



А.А. МЕДВЕДЬ

Анна Алексеевна МЕДВЕДЬ — кандидат экономических наук, доцент кафедры экономической теории и мировой экономики СПбГЭУ. В 1999 г. окончила СПбГУЭФ.

Автор 21 публикации.

Сфера научных интересов — иностранные инвестиции, страновой риск.



ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ И СТРАНОВОЙ РИСК

Посткризисное восстановление международного инвестиционного процесса вновь привлекло внимание к проблеме государственной политики в сфере миграции капитала и новых форм стимулирования и контроля международных инвестиций. По данным Росстата, в экономику России по итогам 2010 г. поступило 114,746 млрд долл. иностранных инвестиций, что на 40 % больше показателя 2009 г. Крупнейшими иностранными инвесторами России являются Кипр, Нидерланды, Люксембург, Китай, Германия, Великобритания, Ирландия, Франция, Япония, Виргинские острова [3]. Инвестиции направляются преимущественно в топливно-энергетический комплекс РФ, т. е. их основная цель — доступ к месторождениям полезных ископаемых. Кроме того, рост объемов инвестирования произошел в основном за счет портфельных инвестиций, в то же время объем прямых инвестиций сократился. Для модернизации же отечественного производства предпочтительны именно прямые инвестиции, которые, как правило, подразумевают трансфер технологий и организационной структуры управления. Также следует отметить большой процент «возвращенного» капитала, тогда как полезнее было бы сотрудничество с представителями высокотехнологичных отраслей «новой» экономики.

Несмотря на зафиксированный рост инвестиционной активности на российском рынке, по сравнению с другими крупными экономиками, РФ выглядит довольно скромно на рынке международного капитала. Претензии иностранных инвесторов к России неизменны: высокий уровень странового риска.

Следует отметить, что, несмотря на активное использование понятия «страновой риск» в деловых и академических кругах, четкого определения данного термина на сегодняшний день не выработано. Существует большое количество подходов к определению понятия «страновой риск». В деловых и научных кругах было сформулировано несколько терминов, так или иначе отражавших риск кредитования и инвестирования суверенной страны, социально-экономическую ситуацию в которой не представляется возможным контролировать. Существуют понятия «суверенный риск» (акцент делается именно на невозможности управления внутренними процессами), «политический риск», а также более широкое и емкое понятие — «страновой риск». Под «политическим» следует понимать лишь риск, связанный с деятельностью властных структур, поэтому данный термин является неполным, так как даже правовое пространство страны учитывается в нем лишь отчасти, а именно — в той мере, в которой возможны изменения существующего законодательства. Поэтому автор считает возможным сконцентрировать внимание именно на наиболее интегрированной категории — «страновой риск».

Страновой риск определяется для субъекта международной деятельности не как арифметическая сумма тех или иных внешних рисков, а как интегрированный результат взаимодействия не зависящих от этого субъекта событий и обстоятельств.

Большинство зарубежных и отечественных исследователей сосредоточиваются на политическом риске, считая его определяющим. В. Вестон и Б. Сорж определяют политический риск как действия национального правительства, которые мешают проведению деловых операций, изменяют условия соглашений или приводят к конфискации собственности иностранных компаний. Д. Джодис рассматривает данный риск подобным образом — как изменения в условиях проведения операций иностранными компаниями, возникающими в ходе политического процесса. Г. Райс и И. Махмауд настаивают на необходимости учитывать не только внутренние политические события в стране, но и международную политическую ситуацию. Согласно этим авторам, политический риск может быть определен как внутристрановые и международные, конфликтные и интеграционные события и процессы, которые могут (или не могут) привести к изменениям в правительственной политике внутри страны или в зарубежных странах, что выразится в неблагоприятных условиях или дополнительных возможностях (касающихся, например, прибыли, рынков, персонала) для фирмы. По определению С. Кобрин, риском являются непредвиденные обстоятельства, возникающие в политической среде и принимающие форму ограничений в проведении операций.

Многие специалисты придерживаются мнения, что политическое событие необязательно несет риск для бизнеса, но может также означать новые возможности. Они предлагают под термином «страновой риск» понимать неопределенность среды, в которой действуют все нерыночные силы. Это означает, что при прогнозировании риска необходимо учитывать не только негативные, но также и позитивные изменения, предоставляющие дополнительные возможности для бизнеса. При этом в финансовом анализе базовый риск является нейтральным, предполагающим как положительные, так и отрицательные отклонения. Следует помнить, что любое неблагоприятное для одних субъектов событие может послужить источником дополнительной выгоды для других.

Некоторые исследователи (С. Робок, Дж. Саймон, К. Миллер, С. Хеффернан, С. Кобрин) выделяют макро- и микрориски, в зависимости от уровня экономических субъектов, на который они распространяются. Макрориск ассоциируется с вероятностью политических событий, отражающихся на всех иностранных субъектах в стране размещения. К микрорискам относятся риски, специфичные для отрасли, фирмы или даже отдельного проекта [2].

Основным инструментом оценки риска инвестирования в страну являются рейтинги. Рейтинг странового риска — одна из форм субъективной оценки доверия к стране.

Международными организациями и всемирно известными рейтинговыми компаниями ежегодно определяются рейтинги для различных стран мира. При этом каждая организация-эксперт сама решает, какую из сфер — политическую, экономическую, социальную, правовую, религиозную и т. д. — необходимо исследовать более тщательно, что приводит к различию критериев и методик, положенных в основу определения странового риска. Надо сказать, что техника оценки и рейтингов имеет и «национальные особенности».

На практике величина странового риска обладает конкретной стоимостью.

Классическая теория риска подразумевает компенсацию для субъекта, подвергающегося риску. Величина подобной компенсации может служить «рыночной» величиной риска.

Под «премией на страновой риск» обычно подразумевается величина маржи, добавляемой к базовой процентной ставке по правительственным займам. Однако концепция «премии на риск» носит, на взгляд авторов, всеобъемлющий характер и применима ко всем экономическим показателям страны. В частности, это касается рыночной стоимости банков и корпораций, выбора ставки дисконтирования для инвестиционных проектов, котировки государственных и частных долгов и т. д.

Существующая в экономике неопределенность, асимметрично распределенные и подвижные области давления со стороны различных заинтересованных групп искажают структуру относительной «покупательной способности» инвестиций и стоимости предприятий. Дело в том, что в реальности рыночные процентные ставки отражают не столько прибыльность реальных инвестиций, сколько моральный риск и способ отбора инвестиционных проектов. Инвестиции в денежные активы не только не тождественны реальным инвестициям, но и могут вытеснять их.

В наибольшей степени это относится к финансовым рынкам, выполняющим в экономике важнейшую функцию перемещения капитала в более эффективные отрасли. В частности, банки склонны давать в долг старым клиентам, во многом руководствуясь субъективными «мягкими» критериями. И хотя этот усложняющий фактор присущ экономикам всех стран, его эффект гипертрофирован

в российских условиях, где рынок функционирует в весьма специфической форме, затрудняя, тем самым, объективное обоснование ставки дисконтирования, исходя из применяемых в других странах методик при оценке стоимости предприятий. Уточнение ставки дисконтирования, учитывающее отраслевые и региональные отличия функционирования тех или иных фирм, может быть произведено двумя путями: либо через статистическую обработку репрезентативной выборки группы фирм одной и той же отрасли с региональной привязкой с целью обоснования сложившейся и прогнозируемой для нее нормы прибыли, либо через применение одного из аналитических методов расчета нормы дисконта. Первый путь затруднен в российских условиях по причине краткости статистических рядов произведенных инвестиций и возврата на них, недостаточной надежности данных, а в большинстве случаев и просто их отсутствия. Вероятно, такой подход будет задействован позже, когда накопится достаточный статистический материал.

Из аналитических методов основными и наиболее распространенными в зарубежной практике являются следующие: модель на основе оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model — CAPM) и метод кумулятивного построения. При их помощи происходит расчет стоимости акционерного или собственного капитала.

Модель оценки капитальных активов (CAPM)

При расчете ставки дисконтирования эта модель разбивает ее на две составляющие: ставку дохода от безрисковой инвестиции и дополнительную ставку дохода для компенсации за неопределенность, связанную с инвестированием в данное предприятие. Расчеты проводятся по формуле:

$$R = R_f + (R_m - R_f), \quad (1)$$

где R — искомый коэффициент дисконтирования, также являющийся ожидаемой ставкой дохода на вложенный капитал;

R_f — безрисковая ставка дохода, в качестве которой принято использовать доходность по долгосрочным государственным облигациям; — коэффициент, являющийся мерой рыночного или недиверсифицируемого риска и отражающий амплитуду колебаний доходности актива относительно рынка в целом;

R_m — среднерыночная ставка дохода, определяемая исходя из долгосрочной общей доходности рынка; соответственно $R_m - R_f$ — премия за риск вложения в данный актив.

Для современных российских условий обоснование нормы дисконтирования при оценке конкретной фирмы пока затруднено. Причем одинаково трудно обосновать как безрисковую, так и среднерыночную ставки дохода. Можно было бы предположить, что для устранения из расчетов макроэкономических рисков следует проводить их в долларовой денежной единице, а в качестве базовой безрисковой ставки использовать доходность государственных валютных облигаций. Но, как показала практика, валютные государственные ценные бумаги в условиях России не воспринимаются инвестиционным сообществом как безрисковые и стабильные. Безрисковыми не признаются и ставки по вложениям, характеризующимся наименьшим уровнем риска, например таким, как валютный депозит в Сбербанке или долговые обязательства какой-нибудь крупной и стабильной нефтяной или газовой компании. Скорее, несмотря на проблемы американского фондового рынка, сопоставимой могла бы быть ставка по казначейским обязательствам страны — эмитента валюты (для американских долларов, соответственно, США), увеличенная на транзакционные издержки по переводу денежных средств. Показатель общей доходности рынка представляет собой среднерыночную доходность рынка и рассчитывается на основе долгосрочного анализа движения цен акций предприятий. В этом заключается еще одна проблема, связанная с использованием модели CAPM для вычисления ставки дисконтирования. Дело в том, что тем самым признается справедливость тезиса о преобладающем влиянии искомой фундаментальной стоимости предприятия на цену его акций. Вместе с тем, хотя это предположение вполне может быть верным в долгосрочном плане, зачастую цены акций оказываются под весьма продолжительным доминирующим влиянием посторонних факторов. Трейдеры, торгующие российскими акциями, очень большое внимание уделяют движению цен на американские акции, рынка, весьма слабо связанного с реальной российской экономикой. Технический анализ показывает существенную степень корреляции российского и американского индексов акций. В то же время очевидно, что способность российских предприятий приносить доход не определяется такими показателями, как

изменения в американских процентных ставках, безработица в США или отношение американских инвесторов к американским же интернет-компаниям, т. е. теми факторами, влиянию которых весьма сильно подвержено движение акций на американском рынке. Коэффициенты в мировой практике обычно рассчитываются также путем анализа статистической информации фондового рынка. Эта работа проводится специализированными фирмами. Данные о коэффициентах публикуются в ряде финансовых справочников и в некоторых периодических изданиях, анализирующих фондовые рынки, например Datastream, Bloomberg, Barra и др. В нашей стране данные о коэффициентах впервые стала публиковать информационно-консалтинговая фирма АК&М. Однако ограниченное число корпоративных ценных бумаг, торгуемых на фондовом рынке, сужает возможности использования данного коэффициента в оценке стоимости широкого круга предприятий.

Метод кумулятивного построения

В отличие от метода CAPM кумулятивный подход выводит ставку дисконтирования путем суммирования нескольких составляющих (см. рис.). За базу расчетов берется ставка дохода по безрисковым ценным бумагам. Затем к ней прибавляются дополнительные премии, связанные с риском инвестирования в конкретное предприятие, вносятся поправки на действие количественных и качественных факторов риска, связанных с его спецификой.

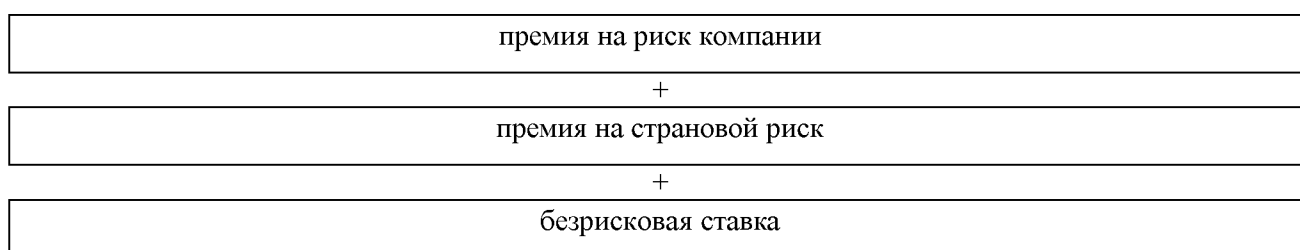


Рис. Кумулятивный подход к обоснованию премии на риск при оценке стоимости предприятия [там же]

Расчет стоимости собственного капитала, согласно кумулятивному подходу, проводится в два этапа:
 — определение соответствующей безрисковой ставки дохода;
 — оценка величины соответствующих премий за риск инвестирования в данную компанию.

Безрисковая ставка определяется аналогично способу, описанному для модели CAPM. Размер остальных премий выводится на основе эмпирических данных. Данные премии, как правило, классифицируются по стране, типу предприятия (например, начиная с крупной фирмы, акции которой включены в фондовый индекс, и заканчивая венчурной компанией, занимающейся разработкой инновационного продукта), его размеру, отрасли, региону деятельности и т. п. Метод кумулятивного построения при условии статистической обработки качественных и подробных эмпирических данных с разбивкой по отраслям, регионам, размеру и другим характеристикам предприятия может послужить хорошей отправной точкой при прогнозировании ставки дисконтирования в российских условиях.

Инвестиционный банк Goldman Sachs использует комбинацию аналитических методов. В модели банка за точку обзора взята позиция инвесторов из США, инвестирующих долларовые активы в акции развивающихся рынков. Формула CAPM была изменена введением в нее спреда суверенных облигаций исследуемого рынка к безрисковой ставке в США, а также фактической разбивкой коэффициента на два компонента: зависимость относительно локального рынка (β), и корреляция с рынком США (S_b/S_u):

$$R = (R_u + R_s) + \beta(S_b/S_u)E_u, \quad (2)$$

где R_u — безрисковая ставка;

R_s — спред суверенных облигаций к безрисковой ставке;

β — бета компании относительно локального рынка;

S_b — ежедневная волатильность индекса акций страны с развивающимся рынком (например, РТС);

S_u — волатильность индекса рынка США;

E_u — историческая премия рынка акций в США.

Для России эта модель показывала ставку более 30 % в валюте как адекватную риску инвестирования. Данный показатель является, по сути, запретительным для осуществления прямых инвестиций, поскольку высокая норма дисконта может быть покрыта только долгосрочной рентабельностью проекта, что в условиях подобного риска представляется сомнительным.

Однако в связи с недостатком долгосрочных и проверенных эмпирических данных, а также отсутствием в отечественной оценочной практике согласия по поводу уровня безрисковой ставки и рискованных премий пока широко использоваться могут лишь эвристические методы обоснования нормы дисконта, которые в основном базируются на здравом смысле.

Тем или иным методом рассчитанная или оцененная, ставка дисконтирования может служить рыночной мерой странового риска при сопоставлении с зарубежными ставками по подобного рода вложениям. Это касается как покупки существующих компаний, так и разработок новых инвестиционных проектов.

Другим немаловажным измерителем странового риска могут служить показатели государственных займов.

На рынке долгов обращаются обязательства различного качества, и возникает задача определения их «справедливой» доходности. На практике эта задача решается через рыночное определение доходности обязательств первоклассных заемщиков, таких как Казначейство США, и ранжированием остальных заемщиков с учетом их способности и желания оплачивать долги. Доходность обязательств с более высоким рейтингом практически всегда меньше доходности обязательств с более низким рейтингом. Разность доходностей (спрэд) обязательств с различающимися рейтингами, но одинаковым сроком погашения, принято выражать в базисных пунктах (сотые доли процента). Показателями странового риска можно считать два параметра. Во-первых, это изначальная ставка процента, под которую размещаются обязательства. Во-вторых, рыночные котировки займов. Говорить о рыночной стоимости долга можно потому, что значительная его часть оформлена в облигации, свободно обращающиеся на рынке. Это еврооблигации, а также облигации PRIN и IAN, появившиеся в результате реструктуризации внешнего долга бывшего СССР. Есть еще один вид долговых обязательств России, которые занимают промежуточное положение, — облигации внутреннего валютного займа, так называемые «вэбовки». По происхождению они относятся к внутреннему долгу, но, как правило, рассматриваются вместе с внешними долгами. Это старейшие российские облигации, выпущенные еще в счет погашения задолженности Внешэкономбанка СССР перед юридическими лицами-резидентами. Несколько упрощая ситуацию, можно сказать о том, что внешний долг России состоит из двух видов бумаг, различающихся между собой качеством. Первый, наиболее качественный, вид бумаг — еврооблигации; ответчиком по ним выступает непосредственно Минфин РФ, и они всегда, даже в самые напряженные времена, обслуживались точно по графику. Второй вид бумаг — облигации Внешэкономбанка. Статус облигаций PRIN, IAN, а также «вэбовок» приравнивался к статусу долговых обязательств государства при помощи правительственных постановлений.

Помимо рассмотренных, существует еще немало индикаторов, свидетельствующих о повышенном страновом риске, поскольку фактически все показатели национальной экономики и международных экономических отношений чувствительны к общей политико-правовой ситуации в стране и могут свидетельствовать о степени риска. Причем часто реакция рынков бывает мгновенной.

Высокая степень риска вложений в российские активы крайне негативно сказывается на развитии инвестиционного процесса, поскольку, помимо вялого иностранного инвестирования, приводит и к оттоку отечественного капитала.

В связи с этим прослеживается еще одна возможность оценить величину странового риска — по объему уходящего из страны капитала. Причем наибольший интерес представляет так называемый «неофициальный отток», или «утечка».

В настоящее время перед Россией стоит сложная задача создания условий для привлечения в страну капитала с учетом его собственных стимулов и одновременно с ориентацией его посредством мер экономического регулирования на достижение национальных целей. Для этого необходимо проведение согласованного комплекса мер в законодательной и административной сфере, направленных на максимально полное раскрытие и использование инвестиционного потенциала экономики и повышение ее привлекательности для инвесторов. Благоприятный инвестиционный климат является обязательным условием снижения странового риска, что, в свою очередь, приведет к новым капиталовло-

жениям [1; 4]. В отличие от большинства стран Центральной и Восточной Европы, Россия не смогла пока решить задачу создания благоприятного инвестиционного климата, предусматривающего формирование стабильных политических и макроэкономических условий и защиту прав собственности.

Как показывает практика, для резкого увеличения объемов инвестиций недостаточно политической стабильности и адекватного законодательства, необходимы гарантии инвесторам и меры стимуляции. Несмотря на достаточно критическое отношение международных организаций к использованию указанных стимулов, они активно применяются большинством стран мира в конкурентной борьбе за привлечение инвестиций. Более того, использование стимулирующих мер в мире значительно расширилось.

Для привлечения иностранных инвестиций необходима серьезная подготовительная работа по изменению налогового, инвестиционного и корпоративного законодательства, которая могла бы способствовать интенсификации инвестиционного процесса. Существующий в России национальный режим хозяйственной деятельности крайне непривлекателен для иностранных компаний. Учитывая обострение конкуренции в мире за иностранные инвестиции, сопровождающееся предоставлением странами многочисленных льгот иностранным инвесторам, а главное — неблагоприятный инвестиционный климат в России, принцип национального режима необходимо дополнить системой льгот и гарантий для иностранных инвесторов, которые могли бы в некоторой степени компенсировать высокий риск вложений.

Одним из способов преодоления фидуциарного барьера для иностранных инвесторов может стать развитие частно-государственного инвестиционного партнерства, которое позволит иностранным инвесторам получить гарантии сохранности вложенных средств. Проекты частно-государственного партнерства — это особый вид сотрудничества государственного и частного секторов с целью реализации долгосрочных инвестиционных проектов, не приносящих немедленной прибыли, поэтому здесь так важны гарантии инвесторам [5]. Как правило, в подобных проектах частный сектор берет на себя обязательства по разработке, строительству, финансированию объектов и управлению ими в соответствии с параметрами и стандартами, установленными государством, взамен чего частный сектор получает от государства финансирование, размер которого зависит от достигнутых результатов. В ряде проектов компенсация инвестору будет получена уже из доходов от коммерческой эксплуатации объекта.

В РФ уже есть положительный опыт частно-государственного партнерства. В Петербурге по этому принципу проходил тендер на строительство Западного скоростного диаметра — дороги вокруг Санкт-Петербурга. Представляется вероятным, что большинство концессионных проектов в России в ближайшие годы будет связано именно с развитием столь необходимой стране инфраструктуры.

ЛИТЕРАТУРА

1. Иностранные инвестиции в развитии ТЭК России // Экономика и управление. 2010. № 7.
2. Медведь А.А. Управление международными инвестициями в аспекте страновых рисков. М.: Изд-во СПбАУиЭ, 2008.
3. Официальный сайт Росстата РФ. URL: <http://www.gks.ru>
4. Топсаханова Ф.М. Инвестиции. М.: Изд-во «Академия естествознания», 2010.
5. Частно-государственное партнерство при реализации стратегических планов: практика и рекомендации. СПб.: Международный центр социально-экономических исследований «Леонтьевский центр», 2008.