

# МЕЖДУНАРОДНЫЙ БИЗНЕС: КОНКУРЕНЦИЯ НА ГЛОБАЛЬНОМ РЫНКЕ

Финансовый менеджмент в  
международной фирме. Часть 1

Глава 6. Функции международного бизнеса



## **Глобальное управление денежными средствами в Procter&Gamble**

Компания Procter&Gamble, имеющая сотни брендов моющих средств, продуктов питания и косметических товаров, продаваемых в 130 странах и зарабатывающая свыше 60% своих доходов за пределами США, является наглядным примером глобальной фирмы, занимающейся производством и сбытом потребительских товаров. Несмотря на глобальный охват мирового рынка, финансовые операции P&G включающие инвестирование, финансирование, управление денежными средствами и валютные операции, были в значительной мере децентрализованы вплоть до 1990-х гг. По сути, каждое крупное международное подразделение само управляло своими инвестициями, заимствованиями и сделками с валютой, подчиняясь лишь внешним ограничениям на заимствования, устанавливаемым группой международных финансов, которая располагалась в штаб-квартире P&G в Цинциннати.

Сегодня P&G использует гораздо более централизованную систему, в которой специалисты глобального функционального управления денежными средствами в штаб-квартире компании внимательно наблюдают за операциями разных региональных казначейских центров во всем мире. Этот переход отчасти стал реакцией на рост объема международных транзакций P&G и соответствующее повышение валютных рисков. Подобно многим глобальным фирмам, P&G пыталась рационализировать свою глобальную систему производства, чтобы получить экономию издержек за счет концентрации производства определенных товаров в немногих, специально выбранных странах как альтернативу производству этих товаров в каждой крупной стране, в которой фирма вела бизнес в этом направлении ассортимент и объемы сырья.

P&G уверена, что централизация общего управления валютными транзакциями поможет компании получить немало выгод.

Во-первых, потому что филиалы часто аккумулируют значительные запасы наличности в валютной цене, в которой они зарегистрированы. Теперь P&G занимается обменом валюты между филиалами. Исключая из этого процесса банки, P&G экономит на транзакционных издержках.

Во-вторых, P&G установила, что многие из ее филиалов покупают валюту относительно малыми лотами, допустим в \$100 000. Заменяя зги лоты одним более крупным лотом, P&G обычно добивается более выгодной цены от валютных дилеров.

В-третьих, P&G объединяет свои валютные риски и покупает «зонтичный опцион» для покрытия рисков, ассоциируемых с различными валютными позициями, что оказывается дешевле, чем покупать отдельные опционы для покрытия каждой позиции.

## **Анализ эффективности намеченных капиталовложений**

Анализ эффективности намеченных капиталовложений помогает количественно оценить выгоды, издержки и риски инвестиций. Это позволяет топ-менеджерам достаточно объективно сравнивать разные инвестиционные варианты в разных странах, чтобы иметь возможность принимать обоснованное решение о том, куда фирме следует инвестировать свои ограниченные финансовые ресурсы. Анализ эффективности капиталовложений для зарубежного проекта использует те же теоретические схемы, которые используются при анализе эффективности капиталовложений в отечественные проекты, то есть фирма должна сначала оценить во времени денежные потоки, ассоциируемые с проектом. В большинстве случаев первоначально денежные потоки будут негативными, потому что фирме придется вкладывать большие средства в производственные мощности. Однако через какое-то время денежные потоки станут позитивными, так как инвестиционные затраты будут снижаться, а доходы расти. После оценки денежных потоков их нужно дисконтировать для определения их приведенной стоимости с помощью подходящей ставки дисконтирования. Обычно ставка дисконтирования принимается равной либо стоимости капитала фирмы, либо какой-то другой требуемой ставке доходности. Если чистая приведенная стоимость дисконтированного потока денежных средств будет выше нуля, то фирме имеет смысл заняться реализацией данного проекта. На практике анализ эффективности намеченных капиталовложений оказывается очень сложным и несовершенным



процессом. К факторам, осложняющим этот процесс для международной фирмы, относятся следующие:

1. Необходимость проведения различия между денежными потоками, направляемыми в проект, и денежными потоками, возвращающимися в материнскую компанию.
2. Политические и экономические риски, включая валютный риск, которые могут значительно изменить стоимость зарубежных инвестиций.
3. Необходимость помнить о связи между денежными потоками, идущими в материнскую компанию, и источником финансирования.

### **Денежные потоки, направляемые в проект и в материнскую компанию**

Существует теоретический аргумент в поддержку анализа любого зарубежного проекта с точки зрения материнской компании, потому что денежные потоки, направляемые в проект, необязательно будут такими же, как потоки, направляемые в материнскую компанию. Проект может не вернуть материнской компании всех денег по нескольким причинам. Например, денежные потоки могут быть заблокированы решением правительства зарубежной страны, облагаться налогом по чересчур высокой ставке, или правительство зарубежной страны может потребовать, чтобы определенный процент дохода от проекта реинвестировался в местную экономию хотя эти ограничения не влияют на чистую приведенную стоимость проекта как такового, они способны влиять на чистую приведенную стоимость проекта для материнской компании, потому что будут ограничивать денежные потоки, которые пойдут в материнскую компанию от проекта.

При оценке зарубежной инвестиционной возможности материнская компания должна интересоваться денежными потоками, которые она получит, а не только теми, которые генерирует проект, потому что эти потоки создадут основу для выплаты дивидендов акционерам, для других инвестиций, для погашения корпоративных долгов и т. п. Акционеры не станут воспринимать заблокированные доходы как вклад в повышение стоимости фирмы, а кредиторы не станут принимать их во внимание при оценке способности материнской компании обслуживать свой долг.

Но проблема заблокированных доходов не является теперь столь же серьезной, как в прошлом. Все более широкое распространение идей экономики свободного рынка привело к сокращению числа стран, в которых правительство может запретить дочерним предприятиям зарубежных ТНК ремитировать денежные средства своим материнским компаниям.

#### **Учет политического и экономического рисков**

При анализе зарубежной инвестиционной возможности компания должна учитывать политические и экономические риски, существующие в зарубежной стране. Мы обсудим их прежде, чем приступим к рассмотрению того, как методы анализа эффективности намеченных капиталовложений могут быть приспособлены к учету рисков.

### **Политический риск**

Концепция политического риска определяется как вероятность того, что политические силы вызовут серьезные изменения в деловом климате страны, которые не позволят фирме добиться стоящих перед ней целей. Политический риск обычно оказывается более высоким в странах, в которых происходят социальные волнения и в которых сама природа общества делает вероятность таких волнений высокой. При высоком политическом риске высока вероятность того, что в стране произойдет изменение политической обстановки, которое создаст угрозу для работающих в ней зарубежных компаний.

В предельных случаях политические изменения могут привести к экспроприации активов зарубежных фирм. Это произошло с американскими фирмами после иранской революции 1979 г. В последние годы риск прямой экспроприации снизился почти до нуля.



Политические и социальные волнения могут также привести к экономическому коллапсу, способному обесценить активы фирмы. Так случилось с активами многих зарубежных компаний в процессе кровавой войны на Балканах, начавшейся после распада Югославии. В менее острых ситуациях политические изменения способны привести к росту ставок налогов, введению валютного контроля, ограничивающего или блокирующего возможности зарубежной дочерней фирмы переводить свои доходы материнской компании, установлению контроля за ценами и нарушению правительством обязательств по действующим контрактам. Вероятность наступления любого из этих событий снижает привлекательность инвестиционной возможности.

Многие фирмы уделяют большое внимание анализу количественной оценки политического риска. Журнал «Euromoney» ежегодно публикует «рейтинг рискованности стран», широко используемый фирмами, в котором учитываются политические и иные риски. Однако проблема, ассоциируемая со всеми попытками предсказания рисков, заключается в том, что эти попытки направлены на предсказание будущего, о котором мы можем только гадать – и довольно часто результаты оказываются ошибочными. Немногие люди сумели предвидеть иранскую революцию 1979 г., крах идеи коммунизма в Восточной Европе, распад Советского Союза или атаку террористов 11 сентября 2001 г., однако все эти события оказали глубокое влияние на экономическую обстановку во многих странах. Все это говорит не о том, что оценки политического риска бесполезны, а лишь о том, что их получение является в большей степени искусством, чем наукой.

## **В фокусе – менеджмент**

### **Black Sea Energy Ltd.**

В 1996 г. канадская Black Sea Energy создала на паритетных началах совместное предприятие с Тюменской нефтяной компанией, занимавшей в России шестое место среди крупнейших интегрированных нефтяных компаний. Целью этого СП, известного как Тига Oil Company, было освоение Тюменского нефтяного месторождения в Западной Сибири. Российское правительство владело 90% акций Тюменской нефтяной компании, и поэтому Black Sea Energy при создании нового СП напрямую вела переговоры с российскими властями. Согласно достигнутому соглашению, обе стороны должны были внести в создание СП по \$40 млн: Black Sea в виде наличности, технологии и опыта, а Тюменская компания – в виде инфраструктуры и лицензий на разведку и добычу нефти на указанной территории. С производственной точки зрения СП оказалось успешным. После освоения денежных средств и технологии, предоставленных Black Sea Energy, добыча нефти на Тюменском месторождении выросла с 4000 баррелей в сутки почти до 12 000 баррелей в сутки. Однако Black Sea ничего не получила от этих экономических выгод, достигнутых за счет ее инвестиций. В 1997 г. московская Альфа Группа, одна из крупнейших в России частных компаний, приобрела контрольный пакет акций Тюменской нефтяной компании у российского правительства. Новые владельцы Тюменской компании быстро пришли к выводу о том, что соглашение о создании СП Тига Oil Company является несправедливым и потребовали его расторжения. Их аргументы сводились к тому, что стоимость активов, внесенных в СП Тюменской нефтяной компанией, намного превышала \$40 млн, а стоимость технологии и опыта, внесенных Black Sea Energy в качестве доли в СП, была значительно ниже \$40 млн. Новые владельцы также обнаружили нарушение законодательства. В частности, они установили, что лицензии, которые имела Тига, фактически принадлежали Тюменской нефтяной компании, а значит, Black Sea Energy не имела права на добываемую нефть. Тюменская компания подала иск в российский суд и выиграла дело, несмотря на тот факт, что исходное соглашение было подписано российским правительством. В результате Black Sea Energy не оставалось ничего другого, кроме как выйти из СП. По утверждениям канадской компании, Тюменская нефтяная компания экспроприировала инвестиции Black Sea в Тига Oil Company с помощью юридических махинаций. В то же время менеджмент Тюменской нефтяной компании всячески доказывал, что он действовал в строгом соответствии с законом.



## **Экономический риск**

Концепция экономического риска определяется как вероятность того, что ошибки в управлении экономикой вызовут в стране серьезные изменения экономических условий, которые не позволят фирме получить запланированную прибыль и достичь других целевых показателей. На практике самой серьезной проблемой, порождаемой ошибками в управлении экономикой, является инфляция. Традиционно многие государства увеличивают свое внутреннее предложение денег в тщетных попытках стимулировать экономическую активность. Часто это приводит к тому, что слишком большое количество денег начинает гоняться за слишком малым количеством товаров, в результате чего возникает инфляция цен. Инфляция цен отражается в снижении стоимости национальной денежной единицы на валютном рынке, что может создать серьезную проблему для зарубежной фирмы, имеющей активы в этой стране, потому что стоимость денежных потоков, которые она получает от этих активов, будет снижаться по мере обесценивания национальной валюты. Вероятность такого сценария снижает привлекательность инвестирования в указанную страну.

## **Решения о финансировании**

При рассмотрении вариантов финансирования международная фирма должна принимать во внимание три фактора.

Во-первых, как будут финансироваться зарубежные инвестиции. Если требуется внешнее финансирование, то фирме нужно решить, выходить ли ей на глобальный рынок капитала для получения необходимых средств или же делать заимствования из источников в зарубежной стране.

Во-вторых, фирме нужно решить, какой должна быть финансовая структура зарубежного дочернего предприятия.

## **Источник финансирования**

Если фирма собирается искать для проекта внешнее финансирование, то она наверняка захочет заимствовать средства из наиболее дешевого из имеющихся источников капитала. Фирмы все чаще обращаются к глобальным рынкам капитала для финансирования своих инвестиций. Стоимость капитала на глобальном рынке по причине размера и ликвидности этого рынка обычно оказывается более низкой, чем на многих отечественных рынках капитала, в особенности тех, которые являются небольшими и относительно неликвидными. Так, например, американская фирма, делающая инвестиции в Дании, может финансировать их с помощью заимствований на лондонском рынке евробондов, а не на датском рынке капитала.

Однако, несмотря на тенденцию к дерегулированию рынка финансовых услуг, иногда законодательные ограничения в зарубежной стране могут сделать этот вариант невозможным. Правительства некоторых стран требуют или по крайней мере рекомендуют, чтобы зарубежные ТНК финансировали проекты в этих странах за счет местных заимствований или продажи акций на местных рынках. В тех странах, где ликвидность ограничена, это повышает стоимость капитала, используемого для финансирования проекта. Таким образом, при анализе эффективности намеченных капиталовложений для учета этого факта, ставка дисконтирования должна повышаться. Однако эта возможность не является единственной. Некоторые правительства, стремясь привлечь зарубежные инвестиции, предлагают зарубежным фирмам ссуды под невысокий процент, чтобы снизить стоимость капитала. Соответственно, при анализе эффективности намеченных капиталовложений ставка дисконтирования в таких случаях должна снижаться.

Помимо влияния политики зарубежных правительств на стоимость капитала и решения о финансировании следует учитывать и тот факт, что фирма может рассмотреть вариант



финансирования за счет местных заимствований для инвестиций в тех странах, где ожидается обесценивание местной денежной единицы на валютном рынке. Количество местной валюты, требуемое для выплаты процентных платежей и погашения основной суммы местных долговых обязательств, не меняется, когда валюта страны обесценивается. Однако если необходимо обслуживать обязательства по зарубежному долгу, то количество требуемой для этого зарубежной валюты будет расти по мере того, как местная валюта будет обесцениваться, и это действительно повысит стоимость капитала. Таким образом, хотя начальная стоимость капитала может быть выше в случае местных заимствований за рубежом, иногда бывает выгоднее заимствовать в местной валюте, если ожидается, что ее курс на валютном рынке будет снижаться.

### **Финансовая структура**

Фирмы, базирующиеся в разных странах, имеют разные финансовые структуры. Под финансовой структурой мы понимаем соотношение долговых обязательств и акционерного капитала, используемых для финансирования бизнеса. Например, хорошо известно, что японские фирмы в большей степени полагаются на финансирование за счет заимствований, чем американские фирмы. Одно последование фирм из 23 стран показало, что отношение заимствований к собственному капиталу изменялось от 0,34 в Сингапуре до 0,76 в Италии. В США среднее значение этого показателя равнялось 0,55. В Великобритании оно также равнялось 0,55, а в Германии – 0,629. В ходе другого исследования, более чем 4000 фирм в пяти странах, было установлено, что отношение долгосрочных заимствований к активам равняются 0,185 в США, 0,155 в Японии, 0,098 в Германии и 0,145 во Франции. Этот результат также указывает на то, что степень финансирования заимствований меняется от страны к стране.

Не совсем ясно, почему финансовая структура фирм оказывается настолько разной в разных странах. Одно из возможных объяснений заключается в том, что разные режимы налогообложения в разных странах определяют относительную привлекательность долговых заимствований и выпуска акций. Однако, согласно данным эмпирического исследования, различия между странами в финансовой структуре, по-видимому, не демонстрируют устойчивой связи с различиями между странами в структуре налогообложения. Другая возможность заключается в том, что подобные различия между странами могут отражать действующие культурные нормы. Это объяснение может быть достоверным, хотя механизм, посредством которого культура влияет на структуру капитала, остается пока что невыясненным.

Интересный вопрос для международной фирмы заключается в том, должна ли она следовать местным нормам структуры капитала. Например, должна ли американская фирма, инвестирующая в Италию, устанавливать более высокое отношение заемных средств к собственному капиталу, типичное для итальянских фирм, или же придерживаться более консервативной практики? В поддержку следования местным нормам может быть выдвинуто мало аргументов. Одно из преимуществ этого подхода состоит в том, что менеджменту зарубежных дочерних предприятий становится проще оценивать доходность на акционерный капитал в сравнении с местными конкурентами из той же отрасли. Однако это является слабым доводом для обоснования важного решения. Еще один часто используемый аргумент сводится к тому, что следование местным, более высоким, нормам доли заемных средств может улучшить имидж зарубежных дочерних предприятий, которые имели малую долю заимствований и, таким образом, выглядели нечувствительными к местной денежно-кредитной политике. Однако и этот аргумент выглядит не слишком убедительным. Наилучшая рекомендация заключается в том, что международной фирме следует устанавливать для каждого зарубежного дочернего предприятия ту финансовую структуру, которая минимизирует ее стоимость капитала независимо от того, соответствует ли эта структура местной практике или нет.



## **Выводы**

1. При использовании методов анализа эффективности намеченных вложений для оценки потенциального зарубежного проекта, необходимо проводить различие между денежными потоками, направляемыми в проект. Потоки окажутся неодинаковыми при блокировке движения потоков денежных средств в материнскую компанию.

2. При использовании методов анализа эффективности намеченных капиталовложений для оценки потенциального зарубежного проекта, фирме необходимо осознавать специфические риски зарубежной страны. Они включают политический и экономический риски (включая валютный риск).

3. Политический и экономический риски могут быть учтены в процессе анализа эффективности намеченных инвестиций, либо посредством использования более высокой ставки дисконтирования при оценке рискованных проектов, либо посредством прогнозирования меньших денежных потоков от таких проектов.

4. Стоимость капитала обычно оказывается более низкой на глобальном рынке капитала, чем на отечественных рынках. Следовательно, при прочих равных условиях фирмы предпочитают финансировать свои инвестиции с помощью заимствований на глобальном рынке капитала.

5. Возможности заимствования на глобальном рынке капитала могут быть ограничены государственными законами или предписаниями. В таких случаях ставка дисконтирования, используемая при анализе эффективности намеченных проектов, должна пересматриваться в сторону повышения для учета этих ограничений.

6. Фирма может рассмотреть возможность местных заимствований для финансирования зарубежных инвестиций в тех странах, в которых ожидается обесценивание местной валюты.