural hedge), предоставляя фирме постоянную защиту от колебаний валютного курса. Ключевым элементом является степень, в которой денежные потоки естественным образом приспособляются к валютным изменениям. Здесь имеет значение не страна, в которой расположена дочерняя фирма, а то, к изменениям на каком рынке — местном или внешнем — больше чувствительны выручка и издержки дочерней фирмы. Экстремальные ситуации включают четыре возможных сценария<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Дальнейшую классификацию и объяснение см. в Christine R. Hekman, "Don't Blame Currency Values for Strategic Errors", Midland Corporate Finance Journal 4 (Fall 1986), p. 45–55.

|                              | Определяется<br>мировым рынком | Определяется<br>местным рынком |
|------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| <i>Сценарий 1</i>            |                                |                                |
| Цена на продукцию или услуги | X*                             |                                |
| Издержки                     | X*                             |                                |
| <i>Сценарий 2</i>            |                                |                                |
| Цена на продукцию или услуги |                                | X*                             |
| Издержки                     |                                | X*                             |
| <i>Сценарий 3</i>            |                                |                                |
| Цена на продукцию или услуги | X                              |                                |
| Издержки                     |                                | X                              |
| <i>Сценарий 4</i>            |                                |                                |
| Цена на продукцию или услуги |                                | X                              |
| Издержки                     | X                              |                                |

\* Здесь существует естественная компенсация движения цен на готовую продукцию и издержек, имеющих место в одинаковом рыночном окружении.

В первой категории мы имеем завод по обработке меди в Тайване. Его основные издержки приходятся на сырьевой материал — медь, чья цена определяется ситуацией на мировом рынке и назначается в долларах США. Более того, изготовленная продукция продается на рынках, где преобладают мировые цены. Следовательно, у дочерней фирмы существует небольшой риск колебаний валютного курса. Другими словами, в данном случае имеет место естественное хеджирование, поскольку стоимость продукции компании защищена благодаря естественным процессам функционирования мирового рынка.

Во второй категории находится фирма в Швейцарии, оказывающая услуги по уборке. Преобладающим компонентом в себестоимости услуг является стоимость рабочей силы. Как цены на услуги по уборке, так и их себестоимость определяются ситуацией на местном рынке. Когда издержки фирмы вырастут вследствие инфляции местной валюты, дочерняя компания сможет позволить себе поднять цену на свои услуги. Величина прибыли, выраженная в долларах США, не чувствительна к сочетанию местной инфляции и изменений валютного курса. Эта ситуация также служит примером естественного хеджирования.

В качестве примера третьей ситуации рассмотрим международную консалтинговую фирму, основанную в Великобритании. Ценообразование на ее услуги определяет главным образом мировой рынок, в то время как издержки — в основном стоимость рабочей силы, т.е. местный рынок. Если вследствие инфляции курс британского фунта стерлингов упадет относительно доллара, издержки вырастут относительно цен на услуги фирмы и это скажется на прибыли. В данном случае дочерняя компания подвергается валютному риску.

И наконец, в качестве последней категории можно привести японского импортера продуктов питания. Издержки определяются мировым рынком, а цены на ввозимую продукцию — местным. В этом случае дочерняя фирма также подвержена большому риску.

Эти простые примеры показывают природу естественного хеджирования. Валютный риск компании определяется преимущественно ее стратегической политикой. Однако такой риск можно видоизменить. Во-первых, компания

может диверсифицировать свои операции в международном масштабе в том случае, если ее руководство видит преобладание операций в какой-либо одной валюте. Она может также использовать разные источники сырья в производстве своих изделий. Любое стратегическое решение, влияющее на рынки, ценообразование на ее продукцию, операции или источники сырья, может рассматриваться как форма естественного хеджирования.

Ключевым интересом для финансового менеджера является валютный риск, который остается *после* естественного хеджирования. Его можно снизить путем операционного, финансового или валютного хеджирования. Мы исследуем каждый из этих способов по порядку.

### Сторонники естественного хеджирования

#### **Пытаясь снизить валютные риски, компании все чаще полагаются на естественные методы хеджирования**

Когда речь идет о валютном риске, компании начинают вести себя естественным образом. Нет, это не означает, что они начинают безрассудно рисковать. Они просто отказываются от производных инструментов во имя естественных средств защиты, приводя во взаимное соответствие прибыль и затраты для одной и той же валюты или компенсируя потери в одной валюте выигрышем в другой.

Существуют две основные причины для такого изменения подхода (а возможно, и третьи). Первой причиной является то, что большинство многонациональных компаний уже централизовали свои казначейские операции — по крайней мере на региональной основе. Имея доступ к данным по сделкам между компаниями и третьими сторонами в разных странах, в которых действует соответствующая многонациональная компания, риск-менеджеры могут лучше понять, каким образом сделки в одной валюте компенсируют риск сделок в другой валюте. Тем самым используют естественные методы хеджирования.

Второй причиной — тесно связанной с первой — являются затраты на использование производных инструментов, которые могут стать непреодолимым препятствием, если эти инструменты используются сверх всякой меры. «Некоторые компании хеджируют свои риски сверх всякой меры», — приходит к выводу Христос Панцалис, доцент кафедры финансов в университете Южной Флориды. «Вам не стоит рисковать до такой степени», — соглашается с ним Гэйл Салливан, казначей *The Gillette Co.*, замечая, что подобное всеобъемлющее хеджирование может привести к затратам, превышающим расходы, вызванные его отсутствием.

Третьей причиной, которая заставляет компании полагаться на естественные средства защиты, может быть бремя, связанное с FAS 133 — стандартом трехлетней давности, разработанным Советом по стандартам финансовой отчетности (Financial Accounting Standards Board) и касающимся учета операций с производными инструментами. Правила, предусмотренные этим стандартом, требуют, во-первых, чтобы финансовые инструменты котировались на бирже, а не указывались по фактической стоимости, и, во-вторых, чтобы доходы и убытки по этим инструментам учитывались при расчете прибыли, когда невозможно доказать, что они эффективно страхуют от риска. Кроме того, FAS 133 затрудняет использование одного производного инструмента для компенсации другого. Простое проведение тестов, необходимых для определения эффективности той или иной защитной меры, может потребовать значительных затрат времени и денег.

*Источник.* Ronald Fink, "Natural Performers", *CFO* (June 2003), p. 37–39. ([www.cfo.com](http://www.cfo.com))  
© 2003 CFO Publishing Corporation. Используется с разрешения. Все права защищены.

## Управление денежными средствами и регулирование внутрифирменных расчетов

Если компания знает, что валюта страны, где расположена ее дочерняя фирма, имеет тенденцию к обесценению, то она должна предпринять ряд мер. Во-первых, компания должна снизить до минимума свои сбережения в этой валюте путем покупки материальных запасов или других реальных активов. Кроме того, дочерняя фирма должна стараться избегать наращивания дебиторской задолженности, поэтому по возможности желательно добиться быстрой конвертируемости дебиторской задолженности в деньги, и наоборот, увеличить сроки своей кредиторской задолженности. Желательно также одолжить деньги в местной валюте, чтобы заместить ими средства, предоставляемые материнской компанией в США. Последний шаг будет зависеть от относительных процентных ставок. Если курс валюты имеет тенденцию к повышению, то следует предпринять противоположные шаги. В отсутствие информации о будущих колебаниях курса валюты активная политика в любом направлении будет неуместна. В большинстве случаев мы не можем предугадать будущее, поэтому самой разумной представляется политика уравнивания денежных активов денежными обязательствами, чтобы нейтрализовать влияние колебания валютного курса.

Компания, которая проводит зарубежные операции в нескольких странах, может защитить себя от риска изменения валютного курса, отрегулировав свои обязательства о перечислении денег между своими компаниями. Ускорение распределения во времени выплаты денежных поступлений, сделанных или полученных в иностранной валюте, называется *опережением* (leading), а замедление порядка выплаты — *запаздыванием* (lagging). Например, допустим, что ваша компания имеет зарубежные дочерние фирмы в Швейцарии и Чешской Республике. Вы считаете, что чешская крона вскоре ревальвирует, а швейцарский франк удержит свои позиции. Швейцарская дочерняя фирма ежемесячно покупает у чешской фирмы товары стоимостью приблизительно 100 тыс. долл. В соответствии с обычной процедурой для оплаты необходимо три месяца после доставки товаров. Вместо этого, ввиду вероятной ревальвации чешской кроны, вы инструктируете швейцарскую фирму *оперeditь* (to lead) срок уплаты, заплатив за товары по их поступлении.

Для управления внешней торговлей внутри компании и между нею и третьей стороной некоторые многонациональные компании создают **центр перевыписки счетов-фактур** (re invoicing center). Дочерние экспортирующие фирмы многонациональной компании продают товары этому центру, который перепродает (переписывает счета-фактуры) их импортирующей дочерней компании или третьей стороне. Правом распоряжаться товарами первоначально наделяется центр перевыписки счетов-фактур, но сами товары перемещаются непосредственно от продающей компании к покупающей или постороннему клиенту.

### Центр перевыписки счетов-фактур (re invoicing center)

Принадлежащая компании финансовая дочерняя фирма, которая покупает экспортируемые товары у таких же дочерних фирм и перепродает их (перевыписывает счета-фактуры) другим дочерним фирмам этой же родительской компании или независимым потребителям.

Создание центров перевыписки счетов-фактур стимулируется в основном действием налогообложения. Местоположение компании, особенно с точки зрения того, где будет учитываться выручка и облагаться налогом прибыль, стратегически важно. Популярными (с точки зрения налоговых органов) для размещения центра являются Гонконг и Британские Виргинские острова.

Обычно центры по перевыписке счетов-фактур получают счета-фактуры в валюте той страны, где расположена продающая компания, а выписывают их — в валюте страны, где расположена покупающая компания. Таким образом, центр по перевыписке счетов-фактур может централизованно управлять всеми внутренними транзакциями. Централизованная позиция центра по перевыписке счетов-фактур также облегчает внутренний **неттинг** (netting) обязательств (взаимную компенсацию активов и обязательств) с тем, чтобы уменьшить необходимый объем текущих транзакций с иностранной валютой. Кроме того, такая система позволяет осуществлять более координированный контроль за любым опережением и запаздыванием между дочерними предприятиями.

**Неттинг (взаимная компенсация активов и обязательств) (netting)**

Система взаимозачета, при которой закупки в других странах среди участвующих дочерних фирм одной и той же компании осуществляются таким образом, что каждый участник платит или получает только чистую сумму, соответствующую своим покупкам или продажам внутри всей сети компаний.

В дополнение к подобной организации деятельности многонациональная компания может также регулировать выплату дивидендов и роялти между своими дочерними фирмами. Иногда валюту, в которой оплачивается счет, меняют, что позволяет придерживаться прогнозируемого движения валютного курса. Трансфертная (отпускная) цена комплектующих или готовых товаров, которыми обмениваются между собой материнская компания и различные зарубежные дочерние фирмы, также может меняться. (Однако налоговые органы в большинстве стран очень тщательно следят за трансфертными ценами, не позволяя уйти от налогообложения.) В такой ситуации, как и во многих других, платежи между зарубежными дочерними компаниями организуют так, чтобы они были пригодны для полного управления компанией валютным риском.

## Международное финансовое хеджирование

Если средства компании представлены валютой одной страны и она несет убытки при падении ее курса, то фирма может взять заем в данной валюте, чтобы компенсировать риск изменения валютного курса. Исходя из наших предыдущих рассуждений риск, связанный с колебанием стоимости активов, должен уравниваться за счет займов. Зарубежным подразделениям американских компаний доступны многие источники внешнего финансирования — от займов коммерческих банков, расположенных в стране-хозяине, до займов международных кредитных организаций. В этом разделе будут рассмотрены основные источники внешнего финансирования.

**Кредиты коммерческих банков и торговые векселя.** Зарубежные коммерческие банки являются одним из главных источников внешнего финансирования. По сути, они выполняют те же финансовые функции, что и местные

коммерческие банки. Одно из главных различий заключается в том, что банковская практика в Европе допускает выдачу более долгосрочных кредитов, чем это возможно в Соединенных Штатах Америки. Другая особенность состоит в том, что наблюдается тенденция к предоставлению займов на основе *овердрафта*. Другими словами, компания выписывает чек, который превышает остаток денежных средств на счете, за что с нее взимается определенный процент по овердрафту. Многие из таких банков известны под названием *коммерческих банков*, что просто означает предоставление ими полного набора финансовых услуг для фирм. Наряду с ростом многонациональных компаний соответственно возрастает объем международных операций, проводимых американскими банками. Все главные коммерческие города мира имеют у себя филиалы или представительства банков США.

Дополнительно к коммерческому кредитованию обычным методом краткосрочного финансирования выступает учет векселей. Хотя этот метод финансирования широко не распространен в Соединенных Штатах Америки, его повсеместно используют в Европе для финансирования как внутренней, так и внешней торговли. Но речь об этом пойдет дальше.

**Евродоллары (eurodollars)**

Депозиты, деноминированные в долларах США, — как правило, в банке, расположенном за пределами Соединенных Штатов Америки, — на которые не распространяются правила проведения банковских операций в США.

**Финансирование с помощью евродолларов.** Евродоллары (eurodollars) — это банковские депозиты, которые выражены в долларах США, но операции с ними не подчиняются банковским регулятивным правилам Соединенных Штатов Америки. Иностранные банки и зарубежные филиалы американских банков, главным образом в Европе, активно привлекают евродолларовые депозиты, выплачивая процентные ставки, которые колеблются в соответствии со спросом и предложением. Эти депозиты имеют большую стоимость (часто 100 тыс. долл. и больше), и банки используют их, чтобы предоставить долларовые ссуды первостепенным заемщикам. Займы предоставляются по ставке, превышающей процентную ставку по депозитам. Разница в ставках варьируется в соответствии с относительным риском заемщика. По существу, кредитование и заимствование евродолларов — это оптовая операция с намного меньшими издержками, чем при оказании обычных банковских услуг. Ввиду отсутствия государственного регулирования рынка большую роль играют спрос и предложение.

Рынок евродолларов является основным источником краткосрочного финансирования для многонациональной компании. Процентная ставка по займам основывается на евродолларовой депозитной ставке и подвержена только косвенному влиянию прайм-рейт в США. Обычно ставки по займам устанавливаются в соответствии со **ставкой предложения на Лондонском межбанковском рынке кредитов (ставка LIBOR)** (London interbank offered rate — LIBOR). Чем выше риск, тем больше разница (спрэд) сверх ставки LIBOR. Высоконадежный заемщик заплатит около половины процента сверх ставки LIBOR при среднесрочном кредите. Запомните, что ставка LIBOR более изменчива, чем прайм-рейт США, вследствие чувствительности евродолларовых депозитов к спросу и предложению.

**Ставка предложения на Лондонском межбанковском рынке кредитов (ставка LIBOR) (London interbank offered rate)**

Процентная ставка, которую крупные банки в Лондоне выплачивают друг другу за евродоллары.

Следует сказать, что евродолларовый рынок является частью более крупного рынка **евровалюты** (eurocurrency), на котором депозитная ставка и ставки по кредитам привязываются к более твердой валюте мира. Принципы, используемые на данном рынке, аналогичны принципам рынка евродолларов, поэтому здесь мы их повторять не будем. Функционирование рынка евровалюты значительно облегчает международное кредитование и *финансовое посредничество* (financial intermediation).

**Евровалюта (eurocurrency)**

Валюта, депонированная (положенная в банк) за пределами страны ее происхождения.

**Финансирование посредством международных облигаций.** Рынок евровалюты следует отличать от рынка **еврооблигаций** (Eurobond). Последний более традиционен, на нем андеррайтеры размещают выпуски облигаций. Хотя эмиссию облигаций выражают в какой-либо одной валюте, операции с ними проводят в разных странах. Еврооблигация отличается от *иностранной облигации* (foreign bond), которая представляет собой облигацию, выпущенную иностранным правительством или корпорацией на местном рынке. Иностранную облигацию продают в одной стране в соответствии с существующими там правилами торговли ценными бумагами. Иностранные облигации имеют яркие прозвища. Например, *янки-бонды* (Yankee bonds), выпущенные неамериканцами на рынке США, *самурай-бонды* (Samurai bonds), выпущенные нерезидентами на рынке Японии. Еврооблигации, иностранные облигации и местные облигации разных стран различаются по терминологии, по способу вычисления процента, а также своими свойствами. Мы не будем здесь приводить в деталях эти различия, поскольку для освещения этого вопроса потребуется написать отдельную книгу.

**Еврооблигация (eurobond)**

Выпуск облигаций, продаваемый на международных рынках за пределами той страны, в валюте которой она выражена.

Многие выпуски долговых обязательств на международной арене представлены **нотами с плавающей процентной ставкой** (floating-rate notes — FRNs). Эти финансовые инструменты характеризуются разнообразием свойств, в том числе и возможностью выбора валюты погашения. Одни инструменты подлежат индексации в соответствии с общим уровнем цен или цен на потребительские товары, другие привязаны к ставке LIBOR. Интервал повторной установки ставки может составлять год, полгода, квартал или даже меньше. Некоторые долговые обязательства имеют свойства опциона.

**Ноты с плавающей процентной ставкой (floating-rate notes — FRNs)**

Долговые обязательства с меняющейся процентной ставкой.

**Облигации с правом выбора валюты платежа и мультивалютные облигации.** Определенные облигации предоставляют владельцу право выбора валюты для погашения, обычно перед каждой выплатой процентов или получением всей суммы. Как правило, этот выбор ограничен двумя валютами, но их может быть и больше. Например, компания могла бы выпустить облигацию номиналом 1000 долл. с 8%-ной купонной ставкой. Каждая облигация по выбору может погашаться либо в долларах США, либо в британских фунтах. Курс обмена между этими валютами устанавливается на момент выпуска облигаций.

Облигации иногда выпускают с основным платежом (и уплатой процентов), привязанным к определенному средневзвешенному курсу валют разных стран. Известные под названием *коктейль-облигации* (currency cocktail bonds), эти ценные бумаги обеспечивают определенную степень стабильности валютного курса, которая невозможна для одной отдельно взятой валюты. В дополнение к рассмотренным существуют *двувалютные облигации* (dual-currency bonds), при этом цена покупки и купонные платежи выражены в одной валюте, а для основного платежа используют другую валюту. Например, швейцарская облигация может быть предъявлена к уплате процентов в швейцарских франках, а основной суммы — в долларах США.

## Хеджирование на валютном рынке

Для хеджирования валютного риска существуют разнообразные инструменты валютного рынка: форвардные контракты, фьючерсные контракты, валютные опционы и валютные свопы. Давайте посмотрим, как с их помощью защищают свой бизнес финансовые руководители многонациональных компаний.

**Форвардный валютный рынок. Форвардный контракт (forward contract)** покупают для обмена одной валюты на другую в конкретный установленный момент в будущем по конкретному согласованному курсу. Цель его покупки заключается в гарантированном обмене валют по заранее установленному курсу.

### Форвардный контракт (forward contract)

Контракт о поставке товаров, иностранной валюты или финансовых инструментов по цене, установленной на данный момент, но с поставкой или расчетом в определенный момент в будущем. Аналогичен фьючерсному контракту, но, в отличие от него, форвардный контракт нелегко передать или отменить.

*The Phillips Electronics Company* использует механизм форвардного рынка для хеджирования валютного риска. Через свой филиал в Цюрихе она продала оборудование швейцарскому клиенту за 1 млн. франков на условиях “net 90”. В момент платежа *Phillips* намерена конвертировать швейцарские франки в доллары США. Спотовый и 90-дневный форвардные курсы обмена швейцарских франков на доллары США были следующими.

|                                    |       |
|------------------------------------|-------|
| Спотовый курс (долл.)              | 0,770 |
| 90-дневный форвардный курс (долл.) | 0,765 |

Спотовый курс равен текущему рыночному курсу швейцарского франка. В нашем примере 1 франк стоит 0,770 долл., и на 1 долл. можно купить  $1,00/0,770 = 1,299$  франка. Иностранную валюту продают с *форвардным дис-*



*контом* (forward discount), если форвардная цена меньше спотовой. В данном случае швейцарский франк продают с дисконтом. Если форвардная цена превышает спотовую, то говорят, что валюту продают с *форвардной премией* (forward premium). Например, допустим, что британский фунт продают с форвардной премией. В этой ситуации на фунт при поставке в будущем купят больше долларов, чем их было бы куплено в данный момент времени.

Если *Phillips* стремится избежать валютного риска, ей следует продать 1 млн. швейцарских франков сейчас с поставкой через 90 дней. Когда она через 90 дней предоставит франки, то получит 765 тыс. долл. (1 млн. швейцарских франков, умноженных на форвардную цену, равную 0,765 долл. за один франк). Если спотовый курс останется на прежнем уровне — 0,770 долл. — то *Phillips*, конечно, лучше было бы не продавать франки по форвардному контракту. Она могла бы продать 1 млн. франков по спотовой рыночной цене за 770 тыс. долл. В этом смысле *Phillips* переплачивает 0,005 долл. за франк, т.е. в целом 5000 долл., чтобы избежать валютного риска при конверсии швейцарских франков в доллары. В годичном исчислении стоимость защиты равняется:  $(0,005 \text{ долл.}/0,770 \text{ долл.}) \times (365 \text{ дней}/90 \text{ дней}) = 2,63\%$ .

Для стабильной пары валют дисконт, или премия, в зависимости от форвардного курса относительно спотового в основном изменяется от 0 до 5% в годичном исчислении. Для менее стабильных валют дисконт может повышаться до 20%. Выше этой точки неустойчивости валюты форвардный рынок не работает. В целом форвардный валютный рынок позволяет компании застраховать себя от неблагоприятного колебания валютных курсов. Форвардный рынок особенно удобен для хеджирования валютного риска по сделкам.

Котировки по избранным иностранным валютам на определенный момент времени приведены в табл. 24.3. Спотовые курсы, записанные в первом столбце, показывают курс обмена валюты на доллары. Валютные курсы для валют, по которым совершаются сделки, значительные по своим объемам, публикуются в *Wall Street Journal* и *New York Times*. В качестве иностранного туриста вы не можете купить или продать иностранную валюту по указанным там курсам. Часто при покупке вы платите на несколько процентов больше, а при продаже получаете на несколько процентов меньше. Увы, трудно иметь дело с суммой меньше 1 млн. долл.!

**Таблица 24.3. Курсы обмена валют на 5 февраля 2004 года**

|                       | Количество долларов США за одну единицу валюты | Количество единиц валюты за один доллар США |
|-----------------------|--|---|
| Аргентина (песо)      | 0,3384   | 2,9551                                      |
| Австралия (доллар)    | 0,7618   | 1,3127                                      |
| Бразилия (реал)       | 0,3396   | 2,9446                                      |
| Великобритания (фунт) | 1,8331   | 0,5455                                      |
| 30-дневный форвард    | 1,8287   | 0,5468                                      |
| 90-дневный форвард    | 1,8194   | 0,5496                                      |
| 180-дневный форвард   | 1,8054   | 0,5539                                      |

Окончание табл. 24.3

|                               | Количество долларов США<br>за одну единицу валюты | Количество единиц валюты<br>за один доллар США |
|-------------------------------|---|--|
| Канада (доллар)               | 0,7471  | 1,3385   |
| 30-дневный форвард            | 0,7461  | 1,3403   |
| 90-дневный форвард            | 0,7446  | 1,3430   |
| 180-дневный форвард           | 0,7426  | 1,3466   |
| Чили (песо)                   | 0,00168   | 595,24   |
| Китай (рэнминби)              | 0,1208  | 8,2781   |
| Чешская Республика<br>(крона) | 0,03775   | 26,490   |
| Гонконг (доллар)              | 0,1286  | 7,7760   |
| Индия (рупия)                 | 0,02212   | 45,208   |
| Япония (иена)                 | 0,009442  | 105,91   |
| 30-дневный форвард            | 0,009451  | 105,81   |
| 90-дневный форвард            | 0,009469  | 105,61   |
| 180-дневный форвард           | 0,009499  | 105,27   |
| Малайзия (рингит)             | 0,2632  | 3,7994   |
| Саудовская Аравия<br>(риал)   | 0,2666  | 3,7509   |
| Сингапур (доллар)             | 0,5908  | 1,6926   |
| Швейцария (франк)             | 0,7993  | 1,2511   |
| 30-дневный форвард            | 0,7999  | 1,2502   |
| 90-дневный форвард            | 0,8011  | 1,2483   |
| 180-дневный форвард           | 0,8029  | 1,2455   |
| Тайвань (доллар)              | 0,03012   | 33,201   |
| Таиланд (бат)                 | 0,02562   | 39,032   |
| Венесуэла (боливар)           | 0,000626  | 1597,44  |
| Евро                          | 1,2542  | 0,7973   |

В первом столбце табл. 24.3 для каждой валюты показан курс обмена одной ее единицы на доллары США. Например, один австралийский доллар стоит 0,7618 долл. США. Чтобы определить, сколько австралийских долларов (A\$) необходимо для покупки одного американского доллара, используем обратное соотношение  $1/0,7618 = \mathbf{A\$1,3127}$ . Форвардные курсы для 30-, 90- и 180-дневных форвардных контрактов показаны для британского фунта, канадского доллара, японской иены и швейцарского франка. Из сравнения форвардных курсов со спотовыми для этих четырех валют видно, что только японская и швейцарская валюты записаны с форвардной премией относительно доллара США. Причины возникновения премий и дисконтов мы изложим ниже при обсуждении *паритета процентных ставок* (interest-rate parity).

**Евро.** Внизу табл. 24.3 мы находим **евро** (euro). Это общая валюта для Европейского валютного союза (European Monetary Union — EMU), который включает следующие 12 стран Европейского Союза (European Union — EU): Ав-

стрию, Бельгию, Финляндию, Францию, Германию, Грецию, Ирландию, Италию, Люксембург, Нидерланды, Португалию и Испанию. На 1 января 1999 года были установлены курсы обмена валют между “законными валютами” (национальная валюта данной страны до членства в ЕМУ) и евро. Отдельные страны Европейского валютного союза могут продолжать использовать свои национальные валюты наряду с евро до 2002 года, когда они будут изъяты из обращения. Введенный под фанфары, евро начал продаваться с 1 января 1999 года по курсу 1,17 долл. США за евро и даже достиг отметки 1,19 долл. за евро. Однако впоследствии наблюдалось устойчивое падение стоимости евро. Большую часть времени

с 2000 по 2002 год евро продавался и покупался дешевле 1 долл. США. В конце 2002 года курс евро превысил отметку в 1 долл. США. Начиная с этого времени курс евро по отношению к доллару США неуклонно увеличивался и, как следует из табл. 24.3, к настоящему моменту достиг уровня 1,2542 долл. США за один евро (табл. 24.3).

**Евро, европейская валютная единица (euro, European currency unit — EUR)**

Название единой европейской валюты. Официальная аббревиатура — EUR. Как доллар (\$) и британский фунт (£), евро имеет отличительный символ (€).

**Фьючерсные валютные рынки.** По своему действию фьючерсный контракт напоминает форвардный. Фьючерсный валютный рынок существует для большинства валют мира, например австралийского и канадского доллара, британского фунта, швейцарского франка, иены. **Фьючерсный контракт (future contract)** представляет собой стандартизованное соглашение, в соответствии с которым поставка осуществляется по истечении определенного срока в будущем, например в третью среду марта, июня, сентября или декабря, по оговоренной цене. Контрактами торгуют расчетные палаты (клиринговые дома), которые являются посредниками между покупателем и продавцом. Это означает, что все транзакции осуществляются расчетной палатой, а не непосредственно обеими сторонами. Лишь небольшое количество контрактов завершается поставкой валюты. Покупатель и продавец, заключившие контракт, независимо друг от друга предпринимают противоположные операции, чтобы прекратить действие контракта. Продавец “закрывает” контракт путем покупки другого контракта, в то время как покупатель “закрывает” контракт путем продажи другого контракта.

**Фьючерсный контракт (future contract)**

Контракт на поставку товаров, иностранной валюты или финансовых инструментов по определенной цене на оговоренную дату в будущем. Фьючерсными контрактами торгуют на определенных биржах.

В конце каждого торгового дня позиции участников сделок с фьючерсными контрактами *корректируются по расчетным ценам этого дня (marked-to-market)*. Движение цен влияет на позиции покупателей и продавцов противоположным образом. Каждый день есть свои победители и свои проигравшие — в зависимости от направления движения цены. Проигравший должен внести дополнительные средства (маржу) на свой страховочный депозит, в то время как победитель может забрать избыток средств с данного депозита. В этом отноше-

нии фьючерсные контракты отличаются от форвардных: по форвардному контракту необходимо рассчитываться только при его исполнении. Другое отличие состоит в том, что фьючерсные контракты имеют строго определенный набор сроков исполнения. И наконец, размер фьючерсного контракта должен быть кратен стандартному размеру контракта, например 12,5 млн. иен, форвардные же контракты могут быть любого размера. Для целей хеджирования используют оба вида контрактов<sup>5</sup>.

**Валютные опционы.** Форвардные и фьючерсные контракты обеспечивают хеджирование в случае двустороннего изменения валютного курса. Иначе говоря, если валюта движется в каком-либо направлении, то форвардная или фьючерсная позиция компенсирует результат этих колебаний. В отличие от этого, **валютные опционы** (currency options) позволяют хеджировать односторонний риск. Хеджируют только неблагоприятное движение валюты — либо с помощью опциона “колл”, чтобы купить иностранную валюту, либо с помощью опциона “пут”, чтобы ее продать. Держатель валютного опциона имеет право, но не обязательство продать или купить валюту в течение срока действия контракта. Если контракт не исполняется, то действие опциона заканчивается. За такую защиту от валютного риска одна из сторон выплачивает премию.

**Валютный опцион (currency option)**

Контракт, дающий его владельцу право купить (опцион “пут”) или продать (опцион “колл”) определенное количество иностранной валюты по установленной цене до наступления определенной даты (даты истечения).

Существует валютный опцион на спот-рынке и валютный опцион на фьючерсный контракт. Ввиду того что валютными опционами торгуют на биржах всего мира, операции с ними не вызывают затруднений. Использование валютных опционов и их оценка в основном те же, что для опционов на акции. (Ценообразование опционов подробно описано в приложении к главе 22.) Стоимость опциона и, следовательно, размер выплачиваемой премии зависят в основном от изменчивости валютного курса.

**Валютные свопы.** Еще одним средством перемещения риска является *валютный своп* (currency swap). При валютном свопе две стороны обмениваются своими долговыми обязательствами, выраженными в разных валютах. Каждая сторона соглашается выплачивать проценты по обязательствам другой стороны. При погашении происходит обмен суммами, обычно по заранее оговоренному валютному курсу. Обмен является *условным* (notional) в том смысле, что выплачивается только разность величин денежных потоков. В случае дефолта одной из сторон основная сумма не утрачивается.

Валютные свопы обычно осуществляют через посредников — коммерческие банки. Существуют различные формы организации свопов: своп, включающий более двух валют; своп со свойствами опциона; валютный своп в сочетании с процентным свопом, где обязанность платить проценты по долгосрочному долговому обязательству обменивается на обязанность платить проценты по краткосрочному долговому обязательству, обязательству с пла-

<sup>5</sup> Для детального обсуждения фьючерсных рынков см. James C. Van Home, Financial Market Rates and Flows, 6<sup>th</sup> ed. (Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2001).

вающей процентной ставкой или на любой другой вид обязательства. Другими словами, процесс идет в сторону усложнения. Однако запомните: валютные свопы широко распространены и служат средством перемещения риска, возникающего в связи с долгосрочными обязательствами.

## Хеджирование валютного риска: резюме

Мы рассмотрели ряд способов хеджирования валютного риска. Теперь самое время определить наличие в вашей компании естественного хеджирования. Если таковое имеется, то дополнение его финансовым или валютным хеджированием фактически повысит риск компании. Таким действием вы аннулируете естественное страхование, которое присуще вашей компании в силу специфики ее бизнеса за рубежом. В результате вы создадите чистый риск там, где его было мало или не было совсем. Поэтому, прежде чем предпринять хеджирование, следует внимательно оценить вашу подверженность валютному риску.

Первый шаг состоит в оценке вашего чистого, остаточного валютного риска после вычета любого естественного хеджирования, которым обладает компания. Если у вас получается чистый риск (разница между ожидаемыми входящими и исходящими потоками иностранной валюты в определенный период времени), то вопрос будет состоять в том, хотите ли вы хеджировать его и как. Управление денежными средствами и регулирование расчетов между дочерними компаниями служат только временной мерой защиты от риска, и эффективность ее ограничена. Финансовое хеджирование, как и валютные свопы, обеспечивает страхование на долгосрочной основе. Форвардные и фьючерсные валютные контракты, а также валютные опционы обычно применяются на один-два года. Хотя через коммерческий банк можно организовать соответствующие контракты на более длительный срок, стоимость их обычно высока, и к тому же возникают проблемы ликвидности. Таким образом, хеджирование вашего чистого валютного риска зависит от наличия соответствующего механизма хеджирования и его стоимости.

## Макрофакторы, влияющие на валютный курс

Колебания валютного курса происходят непрерывно и часто не поддаются объяснению, по крайней мере краткосрочные. Однако в долгосрочном плане существует связь между инфляцией в вашей стране и за рубежом, а также между процентной ставкой и валютным курсом.

**Паритет покупательной способности.** Если эффективность товарных и финансовых рынков наблюдается и в международном масштабе, то можно ожидать, что между ними существует определенная взаимосвязь. В долгосрочном периоде рынки ходовых товаров и иностранной валюты стремятся к **паритету покупательной способности** (purchasing-power parity — PPP). Дело в том, что цена на стандартный набор товаров в разных странах должна быть примерно одинакова.

### Паритет покупательной способности (purchasing-power parity — PPP)

Положение о том, что цена на стандартный набор товаров примерно одинакова в двух странах, если принять во внимание курс обмена валют этих стран.

Если пшеницу дешевле купить в Канаде, чем в США, то, приняв во внимание транспортные расходы и рассчитав цену покупки в соответствии с валютным курсом, рациональный американский покупатель купит канадскую пшеницу. Эти действия, сопровождающиеся товарным арбитражем, вызовут в Канаде повышение цены на пшеницу по сравнению с ценой в США и приведут к укреплению канадского доллара. Комбинация повышения цены на канадскую пшеницу и изменения стоимости канадского доллара повысит для американского покупателя стоимость (в долларах США) канадской пшеницы. Теоретически эти транзакции будут продолжаться до тех пор, пока стоимость пшеницы в долларах США не станет такой же, как в Канаде. В этот момент для американского покупателя наступит паритет покупательной способности. Ему станет безразлично, где закупать пшеницу — в США или Канаде. С этой точки зрения, канадскому покупателю пшеницы будет также безразлично, где покупать пшеницу, поскольку паритет покупательной способности действует в обоих направлениях.

Насколько точно валютный курс страны соответствует паритету покупательной способности, зависит от ценовой эластичности экспорта и импорта. В отношении тех экспортных товаров, которыми торгуют на мировых конкурентных рынках, обычно наблюдается адекватность валютного курса паритету покупательной способности. Такие товары, как одежда и сталь, обладают значительной ценовой чувствительностью. В целом цены на продукцию в сложившихся отраслях экономики более точно соответствуют паритету покупательной способности, чем в отраслях с развивающейся технологией. Если инфляция в стране главным образом определяется сферой услуг, то это ведет к меньшему проявлению паритета покупательной способности. Мы также знаем, что паритет покупательной способности не действует должным образом, когда страна вмешивается в деятельность валютных рынков, либо поддерживая завышенный курс своей валюты, либо искусственно занижая его. Из-за рыночных противоречий, торговых барьеров, вмешательства государства и других причин паритет покупательной способности среди различных ходовых товаров в краткосрочном периоде обычно неустойчив. Однако в долгосрочном периоде возможно равновесие, и благодаря этому явлению можно понять вероятное направление изменений.

#### *The Coca-Cola Company* и управление валютными операциями

Мы управляем валютным риском в отношении большинства валют на консолидированной основе, которая позволяет нам определять чистый риск и извлекать пользу из любых колебаний валютных курсов. Приблизительно 77% всей операционной прибыли в 1998 году получены за пределами США. Ослабление одной валюты в течение какого-либо периода часто компенсировалось усилением других. Мы используем деривативы в качестве финансовых инструментов, чтобы и в дальнейшем снижать наш чистый валютный риск.

*Источник. The Coca-Cola Company 2002 Annual Report, p. 51. Воспроизведено с разрешения компании Coca-Cola.*

**Паритет процентных ставок.** Второй фактор, влияющий на установление рыночного равновесия, касается различия в процентных ставках двух стран. *Паритет процентных ставок* (interest-rate parity) предполагает, что если процентные ставки выше в одной стране по сравнению с другой, то валюта первой будет продаваться на форвардном рынке с дисконтом. Иными словами, различие в процентных ставках компенсируется различиями в спотовых и форвардных валютных курсах. Как это происходит? В основе паритета лежит зависимость номинальной (наблюдаемой) процентной ставки от ожидаемого уровня инфляции для этой валюты. Как отмечалось в главе 2, *эффект Фишера* (Fisher effect) подразумевает, что номинальная процентная ставка представляет собой сумму реальной процентной ставки (процентной ставки в отсутствие изменения уровня цен) и уровня инфляции, *ожидаемого* (expected) в период действия финансового инструмента.

#### Паритет покупательной способности в случае с Big Mac

Гамбургеры Big Mac компании *McDonald's* продаются в более чем 118 странах. Будучи стандартным продуктом, который одинаков во всех странах, гамбургер производится из местных продуктов и местными работниками. Если паритет покупательной способности действует эффективно, то стоимость Big Mac, с учетом валютных курсов, во всех странах должна быть одинаковой. Время от времени *The Economist* публикует цену Big Mac и валютные курсы, чтобы определить, переоценена или недооценена его стоимость относительно доллара США. Это, конечно, предполагает, что валютные курсы могут сильно отклоняться от паритета покупательной способности в краткосрочном периоде. Однако в долгосрочном периоде экономические силы в конце концов уравнивают покупательную способность валют в отношении Big Mac. Последнее сравнение цены Big Mac и PPP приведено ниже.

| Страна         | Цена Big Mac в местной валюте | Предполагаемый валютный курс (на покупку 1 долл.) | Фактический валютный курс (на покупку 1 долл.) | % переоценки (+) или недооценки (-) по сравнению с ценой (долл. США) |
|----------------|-------------------------------|---|--|--|
| США            | \$2,71                        | —   | —  | —  |
| Австралия      | A\$3,00                       | 1,11  | 1,61   | -31  |
| Великобритания | £1,99                         | 0,73  | 0,63   | +16  |
| Япония (иены)  | 262                           | 96,7  | 120,0  | -19  |
| Малайзия       | M\$5,04                       | 1,86  | 3,80   | -51  |
| Сингапур       | S\$3,30                       | 1,22  | 1,78   | -31  |
| Швеция         | SKr30,0                       | 11,1  | 8,34   | +33  |
| Швейцария      | SFr6,30                       | 2,32  | 1,37   | +69  |

Предполагаемый валютный курс равен цене Big Mac в местной валюте, деленной на цену в долларах США. Для Австралии он равняется:  $A\$3,00/\$2,71 = 1,11$ . Поскольку фактический валютный курс равен 1,61, австралийский доллар недооценен на  $(1,11 - 1,61)/1,61 = -31\%$ . В то же время Big Mac дешевле в Австралии, чем в США. Теория PPP подразумевает, что в конце концов стоимость недооцененных валют

*повысится* (appreciate) относительно доллара США, а переоцененные валюты *обесценятся* (depreciate) относительно доллара США. Если стоимость Big Mac представляет собой приемлемую аппроксимацию потребительской корзины, то равновесие предполагает, что европейские валюты в нашей таблице обесценятся, а азиатско-тихоокеанские — укрепят свои позиции относительно доллара.

*Источник.* Этот материал основывается на данных, полученных на Web-сайте [www.economist.com/markets/bigmac/displayStory.cfm?story\\_id=1730909](http://www.economist.com/markets/bigmac/displayStory.cfm?story_id=1730909). Защищено законом об охране авторских прав © The Economist Newspaper Limited. Используется с разрешения. Все права защищены.

В международном контексте иногда говорят о *международном эффекте Фишера* (international Fisher effect). Это означает, что различия в процентных ставках между двумя странами сигнализируют о различиях в ожидаемых уровнях инфляции. Например, если номинальная процентная ставка в США была 7%, а в Австралии — 12%, то ожидаемое различие в инфляции составит 5%. Иначе говоря, по прогнозу, инфляция в Австралии превысит инфляцию в США на 5%. Насколько точна эта цифра? Несмотря на отсутствие абсолютной зависимости между номинальной процентной ставкой и инфляцией, большинство людей полагают, что ожидаемый уровень инфляции в их стране оказывает значительное влияние на процентную ставку. На более открытых рынках капитала существует еще большее соответствие международному эффекту Фишера.

Для иллюстрации паритета процентных ставок рассмотрим взаимосвязь между долларом США (\$) и британским фунтом (£) сейчас и через 90 дней. Из международного эффекта Фишера следует, что

$$\frac{F_{\pounds}}{S_{\pounds}} = \frac{1 + r_{\pounds}}{1 + r_{\$}}, \quad (24.1)$$

где  $F_{\pounds}$  — текущий 90-дневный форвардный курс обмена фунта на доллар;

$S_{\pounds}$  — текущий спотовый курс обмена фунта на доллар;

$r_{\pounds}$  — номинальная процентная ставка по операциям с фунтами (в расчете для 90-дневного срока) на межбанковском еврорынке;

$r_{\$}$  — номинальная процентная ставка по операциям с долларами (в расчете для 90-дневного срока) на межбанковском еврорынке.

Если номинальная процентная ставка для фунта была 8%, а номинальная процентная ставка для доллара — 6%, то приведение годовых процентных ставок для срока в 90 дней даст 2 и 1,5% соответственно. При текущем спотовом курсе обмена 0,625 фунта за один доллар получим:

$$\frac{F_{\pounds}}{0,625} = \frac{1,020}{1,015}$$

Решение уравнения относительно предполагаемого форвардного курса обмена дает следующий результат:

$$\begin{aligned} (1,015)F_{\pounds} &= (0,625)(1,020) \\ F_{\pounds} &= 0,6375/1,015 = 0,6281. \end{aligned}$$



Таким образом, предполагаемый форвардный валютный курс равен 0,6281 фунта за один доллар США. Обмен по форвардному курсу относительно спотового, равного 0,625 фунта за доллар, происходит с дисконтом. Это означает, что фунт на форвардном валютном рынке относительно доллара стоит меньше ( $1/0,6281 = 1,592$  долл.), чем на спотовом ( $1/0,625 = 1,60$  долл.). Дисконт равен  $(0,6281 - 0,625) = 0,003$ . При паритете процентных ставок дисконт должен быть равен относительной разнице процентных ставок, и в этом случае  $(1,020 - 1,015)/1,015 = 0,005$ . Если процентная ставка в Великобритании меньше, чем в США, то предполагаемый форвардный курс в нашем примере будет меньше спотового. В данном случае британский фунт на форвардном рынке будет обмениваться с премией сверх спотового курса. Например, если процентная ставка США (в годовом исчислении) равна 8%, а процентная ставка Великобритании — 6%, то 90-дневный форвардный курс для британского фунта будет равен:

$$\frac{F_{\text{£}}}{0,625} = \frac{1,015}{1,020}$$

Решив уравнение относительно предполагаемого форвардного курса обмена, получим:

$$(1,020)F_{\text{£}} = (0,625)(1,015)$$

$$F_{\text{£}} = 0,6344/1,020 = 0,6220$$

Следовательно, обмен британского фунта на форвардном рынке происходит с премией, т.е. фунт относительно доллара стоит на форвардном рынке дороже, чем на спотовом. В отсутствие паритета процентных ставок арбитражеры извлекали бы из этого прибыль.

Означает ли это, что паритет процентных ставок всегда присутствует для каждого набора валют? На рынке европейских и других валют, который в основном может считаться совершенным, паритет процентных ставок обычно держится в пределах транзакционных издержек. Для процентных ставок в краткосрочном периоде зависимость достаточно сильная, а для ставок по инвестициям с длительным сроком погашения она слабее. Для валюты стран с ограничениями в отношении обмена, а также с несовершенным налогообложением и другими несовершенствами рынка, не стоит ожидать паритета процентных ставок. Однако там, где реализуется паритет процентных ставок, можно определить долларовую стоимость для будущего платежа или поступления.

## Финансирование международной торговли

Внешняя торговля отличается от внутренней используемыми инструментами и документами. Большая часть внутренних продаж осуществляется по *кредиту открытого счета* (open-account credit). Покупателю выписывают счет, который он должен оплатить в течение большого промежутка времени. Во внешней торговле продавцы редко могут получить исчерпывающую и точную

информацию о кредитоспособности потенциальных покупателей, как это возможно на внутреннем рынке. Процесс передачи информации более сложный, передача товаров происходит медленно. Более того, каналы для правового регулирования в случае дефолта более сложные и дорогие. По этим причинам процедуры для внешней торговли отличаются от принятых на внутреннем рынке. При осуществлении внешней торговли используют три ключевых документа: вексель; коносамент, который отражает физическое перемещение товаров; и аккредитив, который гарантирует платежеспособность покупателя. Опишем каждый из них и одновременно обсудим другие средства, облегчающие внешнюю торговлю: встречную торговлю, экспортный факторинг и форфейтинг.

## **Международный коммерческий переводной вексель**

*Международный коммерческий переводной вексель (tratta) (international trade draft, bill of exchange)* представляет собой письменный приказ экспортера импортеру уплатить определенную сумму денег в определенное согласованное время. (Как правило, получателем денег (ремитентом), т.е. тем, кому импортер должен заплатить, выступает банк, кредитующий экспортера. — *Примеч. ред.*) Несмотря на то что слово “приказ”, как может показаться, звучит довольно жестко, это принятый в международной практике способ ведения бизнеса. Вексель может быть либо *векселем на предъявителя* (sight draft), либо *срочной траттой* (time draft). Вексель на предъявителя оплачивается при предъявлении стороне, которой он адресован. Эту сторону называют *трассатом* (drawee). Если трассат, или импортер, не может уплатить оговоренную сумму по предъявлении тратты, его объявляют несостоятельным, и возмещение производится через аккредитив (это понятие мы обсудим ниже в этой же главе). Срочную тратту можно не оплачивать до наступления определенной даты в будущем<sup>6</sup>. Например, срочная тратта может быть оплачена через 90 дней после предъявления. Пример срочной тратты показан на рис. 24.2.

Отметим еще некоторые характерные черты тратты. Во-первых, безусловный приказ подписывает трассант, т.е. экспортер. В нем указана точная сумма, которую необходимо уплатить трассату (импортеру), а также будущая дата уплаты. При предъявлении срочной тратты трассанту она акцептуется им. *Акцепт* (acceptance) может быть осуществлен либо трассантом, либо банком. Если трассант акцептует тратту, он подтверждает написанное на оборотной стороне тратты обязательство выплатить установленную сумму через 90 дней. Если тратту акцептует банк, то это называется *банковским акцептом* (banker's acceptance). Банк берет на себя обязательство уплатить указанную сумму и, таким образом, замещает платежеспособность трассанта своей платежеспособностью.

---

<sup>6</sup> Тратта может быть либо чистой, либо документарной. Чистая тратта — это тратта, к которой не прилагаются документы о праве собственности. Эти документы прилагаются к документарной тратте и передаются импортеру в момент подачи тратты. Большинство тратт являются документарными.

|  |                                   |
|--|-----------------------------------|
| \$10,000   | January 5, 2004                   |
| □ □ □ Ninety □ □ □   | Days after sight                  |
| Pay to the order of OURSELVES                              |                                   |
| Ten thousand and no/100 □ □ □ □ □ □ □ □ □ □ Dollars (U.S.) |                                   |
| To <u>Auslander Imports</u>                                | <u>K. Adams Company Exporters</u> |
| <u>Hamburg, Germany</u>                                    | <u>Peoria, Illinois, U.S.A.</u>   |
|  | By <u>Kent Adams</u>              |

Рис. 24.2 Срочная тратта

В случае крупного и хорошо известного банка, а большинство банков, акцептующих тратты, именно такие, этот инструмент при акцепте является высоколиквидным. В результате трассант (экспортер) не обязан держать тратту до указанной в ней даты. Он может продать ее (с дисконтом к номиналу) на рынке. Например, 90-дневная тратта на 10 тыс. долл. может быть акцептована широко известным банком. Допустим, что 90-дневная процентная ставка на рынке банковских акцептов равна 8%. В такой ситуации трассант мог бы продать тратту инвестору за: 10 000 долл. – [10 000 долл. × 0,08 (90 /360 )] = **9800 долл.** Через 90 дней инвестор мог бы предъявить вексель банку-акцептанту для оплаты и получить 10 тыс. долл. Таким образом, появление сильного вторичного рынка банковских акцептов облегчило бы внешнюю торговлю, гарантировав экспортерам ликвидность их средств.

## Коносамент

**Коносамент** (bill of lading) представляет собой товаросопроводительный документ на перевозку товаров от экспортера к импортеру. Он выполняет несколько функций. Во-первых, служит как расписка транспортной компании, выданная экспортеру и свидетельствующая о получении товаров. Во-вторых, выступает контрактом между транспортной компанией и экспортером на погрузку и доставку товаров определенной третьей стороне в установленное место назначения. И наконец, коносамент может служить документом, подтверждающим право собственности его держателя на товары. Импортер не может считать товары собственностью до тех пор, пока не получит коносамент от транспортной компании или ее агента. Этот коносамент не будет передан до тех пор, пока импортер не выполнит все условия тратты<sup>7</sup>.

### Коносамент (bill of lading)

Товаросопроводительный документ, содержащий подробности отгрузки и доставки товаров, а также сведения об их владельце.

<sup>7</sup> Коносамент может быть переуступлен, если его условия оговариваются в момент выписки. Его можно также использовать как обеспечение займа.

Коносамент прилагается к тратте, и процедуры обработки обоих документов достаточно хорошо разработаны. Банки и другие финансовые институты могут эффективно оперировать этими документами, существующими практически в каждой стране. Более того, в основе процедур, в соответствии с которыми товары перемещаются между разными государствами, лежит международное право. Эти процедуры позволяют экспортеру в одной стране продавать товары неизвестному импортеру в другой стране и не лишают его прав собственности на товары до их оплаты, если используется тратта на предъявителя, или до акцепта в случае срочной тратты.

## **Аккредитив**

Коммерческий *аккредитив* (letter of credit) — обязательство банка, выписанное по просьбе и в соответствии с указаниями импортера. В нем банк соглашается оплатить тратту, выписанную на импортера, при условии, что коносамент оформлен по правилам. По существу, банк принимает на себя обязательства импортера. Очевидно, местный банк не может выписать аккредитив до тех пор, пока не убедится в платежеспособности импортера и его намерении оплатить тратту. Наличие такого финансового инструмента, как аккредитив, почти исключает риск экспортера при продаже товаров неизвестному импортеру в другой стране.

**Пример подтвержденного аккредитива.** Сила аккредитива возрастает, если банк экспортера подтверждает его. Например нью-йоркский экспортер планирует отправить морем товары бразильскому импортеру, находящемуся в Рио-де-Жанейро. Банк импортера в Рио-де-Жанейро рассматривает его как платежеспособного клиента и хочет выдать аккредитив, гарантирующий оплату товаров при их получении. Таким образом, банк в Рио принимает на себя обязательства по оплате. Контракт заключен теперь между банком в Рио и владельцем аккредитива — нью-йоркским экспортером. Экспортер может предпочесть действовать через свой банк, потому что он мало информирован о банке в Рио. Экспортер просит свой нью-йоркский банк подтвердить аккредитив банка в Рио. Если нью-йоркский банк подтвердит кредитоспособность банка в Рио, то он согласится на сотрудничество, обязуясь самому оплатить тратты, выписанные в соответствии с аккредитивом.

Таким образом, когда экспортер отгружает товары, он выписывает тратту согласно условиям предоставления аккредитива. Экспортер предъявляет тратту своему нью-йоркскому банку, и банк оплачивает соответствующую сумму, принимая все условия отгрузки. В результате такой организации бизнеса экспортер сохраняет свои деньги и не беспокоится об оплате. Затем нью-йоркский банк направляет тратту и другие документы в банк Рио-де-Жанейро. После подтверждения, что товары отгружены должным образом, банк в Рио принимает тратту и производит оплату нью-йоркскому банку. Далее банк в Рио связывается с бразильским импортером и взимает с него плату, как только товары будут успешно доставлены в Рио.

**Облегчение торговли.** Из предыдущего изложения легко понять, почему аккредитив облегчает международную торговлю. Вместо того чтобы предоставлять кредит непосредственно импортеру, экспортер полагается на один или не-

сколько банков, и их платежеспособность замещает платежеспособность импортера. Аккредитив может быть либо отзывным, либо безотзывным, но тратты, выставленные на отзывной аккредитив, должны акцептоваться банком, выдавшим аккредитив. Это обязательство нельзя ни отменить, ни видоизменить без согласия всех сторон. В то же время отзывной аккредитив может быть аннулирован или изменен банком, выдавшим его. Отзывной аккредитив конкретизирует форму платежа, но не гарантирует саму оплату тратты. Большинство аккредитивов являются безотзывными, но описанный выше процесс допускает и отзывной аккредитив.

Три описанных выше документа — тратта, коносамент и аккредитив — необходимы для проведения международных транзакций. Для ведения такого бизнеса существуют установленные международным правом процедуры. Вместе они предоставляют экспортеру защиту при продаже товаров неизвестным импортерам в других странах. Они также дают гарантию импортеру, что товары будут отгружены и доставлены должным образом.

## Встречная торговля

В дополнение к документам, используемым для облегчения стандартных сделок, для финансирования международной торговли существуют средства, больше ориентированные на нужды потребителя. Один из методов известен под названием **встречная торговля** (countertrade). В типичном соглашении о встречной торговле продающая сторона принимает в счет платежа вместо денег товары.

### Встречная торговля (countertrade)

Общий термин для бартерной и других форм торговли, которые включают продажу между различными государствами товаров или услуг, оплачиваемых полностью или частично путем передачи товаров или услуг из иностранной державы.

Когда ограничения обмена валюты или иные ограничения препятствуют оплате в *устойчивой валюте* (hard currency) (т.е. валюте, которая повсеместно вызывает доверие: американские доллары, британские фунты и японская иена), то в качестве платежа можно принять товары. Эти товары могут быть произведены в стране, которая осуществляет платеж, но это необязательно. Обычной формой встречной торговли является бартерная торговля. Например, производитель безалкогольных напитков из США может продать концентраты напитков и сиропы российской компании, занимающейся разливом напитков, в обмен на российскую водку. Следует помнить, что вы рискуете, принимая в счет оплаты вместо устойчивой валюты товары. Качество и стандарт товаров, которые доставляются и принимаются в счет оплаты, могут отличаться от того, что было обещано. Кроме того, существуют дополнительные проблемы, связанные с перепродажей принятых товаров с целью получения денег. Хотя встречная торговля сопряжена с риском, была создана инфраструктура, включающая ассоциации встречной торговли и специализированные консалтинговые фирмы, содействующие ведению внешней торговли этим методом.

**Встречная торговля: рост популярности**

Согласно *Trade Partners UK*, государственного агентства Великобритании, которое оказывает консалтинговые услуги британским компаниям за рубежом, от 5 до 40% мировой торговли так или иначе связаны со встречной торговлей. Это указывает на степень важности роли, которую в наши дни играет встречная торговля в международных политических и торговых делах.

Встречная торговля сейчас переживает период роста. Например, она охватывает все новые сферы деятельности, начиная с закупок вооружений и аэрокосмической техники и заканчивая проектами, связанными с гражданской инфраструктурой. Кувейтское министерство финансов начало требовать заключения контрактов на условиях встречной торговли от “всех зарубежных или национальных компаний, выступающих в роли агентов зарубежных фирм”. Это требование касается контрактов кувейтского правительства, связанных с гражданским сектором, стоимость которых превышает 10 млн. кувейтских динаров (33 млн. долл. США). По-видимому, этому примеру вскоре последуют и другие страны Персидского залива.

Существуют пять основных форм встречной торговли: бартер; обратная покупка; встречная покупка; толлинг; компенсация (зачет) — самая распространенная форма встречной торговли, которая, в свою очередь, делится на непосредственную и косвенную компенсацию. Нередко используется сочетание двух или нескольких форм встречной торговли. Иногда термины, обозначающие разные формы встречной торговли, используются как синонимы (если это не порождает излишней путаницы).

В случае непосредственной компенсации поставщик берет на себя обязательство использовать материалы, компоненты или узлы, полученные у страны-импортера. Непосредственная компенсация является способом продвижения импортных заменителей и оборонного или иного оборудования местного производства.

В случае косвенной компенсации поставщики вступают в отношения долгосрочного сотрудничества и принимают меры к стимулированию притока инвестиций, не связанного с контрактом на поставки, — с целью поддержки, упрочения или диверсификации местной промышленной базы. Эти инвестиции вовсе необязательно должны осуществляться компанией, выигравшей первоначальный контракт, и могут полностью отличаться по своей природе от первоначальной продажи.

Инвестиции в рамках встречной торговли, по словам представителей кувейтских деловых кругов, продвигают и стимулируют частный сектор, привлекают современные технологии, приоткрывают инвестиционные каналы, помогают в обучении специалистов и создают новые рабочие места.

Бедные страны также отдают предпочтение встречной торговле, которая делает их не столько простыми получателями помощи, сколько “торговыми партнерами” стран, более богатых в технологическом и экономическом отношении. Кроме того, договоры о встречной торговле надежнее, чем обещания помощи.

“Многим развивающимся странам не под силу покупать необходимые им товары или оборудование из-за отсутствия иностранной валюты”, — говорит баронесса Саймонс, британский министр международной торговли и развития. В некоторых странах встречная торговля оказывается единственным эффективным механизмом ведения бизнеса.

*Источник.* Заимствовано из статьи “A deal with strings attached”, *Financial Times* (July 18, 2002), p. 8. ([www.ft.com](http://www.ft.com)) © The Financial Times Limited 2002. Используется с разрешения. Все права защищены.

## Экспортный факторинг

Факторинг экспортной дебиторской задолженности аналогичен продаже (факторингу) местной дебиторской задолженности, которую мы обсудили в главе 11. Он включает окончательную продажу счетов дебиторов фирмы-экспортера *факторинговой компании, фактор-фирме* (factor), финансовому институту, специализирующемуся на операциях факторинга. Фактор-фирма принимает кредитный риск и обслуживание экспортной дебиторской задолженности. Обычно экспортер получает платеж от факторинговой компании еще до оплаты обязательств партнером. Обычное комиссионное вознаграждение составляет приблизительно 2% от стоимости отгруженных за границу товаров. Часто перед оплатой дебиторской задолженности возможен аванс в денежной форме размером до 90% от стоимости груза. За такой аванс экспортер платит проценты сверх комиссионных. Благодаря такому характеру взимания денег с должников большинство факторинговых компаний главным образом интересуется экспортерами, у которых образуются большие объемы долгов их партнеров. Кроме того, факторинговая компания может отклонить определенные счета, которые она считает слишком рискованными. Главная польза для экспортера в продаже счетов — в душевном спокойствии, которое он обретает после того, как поручит получить деньги факторинговой компании с ее международными связями и опытом.

## Форфейтинг

**Форфейтинг** (forfaiting) представляет собой средство финансирования внешнеторговых операций, похожее на экспортный факторинг. Экспортер продает с дисконтом *форфейтору* (forfaiter) без права обратного требования экспортную дебиторскую задолженность, обычно оформленную простым векселем или траттой импортера. Форфейтор может быть дочерней фирмой международного банка или специализированной торгово-финансовой фирмой. Форфейтор принимает кредитный риск и взимает плату с импортера. Кроме того, форфейтинг включает гарантию оплаты от банка или от правительства страны импортера. Обычно вексель выписывается на шесть месяцев или дольше и оформляет крупную сделку. Форфейтинг особенно полезен для экспортера в торговой сделке, где в качестве импортера выступает фирма из развивающейся страны или из Восточной Европы. Именно присутствие сильной третьей стороны-гаранта позволяет форфейтору охотно работать с дебиторской задолженностью из этих стран.

### **Форфейтинг (forfaiting)**

Продажа без права обратного требования средне- и долгосрочной экспортной дебиторской задолженности финансовому институту, называемому форфейтором. Третья сторона, обычно банк или правительственная организация, гарантирует кредитование.

## Резюме

- Финансовые менеджеры все чаще сталкиваются с глобализацией производственных и финансовых операций. Глобализация означает, что принятие решений об инвестициях и финансировании происходит в международном масштабе. Планирование инвестиций в международном аспекте должно учитывать будущие значения валютных (обменных) курсов.
- Экспансия капитала за границу предпринимается с целью выхода на новые рынки сбыта, приобретения более дешевых производственных мощностей и сбережения сырьевых богатств в своей стране. Освоение новых сегментов рынка за рубежом предоставляет возможности для снижения риска, часто отсутствующие на местном рынке.
- Риск определяется разными факторами, в том числе политической обстановкой в стране, куда вкладываются средства, а также различными правилами налогообложения.
- При осуществлении внешнеэкономической деятельности компания сталкивается с тремя видами валютного риска: риском пересчета, риском по сделкам и экономическим риском. *Риск пересчета* представляет собой изменение в учетной прибыли и статьях бухгалтерской отчетности, вызванное изменением валютного курса. *Риск по сделкам* связан с платежами по таким сделкам, как, например, при кредите по открытому счету, которые осуществляются по одному валютному курсу, в то время как обязательство первоначально было записано при другом курсе. *Экономический риск* проявляется в столкновении с непредвиденными изменениями валютных курсов в прогнозируемых будущих денежных потоках и, следовательно, в изменении величины стоимости реализуемых проектов.
- Существует несколько способов управления валютным риском. С этой целью используют естественное хеджирование, управление денежными средствами, регулирование внутрифирменных расчетов, а также международное финансовое хеджирование и валютное хеджирование путем заключения форвардных, фьючерсных контрактов, валютных опционов и валютных свопов.
- Естественное хеджирование основано на том, что рост издержек в связи с изменением обменного курса компенсируется ростом выручки, и поэтому колебания курса валюты не влияют на прибыль. Естественное хеджирование зависит от степени, в которой цена продукции и ее издержки определяются либо мировым, либо местным рынком.
- Компания может снизить риск, уравновесив денежные активы и обязательства и регулируя расчеты между своими дочерними компаниями. Она может защитить себя от валютного риска, финансируя свой бизнес в разных валютах. Главным источником международного финансирования являются займы коммерческих банков, дисконтные коммерческие векселя, займы в евро- и азиатских долларах, а также международные облигации.
- Хеджирование на валютном рынке основано на использовании форвардных контрактов, фьючерсных, валютных опционов, валютных свопов.



Форвардный контракт покупают для обмена одной валюты на другую в конкретный установленный момент в будущем по определенному согласованному курсу. Цена защиты от валютного риска выражается в разнице форвардного и спотового валютных курсов. Фьючерсный контракт по действию аналогичен форвардному, но отличается от него характером оплаты и другими свойствами. Валютные опционы обеспечивают защиту от изменения валютного курса в одну сторону, т.е. от неблагоприятного движения валюты, что выражается в выплате премии. Владелец валютного опциона платит премию за право, но не за обязательство исполнить опцион. Валютный опцион подходит для хеджирования одностороннего риска. Наконец, валютные свопы имеют значение как инструмент перемещения риска для долгосрочного периода. В случае валютного свопа две стороны обмениваются долговыми обязательствами в разных валютах.

- Лучше понять зависимость между инфляцией, процентными ставками и валютными курсами помогают две взаимосвязанные теории. *Паритет покупательной способности* заключается в том, что, принимая во внимание валютные курсы, цена на стандартный набор товаров должна быть примерно одинаковой во всех странах. *Паритет процентных ставок* предполагает, что разница между форвардным и спотовым курсами объясняется разницей значений номинальных процентных ставок в этих странах.
- Три главных финансовых инструмента облегчают международную торговлю. *Международный коммерческий переводной вексель (тратта)* представляет собой письменный приказ экспортера импортеру уплатить тому, кого укажет экспортер, определенную сумму денег либо в момент предъявления тратты, либо через определенное согласованное время после ее предъявления. *Коносамент (bill of lading)* представляет собой товаросопроводительный документ на перевозку товаров от экспортера к импортеру, который одновременно служит распиской транспортной компании, выполняет роль контракта на перевозку и удостоверяет право собственности на груз. *Аккредитив (letter of credit)* представляет собой согласие банка от имени импортера оплатить вексель, выписанный на имя последнего. Аккредитив сильно снижает риск для экспортера и может быть подтвержден другим банком.
- Дополнительными средствами финансирования внешней торговли являются *встречная торговля, экспортный факторинг и форфейтинг*. Встречная торговля включает операции по продаже или покупке товаров на международных рынках непосредственно между двумя сторонами или через посредников. Экспортный факторинг включает продажу дебиторской задолженности *фактор-фирме*, которая принимает на себя кредитный риск. Форфейтинг аналогичен факторингу, но включает средне- и долгосрочные долговые обязательства (шесть месяцев и больше) значительного объема, которые продаются с дисконтом *форфейтору*. Кроме того, в качестве гаранта участвует третья сторона.



## Вопросы

1. В соответствии с принципом инвестирования более высокая степень риска считается допустимой, если взамен предлагается более высокая ставка доходности. Как вы считаете, соблюдается ли этот принцип для международных инвестиций?
2. Почему компания стремится создать совместное зарубежное предприятие, если она теряет частичный контроль над своими зарубежными операциями?
3. Во многих странах существует требование, согласно которому во владении акционеров — граждан этих стран должно находиться более 50% голосующих акций любого совместного предприятия. Разумно ли это? Ответ поясните.
4. Наносит ли ущерб материнской компании США налог на прибыль, выплаченный ее зарубежным подразделением?
5. Назовите различные виды валютного риска при проведении корпорацией внешнеэкономической деятельности.
6. Чем отличается бухгалтерский учет при пересчете прибылей и убытков (в валюту своей страны) в случаях использования в качестве «функциональной валюты» доллара и местной валюты?
7. *Естественное хеджирование* иногда имеет место в компании, осуществляющей свою деятельность за рубежом. Что означает этот термин и насколько такое хеджирование важно?
8. Что означают форвардный дисконт и форвардная премия в отношении иностранной валюты? Приведите примеры. Какова цель форвардных валютных рынков?
9. Чем с точки зрения валютного хеджирования отличаются друг от друга *форвардные контракты, фьючерсные контракты, опционные контракты* и *валютные свопы*?
10. Всегда ли должен соблюдаться *паритет покупательной способности* на международных рынках? Ответ поясните.
11. Что такое *паритет процентных ставок*? Как он действует?
12. Почему компания должна управлять своим валютным риском? Может ли она «застраховать себя сама» с меньшими издержками?
13. Объясните функции рынка евродолларов.
14. Какие функции выполняет *коносамент*?
15. Кто является должником, а кто кредитором в случае использования *аккредитива*?
16. Какова ценность банковского акцепта? Чем он отличается от акцепта по международному коммерческому векселю? Какими факторами определяется цена банковского акцепта?
17. Чем в общем смысле отличается финансирование международной торговли от финансирования внутренней?



## Задачи для самопроверки

1. Ниже приводятся валютные курсы (гипотетических стран) на рынке *Forex*.

| Валюта            | Валютный курс (долл. за единицу) |
|-------------------|----------------------------------|
| Спамания (лизо)   | 0,100                            |
| Бритландия (фунт) | 1,500                            |
| Чилакуя (песо)    | 0,015                            |
| Трансия (франк)   | 0,130                            |
| Шопания (бэн)     | 0,005                            |

Определите количество:

- Лизо Спамании, которые можно приобрести за 1000 долл.
  - Долларов США, необходимых для покупки 30 фунтов Бритландии.
  - Песо Чилакуя для приобретения 900 долл.
  - Долларов США для покупки 100 франков Трансии.
  - Бэнов Шопании для приобретения 50 долл.
2. Компания *Kingsborough Industries, Inc.* имеет дочернюю фирму в *Лолландии* (Lolland), где валютой является гилдноут. Валютный курс на начало года составляет 3 гилдноута за 1 долл. На конец года курс гилдноута укрепился и составил 2,5 гилдноута за 1 долл. Бухгалтерский баланс дочерней фирмы на начало и конец года и отчет о прибылях и убытках приведены ниже (в тысячах).

|   | В гилдноутах |             |
|---|--------------|-------------|
|   | 31.12.20X1   | 31.12.20X2  |
| <b>Бухгалтерский баланс</b>             |              |             |
| Денежные средства                       | 300          | 400         |
| Дебиторская задолженность               | 1800         | 2200        |
| Материальные запасы (FIFO)              | 1500         | 2000        |
| Остаточная стоимость основного капитала | <u>2100</u>  | <u>1800</u> |
| Всего                                   | <u>5700</u>  | <u>6400</u> |
| Текущие обязательства                   | 2000         | 1900        |
| Обыкновенные акции                      | 600          | 600         |
| Нераспределенная прибыль                | <u>3100</u>  | <u>3900</u> |
| Всего                                   | <u>5700</u>  | <u>6400</u> |

| <b>Отчет о прибылях и убытках</b>   |              |
|-------------------------------------|--------------|
| Продажи                             | 10 400       |
| Себестоимость реализованных товаров | 6000         |
| Амортизация                         | 300          |
| Расходы                             | 2400         |
| Налоги                              | <u>900</u>   |
| Операционная прибыль                | 800<br>===== |

Первоначальный обменный курс для основного капитала составлял 3 гилдноута за 1 долл. Первоначальный обменный курс для запасов и себестоимости реализованных товаров при использовании доллара в качестве функциональной валюты составляет 2,7 гилдноута за 1 долл. При использовании гилдноута в качестве функциональной валюты курс составляет 2,6 гилдноута за 1 долл. при учете себестоимости реализованной продукции. Средний валютный курс за год составляет 2,75 гилдноута за 1 долл., а продажи, амортизация, расходы и выплаченные налоги постоянны в течение года. Примем, что никакой предварительной корректировки пересчета не было. На основе этой информации и допущении, что функциональной валютой является гилдноут, определите бухгалтерский баланс на 31 декабря 20X2 года и составьте отчет о прибылях и убытках (округленно, в тысячах долларов). Затем пересчитайте финансовую отчетность при допущении, что функциональной валютой является доллар. Чем они различаются?

3. Компания *Zike Athletic Shoe Company* продает оптом свою продукцию во Фридонию. Покупная цена партии товара составляет 50 тыс. фридонийских марок со сроком поставки 90 дней. После получения платежа компания *Zike* должна конвертировать марки в доллары. Текущий спотовый валютный курс марки к доллару составляет 1,71, а форвардный 90-дневный курс — 1,70.
- Что дало бы компании *Zike* хеджирование валютного риска? Какие транзакции необходимы?
  - Как обменивается марка: с *форвардной премией* или с *форвардным дисконтом*?
  - Какое подразумеваемое различие в процентных ставках существует между двумя странами? (Используйте положения паритета процентных ставок.)



## Задачи

- Ниже приводятся валютные курсы (гипотетических стран) на рынке *Forex*.

| Валюта               | Валютный курс (единиц за 1 долл.) |
|----------------------|-----------------------------------|
| Бритландия (фунт)    | 0,62                              |
| Спамания (лизо)      | 1300,00                           |
| Шопания (бэн)        | 140,00                            |
| Лолландия (гилдноут) | 1,90                              |
| Двидения (крона)     | 6,40                              |
| Трансия (франк)      | 1,50                              |

На основе этой информации вычислите количество (с точностью до сотых):

- a) Фунтов Бритландии, которые можно купить за 100 долл.
  - b) Долларов США, которые необходимы для приобретения 50 гилдноутов Лолландии.
  - c) Крон Двидении, которые могут быть куплены за 40 долл.
  - d) Лизо Спамании, которые могут быть куплены за 10 долл.
  - e) Долларов США, которые можно купить на 1000 бэнов Шопании.
2. Компания из США *Imports Company* купила оборудование стоимостью 100 тыс. фридонийских марок у фирмы в Зеппо (Фридония). Стоимость доллара по отношению к марке возросла. Фирме в Зеппо предложили оплату в кредит на условиях “2/10, net 90”. Спотовый курс для марки составляет 0,55 долл.; а 90-дневный форвардный курс равен 0,56 долл.
- a) Вычислите долларовые издержки платежа для 10-дневного периода, когда возможна скидка за ранний платеж.
  - b) Вычислите долларовые издержки на покупку форвардного контракта при уплате по счету через 90 дней.
  - c) Разница между правильными ответами в пунктах a) и b) является результатом временной стоимости денег (наличия скидки за предоплату) и защиты от колебаний валютного курса. Определите значение каждого из этих компонентов.
3. Компания *Fuel-Guzzler Vehicles, Inc.* рассматривает вопрос о строительстве нового завода в Лолландии. Завод будет стоить 26 млн. гилдноутов. По прогнозу, дополнительные денежные потоки составят 3 млн. гилдноутов в год в течение первых трех лет, 4 млн. — в последующие три года, 5 млн. — с 7-го по 9-й годы и 6 млн. гилдноутов — с 10-го по 19-й годы, после чего завод прекратит работу (а остаточная стоимость основного капитала будет равна нулю). Текущий валютный курс равен 1,90 гилдноута за 1 долл. Требуемая ставка доходности применительно к возвращаемым в США долларам составляет 16%.

- a) Чему будет равна чистая приведенная стоимость проекта при условии, что валютный курс останется равен 1,90?
- b) Чему будет равна чистая приведенная стоимость проекта при условии, что валютный курс будет следующим: 1,84 в течение первых трех лет; 1,78 — последующих трех лет; 1,72 — с 7-го по 9-й годы; 1,65 — с 10-го по 19-й годы?
4. Компания *Fleur du Lac* из Трансии отправила товары американскому импортеру на основании аккредитива, согласно которому оплата производится по истечении 90 дней. Счет-фактура выписана на 124 тыс. долл. В настоящее время валютный курс составляет 5,70 трансузских франков за 1 долл. Если через 90 дней трансузский франк укрепится на 5%, то к чему приведет сделка в трансузских франках — к прибыли или убыткам? Что случится, если курс трансузского франка упадет на 5%? (*Примечание.* Все вычисления следует выполнять во франках за доллар.)
5. В Соединенных Штатах Америки пшеница продается по 4 долл. за бушель. В Канаде цена за бушель составляет 4,56 канадского доллара. Курс обмена равен 1,2 канадского доллара за 1 долл. США. Имеет ли место паритет покупательной способности? Если нет, то что должно измениться, чтобы установился паритет?
6. В настоящее время на спотовом рынке 1 долл. США стоит 140 иен. На еврынке номинальная межбанковская процентная ставка для иены в пересчете на 90 дней составляет 4%, а в США она равна 8%. Исходя из положений паритета процентных ставок определите, каким будет подразумеваемый 90-дневный форвардный валютный курс иены к доллару? Что изменится, если упомянутая выше процентная ставка в США составит 6% вместо 8%?
7. Компания *Cordova Leather Company* облагается в США по 38%-ной налоговой ставке. У нее есть торговые филиалы в Алжире и Швейцарии, каждый из которых приносит прибыль в 200 тыс. долл. до выплаты налогов. Если эффективная ставка налога на прибыль в Алжире составляет 52% и 35% в Швейцарии, то какой суммарный налог (в США и за рубежом) должна будет заплатить компания *Cordova* при вышеуказанной прибыли?
8. Компания *McDonnoughs Hamburger Company* намерена выдать кредит в 500 тыс. долл. своей дочерней фирме в Японии. В то же время компания *Tsunami Heavy Industries* заинтересована в предоставлении приблизительно такого же по размеру среднесрочного займа своей дочерней фирме в США. Обе заинтересованные стороны были сведены вместе инвестиционным банком с целью осуществления *параллельных займов (parallel loans)* (форма валютного свопа). Компания *McDonnoughs* даст займы 500 тыс. долл. дочерней фирме компании *Tsunami* в США сроком на четыре года под 13%. Вся сумма и проценты должны быть выплачены только в конце четвертого года (с учетом ежегодного начисления

сложных процентов). Компания *Tsunami* даст займы дочерней фирме компании *McDonnoughs* в Японии 70 млн. иен сроком на четыре года под 10%. Вся сумма и проценты (ежегодно начисляются сложные проценты) также должны быть выплачены в конце данного периода. Текущий курс составляет 140 иен за 1 долл. Однако, по прогнозу, курс доллара будет снижаться на 5 иен (на 1 долл.) каждый год в течение следующих четырех лет.

- a) Если этот прогноз окажется верным, то каким будет долларовый эквивалент всей суммы и процентных выплат компании *Tsunami* в конце четвертого года?
  - b) Какую общую сумму в долларах получит компания *McDonnoughs* в конце четвертого года при возвращении займа от дочерней фирмы *Tsunami* в Японии?
9. Правительство Звилии в настоящее время заинтересовано в привлечении иностранных инвестиций. Корпорация *Comstock International Mining Corporation* из США планирует открыть новую шахту по добыче меди в Звилии. По прогнозу, первоначальная разовая инвестиция составит 25 млн. долл., в дальнейшем денежные потоки увеличатся и их будет достаточно, чтобы покрыть растущие потребности в капитале. По предварительным данным, на основе самого характера бизнеса предполагается, что проект окажется высокоприбыльным, с ожидаемым значением IRR, равным 34%.

Правительство Звилии, как и правительство многих стран, нестабильно. Управляющие компании *Comstock*, стараясь оценить эту нестабильность и ее последствия, прогнозируют с 10%-ной вероятностью, что действующее правительство будет свергнуто и новое правительство проведет экспроприацию частной собственности без всякой компенсации. Полностью будут потеряны 25 млн. долл., и IRR составит минус 100%. Также существует 15%-ная вероятность того, что правительство будет смещено, но новое правительство выплатит частичную компенсацию за собственность. При таком развитии событий IRR составила бы минус 40%. И наконец, существует 15%-ная вероятность того, что существующее правительство останется у власти, но изменит свою политику в отношении возвращения прибыли и разрешит корпорации вернуть только ее первоначальную инвестицию, т.е. 25 млн. долл., а все остальные денежные потоки, полученные в результате реализации проекта, должны будут реинвестироваться в данную страну навсегда. Все вышеуказанные вероятные пути развития событий приводят к 60%-ной вероятности того, что значение IRR составит 34%.

При данном политическом риске приблизительно оцените вероятную доходность компании *Comstock*. Стоит ли идти на риск и закладывать шахту по добыче меди? Ответ поясните.



## Решения задач для самопроверки

1.
  - a)  $1000 \text{ долл.} / 0,100 = 10\,000 \text{ лизо}$
  - b)  $30 \times 1500 \text{ долл.} = 45 \text{ долл.}$
  - c)  $900 \text{ долл.} / 0,15 = 60\,000 \text{ песо}$
  - d)  $100 \times 1,3 \text{ долл.} = 130 \text{ долл.}$
  - e)  $50 \text{ долл.} / 0,005 = 10\,000 \text{ бэн}$
- 2.

|   | В долларах США на 31.12.20X2 г.                 |   |
|---|---|---|
|   | Гилдноут в качестве<br>функциональной<br>валюты | Доллар в качестве<br>функциональной<br>валюты |
| <b>Бухгалтерский баланс</b>                                 |   |   |
| Денежные средства   | 160   | 160   |
| Дебиторская задолженность                                   | 880   | 880   |
| Материальные запасы   | 800   | 741   |
| Остаточная стоимость основного капитала                     | <u>720</u>                                      | <u>600</u>                                    |
| Всего   | 2560<br>=====                                   | 2381<br>=====                                 |
| Текущие обязательства                                       | 760   | 760   |
| Обыкновенные акции  | 200   | 200   |
| Нераспределенная прибыль (1033 долл. на 31 декабря 20X1 г.) | 1198  | 1421  |
| Накопленная поправка пересчета                              | <u>402</u>                                      |   |
| Всего   | 2560<br>=====                                   | 2381<br>=====                                 |
| <b>Отчет о прибылях и убытках</b>                           |   |   |
| Продажи   | 3782  | 3782  |
| Себестоимость реализованной продукции                       | 2308  | 2222  |
| Амортизация   | 109   | 100   |
| Расходы   | 873   | 873   |
| Налоги  | <u>327</u>                                      | <u>327</u>                                    |
| Операционная прибыль  | 165   | 260   |
| Прибыль от пересчета  |   | <u>128</u>                                    |
| Чистая прибыль  | 165<br>=====                                    | 388<br>=====                                  |
| Поправка пересчета  | 402   |   |

Когда гилдноут используют в качестве функциональной валюты, все статьи бухгалтерского баланса, кроме обыкновенных акций и нераспределенной прибыли, пересчитываются по текущему курсу, равному 2,50. Все статьи отчета о прибылях и убытках пересчитываются по среднему годовичному курсу, равному 2,75, кроме себесто-



имости реализованной продукции, которая пересчитывается по курсу 2,60. Чистая прибыль — это остаток после вычета себестоимости реализованных товаров и других затрат из объема продаж. Нераспределенная прибыль представляет собой чистую прибыль, равную 165 долл., плюс нераспределенная прибыль на начало года — 1033 долл., что в сумме дает 1198 долл. Поправка заключается в уравнивании активов и пассивов в бухгалтерском балансе за счет дополнительной суммы — поправки пересчета. Ее значение равно 402 долл. Когда в качестве функциональной валюты используют доллар, запасы и себестоимость реализованной продукции пересчитывают по первоначальному курсу, равному 2,70; основные средства и амортизацию — по первоначальному курсу, равному 3,00. Другие статьи пересчитываются так же, как и с помощью другого (описанного выше) метода. Нераспределенная прибыль является уравнивающим фактором для приведения к равенству актива и пассива бухгалтерского баланса. Операционная прибыль представляет собой разность между выручкой и издержками. Прибыль от пересчета представляет собой сумму, необходимую, чтобы значение чистой прибыли стало равно изменению в нераспределенной прибыли (1421 долл. – 1033 долл. = 388 долл.), и поэтому она равняется: 388 долл. – 260 долл. = 128 долл. В зависимости от применяемого метода бухгалтерского учета сумма учетной операционной прибыли обычно колеблется больше, если в качестве функциональной валюты используют доллар, а при использовании в качестве функциональной валюты гилднуота повышается вариативность статей бухгалтерского баланса.

3. а) Компания могла бы хеджировать свой валютный риск, продав марки по форвардному контракту с поставкой через 90 дней. Получив через 90 дней 50 тыс. марок, она получила бы  $M50\,000/1,70 = \$29\,412$ . Если бы *Zike* продала марки с немедленной поставкой, то получила бы  $M50\,000/1,71 = \$29\,240$ .
- б) Марку обменивают с форвардной премией, поскольку 90-дневный форвардный курс марки к доллару меньше, чем спотовый курс. По прогнозу, марка подорожает:
- $$[(1,70 - 1,71)/1,71] \times [365 \text{ дней}/90 \text{ дней}] = r_M - r_S = -0,0237.$$
- с) Разница в процентных ставках составляет минус 2,37%. Это означает, что если сохраняется паритет процентных ставок, то процентные ставки в США должны быть на 2,37% выше, чем во Фридонии.

## Рекомендуемая литература

Abuaf, Niso, and Phillipe Jorion, "Purchasing Power Parity in the Long-Run", *Journal of Finance* 45 (March 1990), p. 157–174.

Baker, James C. *International Finance: Management, Markets, and Institutions*. (Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 1998).

Baldwin, Carliss Y., "Competing for Capital in a Global Environment", *Midland Corporate Finance Journal* 5 (Spring 1987), p. 51–55.

Bhagwat, Yatin, Deborah L. Gunthorpe, and John M. Wachowicz Jr., "Creative Export Financing: Factoring and Forfeiting", *The Small Business Controller* 7 (Spring 1994), p. 51–55.

Black, Fisher, "Equilibrium Exchange Rate Hedging", *Journal of Finance* 45 (July 1990), p. 899–908.

Clarke, Roger G., and Mark P. Kritzman. *Currency Management: Concepts and Practices*. (Charlottesville, VA: Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, 1996).

Cross, Sam Y. *All About the Foreign Exchange Market in the United States*. (Federal Reserve Bank of New York, 1998 (available online at [www.ny.frb.org:80/pihome/addpub/usfxm/](http://www.ny.frb.org:80/pihome/addpub/usfxm/))).

Errunza, Vihang R., and Lemma W. Senbet, "The Effects of International Operations on the Market Value of the Firm: Theory and Evidence", *Journal of Finance* 36 (May 1981), p. 401–418.

Eudey, Gwen. "Why Is Europe Forming a Monetary Union?" *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia (November/December 1998), p. 13–21.

Fabozzi, Frank J., editor. *Perspectives on International Fixed Income Investing*. (New Hope, PA: Frank J. Fabozzi Associates, 1998.)

Hekman, Christine R. "Measuring Foreign Exchange Exposure: A Practical Theory and Its Application", *Financial Analysts Journal* 39 (September–October 1983), p. 59–65.

Hekman, Christine R., "Don't Blame Currency Values for Strategic Errors", *Midland Corporate Finance Journal* 4 (Fall 1986), p. 45–55.

Hill, Kendall P., and Murat N. Tanju, "Forfeiting: What Finance and Accounting Managers Should Know", *Financial Practice and Education* 8 (Fall/Winter 1998), p. 53–58.

Lessard, Donald, "International Portfolio Diversification: A Multivariate Analysis for a Group of Latin American Countries", *Journal of Finance* 28 (June 1973), p. 619–634.

Levy, Haim, and Marshall Sarnat, "International Diversification of Investment Portfolios", *American Economic Review* 60 (September 1970), p. 668–675.

Madura, Jeff. *International Financial Management*, 7th ed. (Cincinnati, OH: South-Western, 2003).

Pakko, Michael R., and Patricia S. Pollard, "Burgernomics: A Big Mac Guide to Purchasing Power Parity", *Federal Reserve Bank of St Louis Review* 85 (November/December 2003), p. 9–27 (этот материал можно получить в Интернете по адресу [research.stlouisfed.org/publications/review/03/11/pakko.pdf](http://research.stlouisfed.org/publications/review/03/11/pakko.pdf)).

Perold, Andre F., and Evan C. Schulman. "The Free Lunch in Currency Hedging: Implications for Investment Policy and Performance Standards", *Financial Analysts Journal* 44 (May–June 1988), p. 45–50.

Pringle, John J., "Managing Foreign Exchange Exposure", *Journal of Applied Corporate Finance* 3 (Winter 1991), p. 73–82.

Shapiro, Alan C. *Foundations of Multinational Financial Management*, 4th ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2002.

Solnick, Bruno, "Global Asset Management", *Journal of Portfolio Management* 24 (Summer 1998), p. 43–51.

Stulz, Rene M., "Globalization of Capital Markets and the Cost of Capital: The Case of Nestle", *Journal of Applied Corporate Finance* 8 (Fall 1995), p. 30–38.

Van Horne, James C. *Financial Market Rates and Flows*, 6th ed. (Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2001).