

## МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ОЦЕНКЕ СТРАТЕГИИ ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Ибрагимова Р.С., канд. техн. наук

Рассмотрены актуальные проблемы интернационализации промышленного предприятия. Сформулированы принципы формирования подходов к экономическому обоснованию стратегических проектов международной деятельности. Изложена методика финансово-экономической оценки стратегии интернационализации, обеспечивающая учет факторов, определяющих достижение целей развития предприятия.

*Ключевые слова:* интернационализация промышленного предприятия, денежные потоки, аналитическая модель APV.

## METHODIC APPROACH TO FINANCE AND ECONOMIC ASSESSMENT OF ENTERPRISE INTERNATIONALIZATION STRATEGY

Ibragimova R.S., Ph.D.

The article deals with the relevant problems of industrial enterprise internationalization. The principles of approach formation for economic basing of international activities strategic projects are formulated. The finance and economic assessment system of internationalization strategy are given they take into account factors determining enterprise development achievement.

*Key words:* industrial enterprise internationalization, currency flow, analytical model APV.

Исходная проблема экономической оценки различных вариантов стратегий интернационализации заключается в выборе инструментов измерения будущих результатов деятельности. Очевидно, что в основе финансово-экономической оценки стратегии интернационализации должны лежать методы, обеспечивающие учет наибольшего количества факторов, определяющих степень достижения целей развития предприятия. На наш взгляд, этому главному требованию отвечает показатель дисконтированного денежного потока.

Оценка стоимости проекта служит мерой устойчивости положения компании и отражает степень согласованности стратегии с целями ее развития. Стоимостная оценка проекта представляет собой приведенную оценку денежных выгод владельцев капитала. Для стратегических проектов горизонтом рассмотрения и планирования является срок жизни проекта как период сохранения конкурентных преимуществ. Конец планового периода – это временной отрезок выхода на целевые показатели стратегии компании. Таким образом, прогнозируемые свободные денежные потоки должны в денежной форме отражать работу рычагов создания стоимости в период жизни стратегического проекта.

Модель интернационализации может быть трактована в терминах инвестиционного проекта. Под инвестициями подразумеваются все единовременные вложения, предназначенные для генерирования доходов на протяжении всего периода стратегического плана. Поэтому решения интернационализации могут рассматриваться как инвестиционные и приниматься на основе текущей чистой стоимости (NPV проекта), рассчитываемой как дисконтированный приростной денежный поток за вычетом инвестиционных затрат: чистый эффект NPV проекта = PV – инвестиции в проект. В соответствии с общепринятым подходом к оценке инвестиционных проектов решения принимаются при  $NPV > 0$ . Стоимость компании (V) после реализации

проекта интернационализации оценивается следующим образом:

$V \text{ после изменений} = V \text{ до изменений} + NPV \text{ проекта изменений}$ .

Подход к оценке финансово-экономической эффективности проекта международной деятельности предприятия на основе дисконтирования денежных потоков имеет немало сторонников. Вместе с тем многие вопросы его применения остаются еще до конца нерешенными. Наибольшую полемику в литературе вызывают проблемы перевода денежных потоков из одной валюты в другую, выбора ставки дисконтирования и учета различного рода рисков, определения позиции оценки стоимости затрат на капитал. Дискуссии вокруг концепции NPV и ее форм в международном финансовом менеджменте начинаются с работ F. Modigliani и M. Miller (1963) [11] и далее находят отражение в трудах S. Myers (1974) [12], S. Bar-Yosef (1977) [6], A. Shapiro (1978) [13], D. Lessard (1981) [10], I. Booth (1982) [7] и др. Методы финансовой оценки отдельных форм интернационализации рассматриваются в ряде исследований. Например, в статье Kelly M. и Philippatos G. [9] изложены подходы к оценке прямого иностранного инвестирования, применяемые на практике американскими компаниями. Базовые методы оценки зарубежных подразделений представлены в труде Т. Коупленда, Т. Колера, Д. Мурина [2].

Основные принципы концепции приведенной чистой стоимости (NPV) могут быть использованы не только для оценки прямого иностранного инвестирования, но и для проектов, осуществляемых в других формах интернационализации (экспортирование, импортирование, привлечение иностранного капитала и др.). Однако их применение для целей сравнительной оценки стратегических альтернатив, выраженных различными моделями интернационализации, невозможно без четко выстроенной методики, обеспечивающей наиболее полный учет финансовых эффектов, возникающих по исследуемым вариантам. Очевидно, формирование методических

подходов к экономической оценке проектов интернационализации компаний должно осуществляться с учетом следующего:

– многовариантности форм и моделей интернационализации и свойственных им особенностей структуры капитала, источников формирования денежных потоков и сроков возврата инвестиций; необходимости сравнительного анализа альтернативных проектов;

– наличия геоэкономических и политических различий в условиях формирования денежных потоков и потребности учета разнообразных рисков, сопутствующих реализации проекта интернационализации;

– необходимости ориентации на компромиссные решения;

– интересов партнеров в оценке проектов с соблюдением принципа приоритетности интересов отечественной компании;

– потребности соблюдения стандартов бухгалтерского и финансового учета, принципов построения финансовых отчетов в России и за рубежом;

– существования проблем перевода денежных потоков из одной валюты в другую;

– необходимости учета влияния проекта интернационализации на результаты деятельности во всех обслуживаемых сегментах международного рынка.

Следует подчеркнуть, что интернационализация не должна ущемлять интересы отечественных компаний, как это нередко бывает на практике. Поэтому оценку проекта следует осуществлять с точки зрения его доходности для российского предприятия (и/или для государства в случае проектов прямого иностранного инвестирования в российскую экономику). Логическое построение процесса оценки альтернативных стратегий интернационализации может быть представлено следующими этапами:

1. Составление карты-схемы, отражающей места возникновения, формы и направленность денежных потоков по каждому из исследуемых вариантов.

2. Прогнозирование денежных потоков в исходных валютах.

3. Перевод денежных потоков в валюту целевой страны, в которой осуществляется проект, или устойчивую валюту в случае высокой инфляции. Дисконтирование и расчет приростного денежного потока.

4. Перевод денежных потоков в российскую валюту и оценка доходности проекта для отечественной компании.

5. Сравнительный анализ стратегических альтернатив.

Задача первого этапа заключается в схематичном отображении на карте источников, форм и направлений денежных потоков, присущих исследуемому варианту стратегии. Карта-схема денежных потоков даст четкое представление о происхождении и движении капитала, пересекаемых им границах, что в дальнейшем обеспечит более полный учет факторов, оказывающих влияние на изменение денежных потоков во времени и в пространстве.

Хотя проект интернационализации ориентирован на национальный рынок конкретной (целевой) страны, его доходы могут не ограничиваться рамками этого рынка. Дополнительные доходы могут быть получены от экспорта продукции в третьи страны или от ввоза готовой продукции в целевую страну из

страны инвестирующей компании, или от роста продаж в других странах, вызванного реализацией проекта интернационализации, и т.п. Точно также и расходы (выплаты) могут не замыкаться в пределах целевой страны. Например, производственные ресурсы могут приобретаться в других странах, в том числе у отечественной компании. Это, в свою очередь, требует определения транспортных расходов, таможенных и иных платежей для расчета потоков доходов и затрат. Кроме того, следует учитывать снижение продаж по отдельным бизнес-единицам в других национальных сегментах рынка в связи с передислокацией производства и продаж.

Важнейшей задачей оценки проекта является определение источников и структуры капитала (соотношения величины вклада отечественной компании и размера капитала из локальных источников – из заемных фондов или фондов партнера).

Поскольку оценка проекта базируется на чистых доходах, необходимо выделять и рассчитывать всевозможные налоговые платежи. В том числе там, где это необходимо, налоги на трансферты доходов из целевой страны в отечественную компанию, а также внутренние налоги на доходы, в том числе на их репатриацию.

**Второй этап** – прогнозирование денежных потоков в исходных валютах. При оценке денежных потоков в исходных валютах необходимо делать поправки с учетом существующих бухгалтерских стандартов, принимать во внимание темпы инфляции, процентные ставки в исследуемой стране, а также возможность минимизации налогового бремени компании за счет трансфертных цен. На наш взгляд, прогноз денежных потоков целесообразно осуществлять в номинальном выражении, так как рыночные ставки дисконтирования, применяемые на последующих этапах, отражают ожидаемую инфляцию.

Необходимо также в большинстве случаев учитывать налоговые кодексы исследуемых стран и возможности минимизации уровня прибыли там, где она облагается по высоким налоговым ставкам. Например, можно приписать зарубежному подразделению как можно больше функций головного офиса; отнести на его счет расходы на НИОКР; брать займы через это подразделение, консолидировать прибыльные и неприбыльные подразделения, действующие в стране с высоким уровнем налогообложения, чтобы воспользоваться налоговыми преимуществами переноса убытков на прибыль; оформлять причитающиеся служащим опционы на акции в других странах; использовать бухгалтерский метод «издержки плюс» для сокращения зарубежных прибылей; повысить ставки роялти для зарубежного подразделения; осуществлять деятельность в странах, с которыми имеет соглашение об устранении двойного налогообложения; воспользоваться преимуществами трансфертного ценообразования там, где это возможно.

В настоящее время Россия заключила соглашения об избежании двойного налогообложения более чем с 40 странами. Есть соглашения по строительно-монтажным работам, международным перевозкам, дивидендам, выплачиваемым иностранному лицу российским лицом, процентам, выплачиваемым иностранному лицу российским лицом, выплатам вознаграждений иностранным гражданам за работу по найму [1].

Во многих странах существуют значительные налоговые льготы для экспортной деятельности,

для инвестиций в новые промышленные мощности, в создание новых рабочих мест и т.п. Налоговая экономия может быть получена также за счет осуществления экспортно-импортных операций с использованием оффшорных компаний. Назначение подходящих трансфертных цен, по которым рассчитываются между собой деловые единицы многонациональной компании, относится к одному из важнейших методов минимизации налогов. Очевидно, налоговое планирование способно оказать сильное влияние на денежные потоки.

**Третий этап** – перевод денежных потоков в валюту целевой страны (т.е. той страны, в которой дислоцируется проект) или стабильную единую валюту в случае высокой инфляции или неконвертируемости валюты (например, в относительно стабильную валюту – доллары США). Операция перевода осуществляется на основе оценки денежных потоков форвардным методом, который предполагает прогнозирование долгосрочных валютных курсов.

Прогнозирование обменных курсов опирается на концепцию паритета процентных ставок, в основе которой, в свою очередь, лежит идея, что изменение валютных курсов зависит от состояния ожидаемых темпов инфляции в двух странах. Наличие взаимосвязи внутренних темпов инфляции и внутренних процентных ставок подтверждается результатами проведенных исследований [2].

Концепция паритета процентных ставок гласит: ожидаемый в году обменный курс «спот» равен текущему обменному курсу «спот», умноженному на отношение номинальных норм доходности в двух странах за прогнозный период [8].

Если рынок правительственных облигаций чрезвычайно узок или практически отсутствует, то наилучшей исходной позицией для применения концепции паритета процентных ставок, по мнению Т. Коупленда, будут экспертные (собственные) оценки ожидаемых реальных ставок процента и ожидаемых темпов инфляции в двух странах [8].

Необходимость выражения денежных потоков в стабильной валюте обусловлена тем, что во многих странах, в том числе и в России, существуют проблемы с конвертируемостью валюты, а также с ее высокой инфляцией.

Денежные потоки в исходных валютах переводятся в валюту целевой страны или стабильную валюту на основе паритета процентных ставок. Когда все доходы и затраты будут переведены в единую валюту, составляются прогнозные счета прибылей и убытков и рассчитывается приростной денежный поток.

Наряду с проблемой прогнозирования денежного потока при оценке стоимости проекта возникает проблема обоснованного выбора ставки дисконтирования. Ставка дисконтирования, применяемая к свободному денежному потоку, должна отражать альтернативные издержки всех источников капитала. Альтернативные издержки определенной категории инвесторов равны доходности, ожидаемой этими вкладчиками капитала от других инвестиций с эквивалентным риском. Основным смыслом этого заключается в том, что капитал компании должен заработать, по крайней мере, ту же самую норму возврата, как схожие инвестиционные ресурсы на рынках капитала. Общий принцип, которым следует руководствоваться при определении ставки дисконтирования, состоит в том, что это должна быть скорректированная на риск ставка, характер-

ная для той или иной страны, учитывающая проектируемую структуру капитала. Ставка дисконта по сути своей представляет собой пороговый уровень нормы прибыли на инвестиции, ниже которого отдача на вложенный капитал будет невыгодна для инвесторов.

Если денежный поток прогнозируется в единицах иностранной валюты, то и дисконтировать его следует по ставке соответствующей зарубежной страны, поскольку такая ставка отражает альтернативные издержки капитала в этой стране, включая ожидаемую инфляцию и рыночную премию за риск [2].

Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов рекомендуют учитывать три типа риска при использовании кумулятивного метода [3]:

- страновой риск;
- риск ненадежности участников проекта;
- риск неполучения предусмотренных проектом доходов.

Факторы странового риска могут быть учтены на основе двух подходов. Один подход заключается в объединении всех видов риска, определении общей цены риска (премии риска), добавлении ее к внутренней безрисковой ставке дисконтирования и расчете NPV проекта. Страновой риск можно также узнать из различных рейтингов, составляемых рейтинговыми агентствами и консалтинговыми фирмами (например, немецкой фирмой BERI).

Размер премии за риск, характеризующий ненадежность участников проекта, согласно Методическим рекомендациям не должен быть выше 5%. Поправку на риск неполучения предусмотренных проектом доходов рекомендуется устанавливать в зависимости от цели проекта (табл.1).

Таблица 1. Поправки на риск неполучения предусмотренных проектом доходов

Величина риска	Поправка на риск, %
Низкий	3-6
Средний	8-10
Высокий	13-15
Очень высокий	18-20

К недостаткам кумулятивного метода следует отнести большую степень обобщения, которая может привести к искажению результата, значительным погрешностям. Поэтому, как правило, рекомендуется при использовании данного подхода проводить анализ чувствительности проекта к изменению ставки дисконтирования, позволяющий более точно оценивать риски проекта и его эффективность.

Концепция приведенной чистой стоимости (NPV) в теории международного финансового менеджмента в основном представлена двумя моделями:

- моделью приведенной чистой стоимости, основанной на использовании в качестве ставки дисконтирования средневзвешенных затрат на капитал (WACC);
- моделью приведенной скорректированной стоимости APV (adjusted present value), в которой применяются специфические ставки дисконтирования для каждой группы денежных потоков, характеризующейся определенным классом риска.

Ставка дисконта, определяемая на основе средневзвешенной стоимости капитала WACC (*weighted average cost of capital*), учитывает стоимость собственного (акционерного) капитала и

стоимость заемных средств. По мнению некоторых современных исследователей, этот метод определения ставки дисконтирования является наиболее объективным [2, 4, 5].

Преимуществом WACC является простота ее применения для дисконтирования денежных потоков – предполагается, что все финансовые эффекты и все риски отражены в единой ставке. Недостаток данного подхода заключается в том, что проект отождествляется с текущим состоянием компании, т.е. подразумевается, что новый проект характеризуется тем же уровнем систематического риска и структурой капитала, что и компания в целом. Кроме того, данный подход не учитывает другие возможные источники увеличения или снижения стоимости финансирования проекта, а также доступные льготы по кредитам (например, правительственные кредиты с более низкими процентными ставками, по сравнению с рыночными, или более выгодные условия на отдельных сегментах рынка капитала и т.п.) и налоговую экономию за счет сокращения налогооблагаемой базы. Эти дополнительные эффекты финансирования учитывает модель приведенной скорректированной стоимости APV.

В основе концепции APV лежит фундаментальный принцип аддитивности стоимости, в соответствии с которым общая стоимость проекта равна суммарной стоимости отдельных составляющих (Brealey and Myers, 1981). Применительно к стратегическим проектам интернационализации метод APV может быть детализирован путем выделения всех важнейших финансовых эффектов, присутствующих исследуемым альтернативам. Для этого необходимо сгруппировать денежные потоки в соответствии с классом систематического риска. Приведенная стоимость денежных потоков определенного класса риска рассчитывается по индивидуальной ставке, отражающей свойственный данному классу уровень систематического риска. Сумма всех слагаемых представляет собой природу стоимости компании от реализации инвестиционного решения.

Данный подход, на наш взгляд, является наиболее приемлемым для оценки проектов интернационализации, так как он позволяет не только выделять все важнейшие источники формирования доходов проекта с учетом его специфики, но также анализировать и оценивать их отдельно. Учет дополнительных стоимостных эффектов, помимо приведенной чистой операционной стоимости, и анализ их влияния на APV для проектов интернационализации имеет особое значение, поскольку, как было сказано выше, имеются возможности минимизации уровня прибыли и налогового бремени за счет займов, трансфертных цен, использования налоговых льгот для экспортной деятельности, для инвестиций в новые промышленные мощности, в создание новых рабочих мест и т.п. Налоговая экономия может быть получена за счет осуществления экспортно-импортных операций с использованием оффшорных компаний.

Исходя из принципа аддитивности, метод APV может быть расширен и детализирован путем включения в модель всех главнейших финансовых эффектов, увеличивающих стоимость проекта интернационализации. Такими составляющими модели APV в проектах интернационализации могут быть следующие:

NPV1 – приведенная стоимость посленалогового операционного денежного потока;

PV2 – приведенная стоимость налоговой экономии, получаемой за счет амортизации;

NPV3 – приведенная чистая стоимость государственных субсидий или других фондов с более низкими процентными ставками по сравнению с рыночными;

PV4 – приведенная стоимость налоговой экономии, получаемой за счет выплаты процентов по долговым обязательствам;

PV5 – приведенная стоимость налоговой экономии от применения трансфертных цен;

PV6 – приведенная стоимость дополнительной налоговой экономии за счет использования других возможностей снижения налогового бремени;

PV7 – приведенная стоимость дополнительных доходов;

PV8 – приведенная остаточная стоимость проекта.

Модель APV проекта интернационализации может быть представлена как сумма приведенных выше слагаемых. В данной модели каждая категория денежного потока дисконтируется по ставке, отражающей соответствующий класс риска. Для расчета индивидуальных ставок дисконтирования для отдельных групп риска проекта может быть использована модель CAPM:

дисконтная ставка для данной группы риска активов = безрисковая ставка доходности +  $\beta$  для данной группы риска активов  $\times$  (ожидаемая рыночная доходность – безрисковая ставка доходности).

В процессе принятия решения необходимо определиться, с каких позиций международного рынка капитала следует оценивать доходность проекта – с позиций интегрированного или сегментированного рынка. Если цена активов и выпускаемой продукции зависит от тенденций мировой экономики, тогда необходим подход с позиций интегрированного (мирового) рынка капитала.

В качестве безрисковых активов рассматриваются обычно государственные ценные бумаги. В США, например, безрисковыми активами считаются казначейские векселя. В России в качестве таких активов можно рассматривать российские еврооблигации Russia-30 со сроком погашения 30 лет. Если государственные долговые обязательства нельзя обоснованно считать безрисковыми, то на этот случай имеется концепция паритета процентных ставок, на основе которой ставка государственных облигаций США (страны с наименьшим уровнем риска государственных долговых обязательств) переводится в эквивалент в другой стране [2].

Другая проблема определения ставки дисконтирования заключается в расчете  $\beta$ . Коэффициент  $\beta$  компании отражает чувствительность показателей доходности ценных бумаг конкретной компании к изменению рыночного (систематического) риска. В странах с развитым фондовым рынком  $\beta$ -коэффициенты рассчитываются специализированными информационно-аналитическими агентствами, инвестиционными и консалтинговыми компаниями и публикуются в финансовых справочниках и периодических изданиях, анализирующих фондовые рынки.

При первом приближении, можно предположить, что риск стратегического проекта идентичен риску предприятия в целом. Тогда  $\beta$  компании, оцененная исходя из данных фондового рынка (национального или мирового), может быть использована

в качестве  $\beta$  проекта. Следовательно, анализ нужно строить на предположении, что будущая доходность будет такой же, какой была в прошлом. Вместе с тем  $\beta$  компании фондового рынка (историческая  $\beta$ ) должна быть уменьшена таким образом, чтобы устранить эффекты заемного капитала, поскольку доходность компании со смешанным капиталом (собственным и заемным) менее устойчива, чем доходность компании со 100 % собственным капиталом. Следует также принять во внимание, что налоговые льготы повышают доходность соотношения заемного и собственного капитала ( $D/E$ ). Таким образом,  $\beta$  активов может быть рассчитана исходя из  $\beta$  компании:

$$\beta \text{ активов} = \beta \text{ компании} / 1 + (1 - \text{ставка налога на прибыль} \times (D/E)).$$

Премия за рыночный риск (рыночная доходность за вычетом безрисковой ставки) – это величина, на которую среднерыночные ставки доходности на фондовом рынке превышали ставку дохода по безрисковым ценным бумагам в течение длительного времени. Она рассчитывается на основе статистических данных о рыночных премиях за продолжительный период. По данным агентства Ibbotson Associates размер долгосрочной ожидаемой рыночной премии, базирующийся на данных о разнице между среднеарифметическими доходами на фондовом рынке и доходностью безрисковых инвестиций в США с 1926 по 2000 г., составляет 7,76 %.

**Четвертый этап** – определение репатрируемого денежного потока, перевод денежных потоков в национальную валюту и оценка доходности проекта для отечественной компании. Этот этап необходим для проектов, дислоцируемых за рубежом, а для проектов интернационализации, осуществляемых в России, потребность в нем отпадает.

Выражение денежных потоков в валюте целевой страны позволяет судить о чувствительности денежных потоков к условиям данной страны. Вместе с тем для отечественной компании важнейшим критерием доходности зарубежного проекта является ставка рентабельности проекта, определяемая на основе репатрируемого денежного потока, выраженного в валюте страны инвестора. В этой связи анализ денежных потоков с точки зрения доходности проекта для отечественной (инвестирующей) компании концентрируется на исходящих капиталопотоках компании вкладываемого в проект собственного или заемного капитала и входящих денежных потоках, которые поступят от реализации проекта в форме дивидендов, процентов, роялти, вознаграждения, прибыли от экспортирования и т.п. Очевидно, анализ этих потоков может быть выполнен только на основе учета всех ограничений на репатриацию средств из целевой страны и оценки валютного курса для перевода денежных потоков из валюты целевой страны в валюту России. Возникает естественная необходимость корректировки денежного потока в валюте страны инвестирующей компании с учетом величины трансфертных рисков. Требуется также поправка денежного потока на налоги, применяемые в целевой стране и в своей стране на репатрируемые фонды. После всех этих корректировок рассчитывается приведенная стоимость денежного потока (PV) во внутренней валюте.

Таким образом, показатель APV позволяет учитывать все источники доходов, обеспечивает комплексный подход к оценке доходности проекта и

приоритет интересов отечественной компании и, следовательно, больше других подходит для целей оценки проектов интернационализации.

Модель APV обеспечивает учет достаточно большого количества значимых факторов проекта интернационализации, а также дает возможность осуществлять прогнозы по различным сценариям событий (см. рисунок)

Аналитическая модель APV позволяет оценить, как изменится результирующая переменная  $Y_j$ , если факторная переменная изменится на  $(X_i+1)$ , и какой уровень факторной переменной  $X_i$  обеспечит желаемый уровень зависимой переменной  $Y_j$ .

Чтобы включить макроэкономические и рыночные риски в денежные потоки (нестабильность и высокий уровень инфляции, госконтроль за движением капитала, изменения в политике или государственным регулированием и др.), рекомендуется разработать несколько сценариев развития макроэкономической и рыночной ситуации в стране с привязкой ее параметров к основным составляющим денежного потока компании.

Применение сценарного метода в рамках аналитической модели APV является еще одним ее достоинством, заключающимся в возможности снижения различного рода неопределенностей. Стратегическая неопределенность может быть представлена непредсказуемой по своей природе тенденцией или будущим событием. В сценарном анализе неопределенность принимается как данность, исходя из которой разрабатываются два или более вариантов будущего развития. Идентификация сценариев позволяет связать их со стоимостью проекта APV. Для оценки приведенной стоимости стратегии необходимо определить вероятность осуществления различных сценариев. В некоторых случаях достаточно экспертной оценки, но для более глубокого понимания рекомендуется вскрыть причинно-следственные связи каждого сценария. Результаты оценки APV взвешиваются по каждому сценарию, и рассчитывается взвешенная по вероятности стоимость проекта.



Структура аналитической модели APV

**Пятый этап** – сравнительный анализ альтернатив.

При осуществлении сравнительного анализа различных моделей интернационализации расчет APV по всем вариантам следует проводить за один и тот же период (плановый период), независимо от скорости возврата вложенных средств.

Как уже было отмечено, под инвестициями следует понимать единовременные вложения компании, способствующие генерированию доходов на протяжении всего планового периода. Следова-

тельно, к инвестициям в проектах интернационализации относятся не только вложения капитала в создание производства, но также стартовые затраты, требующиеся для освоения нового иностранного рынка (на исследование рынка, рекрутинг, переговоры с зарубежными партнерами и представителями местной администрации, адаптацию продукта, развитие каналов распределения и т.п.). Формы для проведения сравнительного анализа исследуемых моделей интернационализации по финансовым показателям представлены в табл. 2 и 3.

Сравнение различных вариантов и принятие решений следует осуществлять исходя из критерия максимизации разности приведенного денежного потока и денежного потока стратегических инвестиций. Положительная величина APV показывает, насколько возрастет стоимость активов инвестора. Поэтому предпочтение должно быть отдано проекту с наибольшей величиной этого показателя.

При ранжировании моделей интернационализации следует также принимать во внимание нефинансовые критерии, а комплексную оценку отдельных вариантов осуществлять на основе суммирования взвешенных балльных оценок по всей совокупности критериев.

Таблица 2. Оценка чистой прибыли исследуемых вариантов модели интернационализации по годам стратегического плана

Модели интернационализации	Годы						Σ
	0 (I)	1	2	3	...	N	
Модель 1							
...							
Модель J							

Таблица 3. Приведенная скорректированная стоимость APV сравниваемых моделей интернационализации

Модели интернационализации	Годы						ΣAPV
	0 (I)	1	2	3	...	N	
Модель 1							
...							
Модель J							

Изложенная методика обеспечивает комплексный и всесторонний подход к финансово-экономической оценке интернационализации промышленной компании и способствует принятию обоснованных стратегических решений.

#### Список литературы

1. Кальсин А.Е. Управление налогообложением в России. – Ярославль, 2003.
2. Коупленд Т., Колер Т., Мурир Д. Стоимость компании: оценка и управление. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000.
3. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов / Утверждены Минэкономики России, Минфином России, Госстроем России 21.06.99 № ВК 477.
4. Норткотт Д. Принятие инвестиционных решений. – М.: ЮНИТИ, 1997.
5. Синадский В. Расчет ставки дисконтирования // Финансовый директор. – 2003. – № 4.
6. Bar-Yosef S. Interactions of corporate financing and investment decision – implications for capital budgeting – comment // Journal of Finance. – 1977. – № 32, March. – P. 211–217.
7. Booth I. Capital budgeting frameworks for the multinational corporation // Journal of International Business Studies. – 1982. – № 4, Fall. – P. 113–123.
8. Copeland T., Weston J. Financial theory and corporate policy. – NY, 1990.
9. Kelly M., Philippatos G. Comparative analysis of the foreign investment evaluation practices by U.S.-based manufacturing multinational companies // Journal of International Business Studies. – 1982. – №1, Winter. – P. 19–42.
10. Lessard D. Evaluating international projects: an adjusted present value approach. – London: Martinus Nijhoff, 1981.
11. Modigliani F., Miller M. Corporate income taxes and the cost of capital the correction // American Economic Review. – 1963. – № 53, June. – P. 433.
12. Myers S. Interactions of corporate financing and investment decision – implication for capital budgeting // Journal of Finance. – 1974. – № 29, March. – P. 218–220.
13. Shapiro A. Capital budgeting for multinational corporation // Financial Management. – 1978. – № 2, Spring. – P. 7–16.