

А. А. Перфильев, Л. П. Буфетова

*Новосибирский государственный университет
ул. Пирогова, 1, Новосибирск, 630090, Россия*

aperf@ngs.ru, lidabuf@gmail.com

РИСК КАК ОБЪЕКТ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Цель статьи – рассмотреть возможный механизм управления корпоративными рисками с макроэкономических позиций. Необходимость управления инвестиционными рисками с позиций экономики в целом определяется следующими обстоятельствами. Состояние финансовых рынков, влияющих на инвестиционные решения компаний, возводит финансовые рынки в разряд главных источников инвестиционных ресурсов. Это создает заинтересованность государства во влиянии на эти источники, но эффективных способов воздействия на решения инвесторов у него нет. Переход регулятора от влияния на денежные потоки к регулированию инвестиционной деятельности порождает новую парадигму управления финансовой экономикой, в основе которой лежит известный факт о том, что в глобальной экономике спрос на товары и услуги предстает как внешний спрос, опосредованный инвестиционными решениями.

Современные финансовые теории хорошо описывают мотивы и механизм принятия инвестиционных решений в закрытой экономике. В финансовой теории разработан механизм управления финансовыми рисками, в основном, с позиций инвестора, игнорирующий эту проблему в более широком контексте – в пределах финансового рынка отдельной страны.

Международные финансовые рынки, расширяя поле принятия инвестиционных решений, порождают потребность в новых подходах к изучению инвестиционных рисков корпораций, которые на этом поле связаны со странами рисками и которые следует считать объектом государственного регулирования.

Анализ положений финансовой теории относительно поведения инвестора, государства и роли глобальных финансовых рынков при выборе инвесторов показывает, что инвестиционные мотивы корпораций и механизмы влияния регулятора на денежные потоки слабо связаны в вопросе объема инвестиций, который одни согласны реализовать, а другие рассчитывают получить. На наш взгляд, необходим механизм, позволяющий государству воздействовать на инвестиционные решения путем регулирования страновых рисков, исходя из национальных интересов и состояния финансовых рынков для мобилизации необходимых инвестиций в разные сектора экономики.

Ключевые слова: страновой риск, финансовая теория, глобализация, государственное регулирование, механизм управления страновыми рисками.

Финансовая теория и поведение инвесторов

Для обоснования странового риска как объекта государственного регулирования вначале рассмотрим представление финансовой теории относительно поведения инвестора, государства и некоторые аспекты глобализации в свете возникновения страновых рисков.

Существующие многочисленные финансовые теории объясняют, как инвесторы принимают решения. Кратко содержание этих теорий заключается в следующем. Пожалуй, одной из значимых следует назвать портфельную теорию и теорию CAPM. Эти теории предполагают, что поведение инвестора можно описать с помощью параметров *риск*¹ и *доходность*

¹ Риск рассматривается как среднеквадратическое отклонение доходности актива.

и предположением об относительной несклонности к риску. Портфельная теория утверждает, что риск акций можно разделить на две части: систематический и несистематический, причем несистематический риск можно исключить, формируя портфели с широким набором акций.

Поскольку широко диверсифицированный портфель содержит только систематический риск и инвесторы одинаково оценивают приемлемость различных сочетаний *риск* и *доходность*, то инвесторы, согласно теории CAPM, формируют портфели с одинаковой структурой акций. Таким образом, портфели различных инвесторов будут различаться только долей безрискового актива в длинной или короткой позиции. Множество таких портфелей можно описать лучом ОМ (рис. 1, а). На самом деле, возможность создания существенной короткой позиции (финансовый рычаг) по безрисковому активу ограничена. Такое ограничение обосновывается как в теории банковского менеджмента с позиций соотношения собственного и заемного капитала, так и в теории инвестиций через оценку достаточности капитала, который можно определить, например, с помощью VaR (Value at Risk).

В классической теории финансовый рынок рассматривается как рынок заемных средств, на котором фирмы играют роль заемщиков, а домохозяйства, сберегающие часть своего дохода, – кредиторами. Объем инвестиций и процентная ставка формируются под влиянием спроса и предложения денег.

В теории заемных средств определяется кривая предельной эффективности инвестиций, показывающая отношение бизнеса к размеру потенциальных инвестиций через доходность используемых инвестиций (рис. 1, б).

Теория межвременного выбора устанавливает связь между размером инвестиций и затратами на текущее потребление. Она подчеркивает важность ставки доходности для управления склонностью к инвестированию (рис. 1, в). Понимая предпочтения инвестора относительно риска и доходности и учитывая его бюджетные ограничения, можно судить о возможном объеме предложения инвестиций.

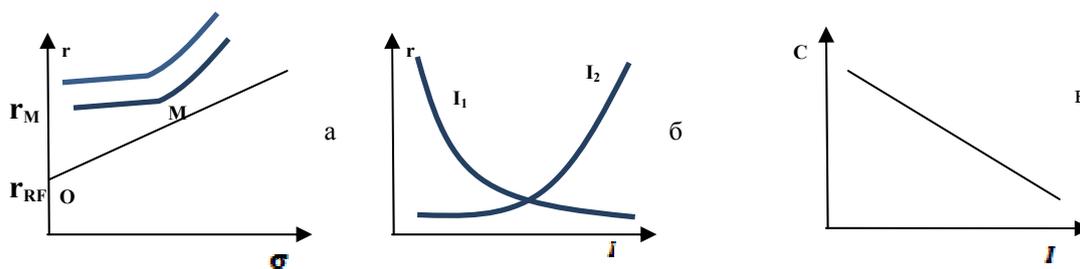


Рис. 1. Иллюстрация современных теорий о поведении инвестора

С помощью теории дисконтирования денежных потоков появилась возможность учитывать риск инвестиций как в самих денежных потоках (метод детерминированных эквивалентов, пессимистическая оценка денежных потоков), так и в ставке дисконтирования. Конечные показатели, такие как NPV, IRR, PI, позволяют сформулировать правила выбора приемлемого инвестиционного проекта или для случая определения стоимости капитала (финансового актива) определить детерминированный эквивалент рискованного потока.

Таким образом, разные ситуации, цели и обстоятельства при выборе инвестиционных проектов нашли отражение в существующих теориях. В дальнейшем мы хотим, расширив представление о значении некоторых рискованных ситуаций в принятии инвестиционных решений, обратить внимание на роль государства в управлении ими.

Корпоративные риски и цена акций

Вначале отметим усложнение условий, влияющих на корпоративные риски и цены акций. Инвесторы, оценивая риски акций, выделяют систематический риск, зависящий от рынка

и несистематический, зависящий от компании, эмитирующей акции. Портфельная теория, предлагая рассматривать цену акции как случайную величину, значительно упрощает понимание того, от чего зависит цена акции. Ибо на цену акции влияют денежные потоки компании, во многом обусловленные тем, кто и как управляет компанией. Здесь мы подходим к проблеме финансов корпорации.

Корпорации, под которыми в рамках данной статьи мы понимаем публичные акционерные общества, все больше становятся доминирующей формой организации обращения капитала, представляя собой механизм реализации интересов инвесторов, управленцев, государства, наемных работников и общества. Инвесторы передают капитал в управление агентам на условиях вознаграждения за конечный результат, агенты управляют активами компании так, чтобы максимизировать свое благосостояние, наемные работники пытаются гарантировать свои интересы, государство получает налоговые отчисления, общество в целом получает рабочие места и определенную среду обитания.

Эти взаимодействия позволяют каждому из субъектов улучшить экономическое положение, но и порождают массу противоречий и конфликтов, которые достаточно хорошо описаны. Конечным пунктом материализации таких противоречий выступает поток денежных средств, элементы которого следует рассматривать как недетерминированные. Если корпорация является открытой, не имеет агентских конфликтов, а правоохранительная система противодействует незаконному предпринимательству, то инвестор получает более четкое представление о денежных потоках и может доверять ожидаемым денежным потокам.

Таким образом, инвестиционные риски в теории корпораций отражают деловой риск, связанный с операционной деятельностью компании, и финансовый риск, связанный с уровнем финансового рычага.

Позиция доходности акции как случайной величины в портфельной теории получает новый ракурс значения, позволяющий частично понизить неопределенность и более точно определить ожидаемую доходность и риск. В итоге можно констатировать, что учет корпоративных рисков помогает выявить факторы, влияющие на доходность и цену отдельных акций, включая факторы, лежащие вне корпорации.

Еще большее значение в современную эпоху приобретают корпоративные риски при формировании отраслей так называемой новой экономики, в которой, в частности, стоимость капитала определяется не капиталоемкостью бизнеса, а его умением предвосхищать ожидания рынка и даже создавать эти ожидания. В таких корпорациях человеческий капитал, репутация корпорации, порядочность и надежность менеджмента являются ключевыми элементами успеха. Следовательно, качество нематериальных активов становится фактором риска акции².

Далее, если признать необходимость роста инновационного потенциала компании, то вслед за Ф. Найтом и И. Шумпетером следует констатировать иллюзорность возможной стабильности и безрискованности при пассивном управлении бизнесом. Все компании обязаны быть инноваторами, но игра в инновации сильно напоминает игру в рулетку³.

И, наконец, нужно отметить, что абсолютная рациональность инвесторов ставится под сомнение рядом ученых и некоторыми фактами. В области инвестирования появилось представление о психологических аспектах риска. В наиболее простой форме это проявляется в реакции инвесторов на события, связанные с объектом инвестирования и отраженные в новостных лентах и телевизионных каналах. Следовательно, новости, отражающие сегодняшние и ожидаемые действия субъектов рынка, государства и общества, могут способствовать социальной и экономической стабильности в стране, создавая фон, который также может повлиять на уровень инвестиционных рисков.

Все перечисленное свидетельствует об усложнении рискованной среды компании и, соответственно, росте неопределенности в стоимости ее акций. Поэтому даже в среднесрочной пер-

² В лице корпораций мы имеем сложный, тонкий и чувствительный механизм, сбои в котором приводят к краху инвестиционной стоимости, о чем свидетельствуют истории компаний «Энрон», «Пармалат» и «Мерседес».

³ История последних десятилетий явила массу новичков, вошедших в клуб миллиардеров, потеснив, а то и вытеснив его заслуженных членов.

спективе важно оценивать будущие состояния компании, порождаемые ее потенциальными возможностями ⁴.

И, наконец, следует отметить интересный взгляд А. Дамодарана и Круи на необходимость управления корпоративными рисками в пределах одной организации. Они, в частности отмечают, что уменьшение корпоративных рисков снижает волатильность денежных потоков и несистематический риск, но уменьшает доходность. В рамках инвестиционного портфеля, таким образом, мы получим акцию с меньшей доходностью и низким потенциалом для диверсификации несистематического риска. Сравнивая точки зрения «за» и «против» политики снижения корпоративных рисков, Круи полагает, что в снижении несистематических рисков есть смысл, но его стоит делать осмотрительно. Для инвесторов важно понимание рыночного риска, который связывается с волатильностью доходности некоторого широко диверсифицированного портфеля, коэффициентов бета, показывающих степень чувствительности акций компании к рыночным факторам.

Таким образом, в контексте факторов, влияющих на цену акции и поведение участников рынка, следует более внимательно отнестись к пониманию систематического и несистематического риска. Поскольку систематические риски связаны, в том числе, с действиями правительства страны, рассмотрим некоторые положения финансовой теории, описывающие влияние государства на экономику.

Финансовая теория и поведение государства

Государство, следуя интересам общества, должно способствовать росту производства в национальной экономике. Инвестиции являются ключевым фактором для поддержания и роста производства.

В несколько упрощенном виде связь между производством (Y) товаров и услуг, потреблением (C), инвестициями (I), государственными расходами (G) и чистым экспортом (NX), представлена в модели IS-LM Джона Хикса:

$$Y = C + I + G + NX.$$

Это соотношение дополняют указанием функциональной зависимости потребления от налога (tax) и размера производства и зависимостью инвестиций от процентной ставки i :

$$Y = C(Y, \text{tax}) + I(i) + G + NX.$$

В этом соотношении отражены факторы, на которые может влиять государство: а) через государственные расходы; б) через денежно-кредитную политику, которая приведет к изменению процентной ставки; в) через изменение налоговой ставки.

Механизм регулирования при этом сводится к следующим действиям. Государство, выпуская и изымая из обращения деньги, влияет на объем инвестирования и процентные ставки. Рост государственного долга позволяет перенаправлять деньги в значимые отрасли, а фискальная политика – регулировать активность отдельных секторов экономики.

Классические макроэкономические теории не рассматривают корпоративный риск как фактор, существенно влияющий на склонность к инвестированию, поскольку в принципе для этого нет существенных оснований. Ибо государство, влияя на процентную ставку, способно путем изменения доходности инвестиций регулировать их объем в экономике при прочих равных условиях. У инвесторов тоже не очень большой выбор. Если иметь в виду, что концентрация денег у отдельных домохозяйств значительна и в любом случае не может быть использована в национальных границах, то домохозяйства всегда будут проявлять некоторую склонность к сбережению уже потому, что располагают суммой денег, накопленной в предыдущие периоды. Так или иначе, проблема экономического «принуждения» индивидов к инвестированию может быть решена государством.

⁴ Возможно, следует более тщательно относиться к использованию исторических данных для определения эффективности инвестиционных вложений.

Однако в условиях финансовой экономики, когда денежные потоки способны влиять на темпы экономического роста, не следует забывать, что систематические риски проявляются на рынке капитала, на который государство не имеет *прямых рычагов* влияния. Воздействие на рынок капитала для государства является опосредованным: регулируя денежный рынок, оно может повлиять на рынок капитала. Такое опосредованное воздействие требует тонких способов регулирования, которые учитывают множество нюансов в поведении субъектов рынка.

Таким образом, поведение государства в управлении ростом экономики *не может* ограничиваться только способами влияния на денежные потоки. Следует иметь возможность влиять на решение инвесторов в вопросах *объемов инвестирования*.

Влияние систематических рисков на экономику страны

Поскольку регулирующая роль государства связана для корпораций с систематическим риском, рассмотрим схематически механизмы влияния различных элементов систематического риска на экономику страны. Наиболее важным, по крайней мере в нашей стране, следует считать *инфляционный риск*. Современная российская инфляция, в большей части ресурсная, порождена регулярным подъемом внутренних цен на энергоносители. Этот процесс инициируется структурами, полностью подконтрольными государству. Другая составляющая, связана с неэффективной экономикой, в которой отсутствует справедливая конкуренция, что также связывают с государственной политикой.

Валютный риск – следующий важный элемент систематического риска, создающий угрозу обесценивания инвестиций относительно их альтернативной стоимости в иностранной валюте. Данный вид риска целиком зависит от денежно-кредитной политики государства и механизмов валютного контроля. При закрытых внутренних рынках высокий валютный риск будет способствовать перемещению инвестиций на денежный рынок в валютные депозиты, при открытых рынках – к бегству капитала.

Правовые риски или юридические риски определяют угрозу инвесторам со стороны нечистоплотных субъектов рынка и государственных чиновников, которая не может быть полностью устранена из-за отсутствия необходимой правовой базы и плохого правоприменения.

Риски ликвидности влияют на корпоративные риски благодаря наличию рыночной инфраструктуры, зрелости рыночных институтов и эффективности государственного регулирования. Влияние государства на данный риск огромно.

Отмеченные риски часто трудно формализовать в силу их сложности и субъективного характера, но есть риски, которые оказывают решающее влияние на инвестиционные решения, и это уже упоминавшиеся корпоративные риски.

Для инвесторов, как уже отмечалось, корпоративные риски проявляются в операционной (деловой риск) и финансовой (финансовый риск) деятельности. Финансовый риск, в свою очередь, является мультипликатором делового риска, что снова фокусирует наше внимание на операционной деятельности компании, но уже в связи с влиянием на эту деятельность государства. На какие параметры операционной деятельности фирм государство оказывает воздействие в современных российских условиях?

Известно, что рациональный инвестор всегда предпочтет большую доходность при аналогичном или меньшем риске. Регулятор влияет на доходность, которая определяется денежными потоками от операционной деятельности компаний. Операционная деятельность российских компаний в несырьевом секторе ограничена как минимум тремя факторами: а) низкая эффективность факторов производства; б) слабый спрос, который обусловлен переключением потребителей на импортные товары за счет использования валютных доходов от продажи сырья; в) высокие издержки на привлечение заемного капитала.

Из представления чистой прибыли компании (*EAT*) классической формулой

$$EAT = (Q \cdot (P - AVC) - FC - D \cdot r_D)(1 - \text{tax})$$

(где Q – объем продаж в натуральном выражении, P – цена, AVC – переменные расходы за единицу, FC – постоянные расходы, D – заемный капитал, r_D – процентная ставка по заимствованию, tax – ставка налога на прибыль) следует, что низкая эффективность факторов производства определяет параметры AVC и FC , слабый спрос – параметры Q и P , высокие издержки на заемный капитал – параметр r_D . Если учесть, что денежная политика ЦБ РФ во многом способствовала росту массы импортных товаров на отечественных рынках и росту издержек на заемный капитал, то получается, что действия государства фактически способствовали снижению роста доходности и при этом увеличили несистематический риск.

Оказывается, государство и корпорации зачастую говорят и думают на разных языках. Несмотря на то что ЦБ РФ, занимаясь таргетированием инфляции и валютного курса, с одной стороны, пытается воздействовать на одну из составляющих систематического риска, с другой – он не может оказать влияние на ожидания инвесторов, мыслящих в категориях *доходность – риск*. Ибо с позиций инвестора систематические риски не сводятся только к параметрам, относящимся нынче к компетенции государства.

Из сказанного следует, что *систематические риски должны стать объектом государственного управления. Важно не только задавать параметры денежного рынка, но делать это, понимая реакцию инвесторов, влияя на такое понимание посредством создания безопасного и открытого социального и экономического пространства.*

Если в этом плане обратиться к опыту других стран, то бросаются в глаза многочисленные индексы, показатели, характеризующие состояние экономики и общества, данные, разъясняющие поведение тех или иных надзорных или регулирующих органов. В некоторых ситуациях (пример КНР, особенно в 2015 г.) правительство открыто и жестко повлияло на поведение участников рынка, показывая, что оно не потерпит излишней волатильности, которая внешне выглядит как естественная реакция рынка.

Все же стоит признать, что регулирование рисков в пределах замкнутой экономики имеет ограниченное влияние на саму экономику. Оно приводит к некоторому изменению в склонности к сбережению и изменению структуры активов. Однако все меняется в открытой экономике, в которой инвестиционные процессы могут привести как к росту экономики за счет притока иностранного капитала, так и к деградации за счет бегства капитала из страны. В открытой экономике регулирование инвестиционных процессов, и особенно регулирование инвестиционных рисков, становится элементом выживания отдельной страны.

Финансовая теория и глобализация. Страновые риски

Глобализация экономики, как известно, приводит к созданию единого рынка товаров, труда и капитала. Капитал, преодолевая национальные границы в ту и другую сторону, может как способствовать экономическому развитию, так и замедлять или даже порождать депрессию в отдельных регионах.

Теоретическое осмысление феномена международных инвестиций отчетливо проявилось в теориях международного движения капитала.

Уже А. Смит и Д. Рикардо в начале XIX в. теоретически связывали движение предпринимательского капитала с различными нормами прибыли в разных странах. Дж. Ст. Милль считал вывоз капитала стимулом к расширению внешней торговли и противодействующим фактором для понижения нормы прибыли в стране-экспортере.

Марксисты, анализируя причину вывоза капитала, связывали ее с более высокой нормой прибыли в стране-реципиенте. Им принадлежит разработка концепции финансовой эксплуатации посредством вывоза капитала в отсталые страны. Р. Гильфердинг подчеркивал факт утраты независимости слаборазвитых стран из-за притока иностранного капитала, а В. Ленин настаивал, что ввоз капитала ускоряет развитие капитализма и порабощает колонии.

Неоклассики рассматривали международное движение капитала в качестве основы для рационального распределения факторов производства и установления наиболее благоприятных цен.

Дж. М. Кейнс и его последователи изучали влияние вывоза капитала на экономику страны-экспортера, рассматривая вывоз капитала как проявление неблагоприятного баланса сде-

лок по капитальным счетам. Кейнс считал, что страна может превратиться в действительного экспортера капитала только тогда, когда ее экспорт товаров превысит импорт.

В 1960-х гг. появились работы по экономике стран, принимающих капитал. В этот период на политической карте возникло большое число независимых развивающихся государств, и усилилась тенденция к движению международного капитала из развитых стран в развивающиеся. В работах С. Кузнеца, Г. Хабнерера, Г. Майера доказывается, что ожидание экономического роста в развивающихся странах невозможно без допуска иностранного капитала в экономику страны. По мнению этих авторов, иностранный капитал оказывает благотворное влияние на развивающееся хозяйство, независимо от формы инвестирования: в форме частных прямых инвестиций и кредитов, в виде государственных инвестиций и кредитов или в какой-либо иной форме.

Современные теории международного движения капитала делают акцент на две особенности мировой экономики: возрастание роли международного финансового рынка и особое место транснациональных компаний (ТНК) в международном движении капиталов. Так, Г. Дж. Грабел предложил модель, которая опирается на главные факторы, влияющие на движение капитала между странами: размер инвестируемого капитала; соотношение норм ссудного процента, соотношение степени риска в стране-экспортере и импортере капитала и наиболее выгодное сочетание риска и доходности. Американский ученый Ч. Киндлебергер, французские ученые У. Салант, С. Кольм, Ж. П. Лафарг, изучив особенности взаимоотношения финансовых рынков США и Западной Европы, отметили уникальное взаимодействие денежного рынка Европы и рынка капитала США, которое способствует вовлечению большинства стран в движение капиталов в различных формах.

Возрастание роли ТНК, ставших во второй половине XX в. доминирующими субъектами в мировом экономическом пространстве, связано с созданием ими предприятий, межстрановой производственной кооперацией, межстрановым переливом капитала и межстрановой торговлей. По мнению американского экономиста С. Хаймера, исследовавшего поведение иностранного инвестора, контролирующего рынок, зарубежное инвестирование осуществляется компанией с целью удушения конкуренции и сохранения контроля над рынком.

В представленных современных теориях уже просматривается новое поле взаимодействия корпораций – финансовые рынки, и новый субъект – транснациональные корпорации (иностраный инвестор). Однако в этих теориях риски, связанные с движением капитала, специально не исследуются, вернее, они не исследуются в качестве экономической категории. Риски связывают, скорее, с несовершенством национальных и международных законов, неразвитостью рыночной инфраструктуры и т. п. Естественно, что они ускользают от внимания экономистов⁵.

Главное же внимание исследователей теорий международного движения капитала и теорий экономического развития было направлено на выявление рациональных механизмов функционирования глобальных рынков и обоснования тенденций и стратегий (позитивных или негативных), обусловленных глобализацией. Эти исследования способствовали теоретическому обоснованию разработки системы международного регулирования процессов глобализации, которая начала складываться в начале второй половины XX в. [1].

В результате созданные международные финансовые институты – МВФ, Всемирный банк, Европейский банк реконструкции и развития – содействуют развитию экономически развитых стран, способствуя росту спроса на реальные и финансовые активы, экспортируемые из этих стран. Конечно, нельзя отрицать, что слабые страны смогли за счет международных кредитов повысить уровень своего социально-экономического развития. Однако исследователи говорят о неоднозначных последствиях этого источника развития.

Вместе с тем рост масштабов и интенсификация международного движения капитала вызвали потребность в регулировании рисков международного инвестирования. Это привело к созданию международных организаций, деятельность которых была направлена на снижение рисков международного движения товаров и капитала, таких как ВТО, МАГИ, государственные агентства по страхованию политических рисков, а также двусторонних и многосто-

⁵ Следует выделить еще одну причину: большинство экономистов рассматривают глобализацию как естественный и разумный путь развития экономики.

ронных договоров и соглашений по регулированию экономических международных конфликтов.

Тем не менее существует немало причин, препятствующих международному инвестированию [2]. Например:

- отдельные государства могут защищать своих инвесторов, возводя барьеры иностранным инвесторам, или могут национализировать собственность иностранного инвестора;
- отдельные государства могут препятствовать своим инвесторам вкладывать средства в другие страны;
- отдельные страны хотят привлечь иностранные инвестиции, но опасаются однобокого развития своей экономики;
- иностранные инвесторы могут потерять свою собственность в результате революций, войн, митингов.

Причины, которые мешают движению товаров и капитала между странами, стали связывать с понятием «страновые риски». Изначально, этот термин означал только возможные потери в международной экономической деятельности. Однако в конце XX в. особое значение приобретает конкуренция между государствами за возможность привлечения инвестиций, ибо инвестиции дают их получателю дополнительные рабочие места, налоговые поступления, стимулы для развития технологий и т. п.

Говоря о страновых рисках международных инвестиций, следует иметь в виду два обстоятельства. Первое связано с *наднациональным* регулированием рисков, второе – с *национальным* управлением. С последним фактом связано понятие «страновой риск». По многим оценкам, именно страновой риск является основным препятствием для международных инвестиций.

В таком контексте страновые риски начинают приобретать смысл экономической категории, становятся объектами научных исследований и, по-нашему мнению, должны стать объектом государственного регулирования.

Методы оценки страновых рисков

О страновых рисках написано много, и их понимание зависит от способа и стратегии инвестирования [3; 4].

Наиболее понятным и практически применимым методом оценки странового риска считается метод рейтинговых оценок. Организации и агентства, которые присваивают рейтинг страновых рисков стран в мировой экономике, можно подразделить на следующие группы:

- международные финансовые и экономические организации, такие как МВФ, Всемирный Банк, ЕБРР, ОЭСР⁶.
- рейтинговые компании, среди которых «Business Environment Risk Information» (BERI), «Standard & Poor's Corp.», «Moody's Investor Service» (Moody's), «Arthur Andersen» и др.;
- различные исследовательские институты, например Венский институт международных экономических исследований – The Vienna Institute for International Economic Studies, Институт международных финансов – Institute of International Finance;
- специализированные справочные и аналитические издания, например «International Country Risk Guide» (ICRG), «International Financing Review» (IFR);
- аналитические службы ведущих экономических журналов, например «Institutional Investor», «Euromoney», специализированное агентство «Economist Intelligence Unit» и др.

На практике страновые риски могут использоваться различным образом. Так, учет размера странового риска как барьера для инвестирования позволит или исключить из рассмотрения заведомо неприемлемые проекты, или ограничить размер финансирования проектов с повышенным риском. При использовании страновых рисков в задачах портфельного инвестирования рейтинговым оценкам ставят в соответствие премии за страновой риск. Например, подход инвестиционного банка Goldman Sachs к оценке справедливой доходности акций развивающихся рынков описан следующим образом [5]:

⁶ Организация по экономическому сотрудничеству и развитию.

$$R = (R_u + R_s) + \beta(S_b / S_u)E,$$

где R_u – безрисковая ставка; R_s – спрэд 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 индекса США.

Для глобального инвестора предлагается использование САРМ с эмпирической проверкой применения в условиях российского рынка [6; 7]. Отмечается важность фактора открытости рынка, наличие или отсутствие диверсификации капитала. Одновременно подчеркивается, что если рынок интегрирован на международном уровне, тогда в рамках модели САРМ премия за риск инвестирования будет зависеть от ковариации между рынком и мировым рыночным портфелем.

Следовательно, можно говорить о том, что глобальные инвесторы рассматривают глобальные рынки, так же как и локальные через параметры *доходность* и *риск*, модернизируя критерии инвестирования в направлении более точного учета параметров рынка и доходности.

Страновые риски и формы международных инвестиций

Выше отмечалось, что страновые риски сопряжены с формами инвестирования. Поскольку в открытой экономике развитие тесным образом связано с инвестициями, включая международные, охарактеризуем некоторые аспекты этих связей.

Теория риск-менеджмента утверждает, что понимание риска определяется моделью рискованной ситуации. Так, например, риск, связанный с инвестированием в акцию какой-то компании зависит от статуса инвестора: крупный или мелкий инвестор, миноритарий или мажоритарий, портфельный или не портфельный и т. п. Согласно теории, риск следует рассматривать не с позиции возможности или угрозы, а с позиций состояния, в котором окажется субъект риска. Впервые о таком понимании риска писал Я. Бернулли, затем Маршалл, Пигу и другие развили это понимание до современной теории.

Поэтому, говоря о страновых рисках, следует иметь в виду, что их реальное влияние зависит от формы и целей инвестирования. Сначала напомним содержание разных форм международных инвестиций, а потом рассмотрим поведение инвесторов при некоторых формах международных инвестиций, которые, как известно бывают прямыми, портфельными и кредитными.

Прямые иностранные инвестиции наиболее предпочтительны для стран, которые импортируют капитал, нежели виды готовой продукции. Они позволяют получать современные технологии и рабочие места. Однако при этом инвесторы подвергаются большему риску, чем при кредитных и портфельных инвестициях. Это объясняется тем, что инвесторы, как правило, лишаются возможности быстрого ухода из страны-импортера по причине низкой ликвидности вложенного капитала. Кроме того, прямые иностранные инвестиции предполагают более высокий срок освоения капиталовложений.

Рост роли ТНК в мировом производстве породил систему, в которой производство распределено между различными странами и страны включены в определенную технологическую цепочку, что привело к обострению таких рисков, как: а) возможность закрытия ТНК производств в определенном регионе; б) возможность местных властей ухудшить условия хозяйствования для предприятий, входящих в ТНК.

Портфельные инвестиции увеличивают инвестиционный потенциал страны-импортера. Однако их мобильность может отрицательно повлиять на состояние местного финансового рынка.

Элементы рискованной ситуации для портфельного и прямого инвестора и условия их деятельности представлены в таблице. Для портфельного инвестора объектом риска является стоимость и доходность инвестиционного портфеля. Поскольку ценные бумаги – ликвидный актив, то инвестор может достаточно легко увести деньги с ненадежных рынков. Ограничить риск портфельный инвестор может и за счет диверсификации активов и их хеджирования

производными инструментами. Если рисками, связанными с доходностью можно управлять, то с валютным риском все обстоит значительно сложнее. На рынке, конечно, есть инструменты контроля валютного риска, но их применение связано с определенными сложностями и, как правило, портфельные инвесторы стараются избегать валютных рисков. В целом, за счет быстрой мобильности отдельное государство может сравнительно быстро привлечь портфельные инвестиции, если риски и доходность будут приемлемы для инвестора.

Элементы модели рискованной ситуации
для портфельных и прямых инвесторов

Элемент рискованной ситуации	Инвестиции	
	портфельные	прямые
Субъект риска	Портфельный инвестор	ТНК, крупные корпорации, банки
Объект риска	Стоимость и доходность инвестиционного портфеля	Деятельность компании
Горизонт инвестирования	Не ограничен внешними временными рамками	Длительный срок
Способы управления риском	Диверсификация, хеджирование, уход с рискованных рынков	Уход с рынка
Факторы странового риска	Валютный риск	Политический риск, макроэкономический риск
Потери	Стоимость и доходность инвестиционного портфеля	Потеря собственности Потеря денежного потока
Возможность возврата инвестиций	Сравнительно легко	Трудно

Прямые инвесторы (см. таблицу) увеличивают эффективность ключевого бизнеса. Такие капитальные вложения, как правило, ориентированы на большой срок и не могут быть возвращены досрочно без потерь. Поэтому транснациональные компании и другие потенциальные инвесторы тщательно изучают страновые риски с ориентацией на долгосрочную перспективу, уделяя большое внимание политическим, юридическим и макроэкономическим страновым рискам [8].

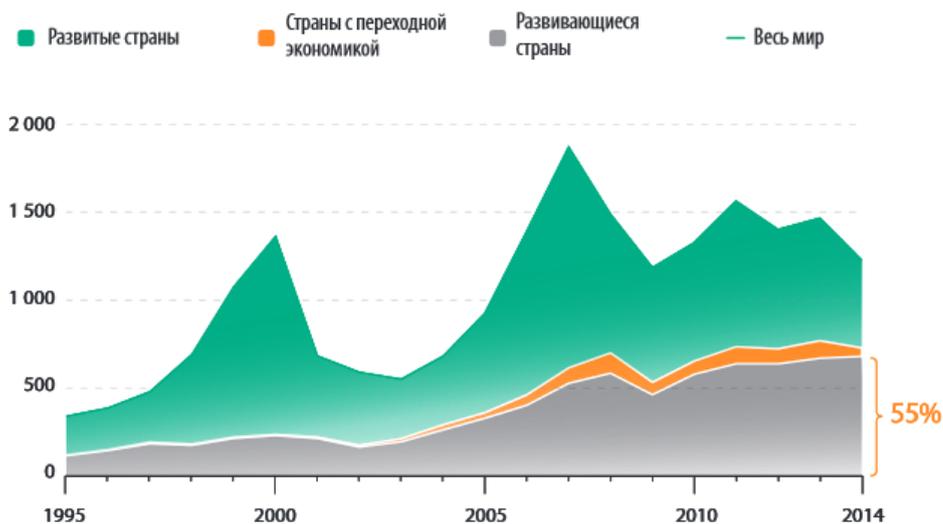
Вывод из предложенного описания состояния субъектов инвестиций заключается в том, что для корпораций *инвестиционные риски включают страновые риски*. Поэтому в дальнейшем речь пойдет об инвестиционном риске корпораций.

Несмотря на разнообразные риски, объем международных инвестиций является весьма высоким и постоянно растет (рис. 2). За двадцать последних лет он вырос более чем в два раза, хотя в первое десятилетие XXI в. наблюдался взлет объема инвестиций и в три раза по сравнению с 1995 г. При этом доля развивающихся стран и стран с переходной экономикой выросла до 55 % общего объема международных инвестиций. Поэтому влиять на объем инвестиций, воздействуя на страновой риск, – важная управленческая задача.

Двойственность в оценке значения международных инвестиций и управления страновыми рисками

Отношение к феномену инвестиционных рисков неоднозначно. Эта неоднозначность опирается на двойственность природы рисков: и как потери, и как возможности.

Многие исследователи отмечают, что развитые страны, особенно те, кто может эмитировать мировые платежные средства, имеют определенное преимущество при экспорте



Источник: ЮНКТАД, база данных по ПИИ/многонациональным предприятиям (www.unctad.org/fdistatistics).

Рис. 2. Динамика международных инвестиций по группам стран

инвестиций [9]. Широко известна, так называемая, доктрина Кальво, отражающая попытки развивающихся стран в начале второй половины XX в. сопротивляться экономической экспансии развитых стран, которые стремились к получению контроля над природными богатствами этих стран. Одновременно в условиях глобализации многие страны «теряют суверенитет над своими территориями, все более «прогибаясь» под натиском транснациональных корпораций, они конкурируют друг с другом за максимально благоприятные условия доступа транснациональных компаний на свои рынки» [10. С. 30].

Именно развитые страны после Второй мировой войны создали международные финансовые институты, которые способствовали формированию в бедных странах производственной инфраструктуры, и посредством создания и контроля институтов они контролировали международное движение товаров, труда и капитала. В результате страновые риски существенно снизились, что позволило экспортерам капитала чувствовать себя более защищенными.

Наряду с инвестициями фондовых рынков появились инвестиции денежных рынков, в том числе и международные банковские кредиты, что облегчило процессы международного инвестирования и позволило бедным странам значительно повысить уровень жизни населения. Но развитые страны получают во много раз больше – рынок для сбыта своих товаров и стимулы для развития наукоемких технологий. В целом же наблюдается углубление различий в уровне жизни отдельных стран. При этом никакие программы Всемирного Банка, МВФ не смогли существенно повлиять на такое положение дел.

Сказанное определяет неоднозначное отношение не только к иностранным инвестициям, но и к страновым рискам, которое зависит от различия в понимании тех эффектов, которые оказывают иностранные инвестиции, как на страну-экспортера, так и на страну – импортера инвестиций. А эти эффекты, очевидно, разные, и влияние международных инвестиций с позиций общемирового развития имеют двойственный характер [11].

Отсюда следует двойственность в управлении страновыми рисками. Управление страновым риском предполагает выстраивание инвестиционной политики государства исходя из национальных интересов, с одной стороны, и условий на внешних денежно-финансовых рынках, с другой. Это позволит смягчать или усиливать ограничения на движение иностранного капитала и инвестиций в зависимости от их формы и рискованной ситуации. Следствием может стать привлечение инвестиций в один сектор экономики и ограничение их притока в другой, т. е. комбинация методов регулирования объемов международных инвестиций.

Так, грамотная политика КНР в отношении международных инвестиций помогла в свое время создать собственный промышленный потенциал и защитить экономические интересы нации. Венесуэла национализировала нефтедобывающую промышленность для контроля над добычей углеводородов в интересах граждан страны. Страны Евросоюза ввели достаточно жесткое квотирование на движение товаров для выравнивания экономического развития стран-участников. Даже США регулярно прибегают к защитительным мерам в интересах отдельных отраслей экономики.

Из данных МВФ (рис. 3) следует, что страны предпочитают стимулировать вложения иностранных инвесторов, хотя определенный тренд на ограничение инвестиций присутствует. Так, в 2014 г. 37 стран и территорий приняли не менее 63 мер в отношении иностранных инвестиций, из которых 47 были направлены на либерализацию, поощрение и облегчение инвестиций, а 9 – на установление новых ограничений или требований в сфере инвестиций (остальные 7 мер носили нейтральный характер). В результате доля мер, направленных на либерализацию и поощрение инвестиций, увеличилась с 73 % в 2013 г. до 84 % в 2014 г.

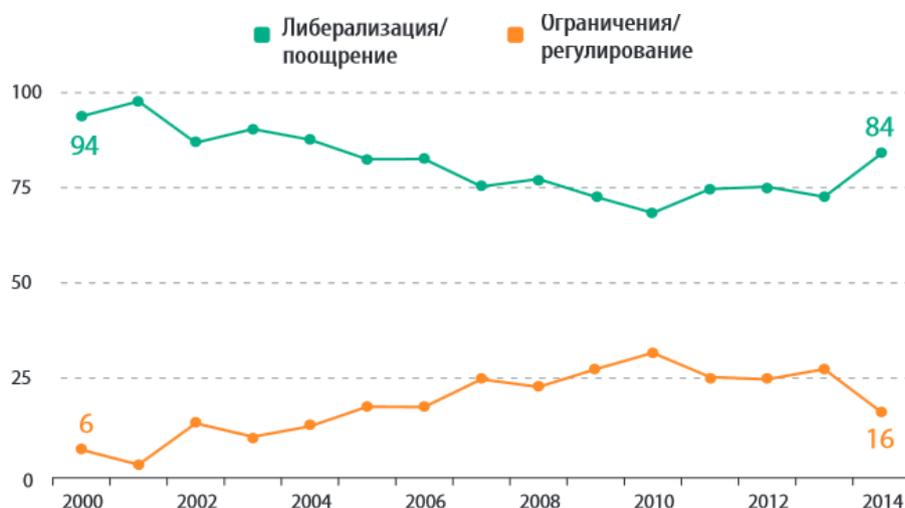


Рис. 3. Изменение в национальной инвестиционной политике стран 2000–2014 гг.

Некоторые исследователи утверждают, что современная глобализация приводит к геополитической нестабильности государств, что может повлиять на экономическую безопасность отдельных стран. В таких условиях, по мнению этих исследователей, необходимо создание рискованной теории государства и государственной системы управления геополитическими рисками [11].

Таким образом, *учет страновых рисков позволяет государству определить желаемое направление, формы и отраслевую структуру инвестиций, исходя из национальных интересов. А чтобы нужные параметры инвестиций были реализованы, следует комбинировать меры по уменьшению или увеличению отдельных компонентов странового риска.*

Развитие методов регулирования инвестиционных рисков

С учетом изложенного можно констатировать, что процессы инвестирования в эпоху глобализации чрезвычайно усложнились. Выделим три фактора, влияющих на эти процессы: межстрановая конкуренция за капитал; сложившиеся мировые рынки денег и капитала; растущая региональная интеграция отдельных стран. В таких условиях инвестиции становятся не только фактором экономического роста, но и источником угрозы экономическому и социальному развитию отдельных стран, в чем убеждает реакция правительств США и Евросоюза

с 2008 г. по настоящее время, правительства КНР (2015 г.) на обвал в сфере международных инвестиций. Государства начинают учиться регулировать не только движение инвестиций, но и их размер. А это является более сложной задачей, чем регулирование направления движения инвестиций. Объем инвестиций в большей степени обусловлен страновыми рисками, чем обычное их движение.

Мы полагаем разумным постановку задачи создания механизма управления инвестициями внутри отдельной страны. Этот механизм призван согласовать как теоретически, так и практически следующие процессы: межстрановую конкуренцию за инвестиции; поддержание экономического роста и социально-экономической устойчивости отдельной страны; выработку и согласование параметров, определяющих поведение инвесторов и целей правительств. Схема такого механизма приведена на рис. 4.

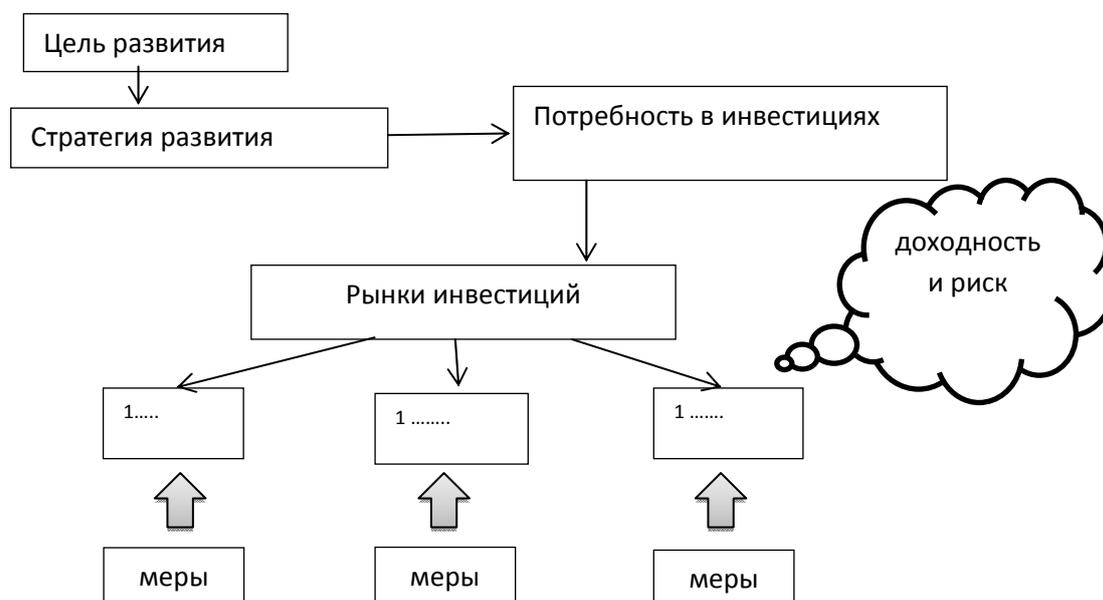


Рис. 4. Схема государственного механизма регулирования иностранных инвестиций

Исходным пунктом механизма становятся национальные цели развития, формирующие стратегию развития страны. Стратегия развития предполагает ресурсное обеспечение, составной частью которого являются инвестиции, включая иностранные. С этой целью необходимо провести исследование рынков международных инвестиций и разработать необходимые меры для каждого из них по привлечению (ограничению) инвестиций в разных формах и в разные сектора экономики. Это и есть создание единого «языка» общения регулятора и бизнеса.

Такой механизм опирается на следующие принципы:

- рассмотрение инвестиционных рисков как объект регулирования и определение их в терминах, которые используют инвесторы;
- концентрация внимания на различных рынках для привлечения инвестиций и учет параметров доходности и риска на этих рынках при определении размера инвестиций, необходимых государству;
- учет возможностей замены различных форм инвестиций внутри страны. Так, портфельные инвестиции являются наиболее мобильными и доступными для привлечения в отдельную страну. Их привлечение позволит высвободить отечественные инвестиции и переместить их в сектор прямых инвестиций или новых портфельных инвестиций, связанных с созданием новых производств;

- необходим не только учет доходности и риска различных форм инвестиций, но и создание в стране условий, привлекательных для разных форм инвестиций. Так, известно, что изменение инвестиционного климата, налоговые и тарифные льготы способствуют росту *доходности прямых инвестиций*. А изменение законодательства и эффективная правоприменительная политика *снижают риск прямых инвестиций*. Развитая рыночная инфраструктура, денежно-кредитная политика, банковская политика влияют на рост портфельных инвестиций;

- таргетирование государством своих целей и методов их достижений, чтобы быть понятным для инвестиционного сообщества. При этом важно, чтобы государство имело репутацию честного партнера, который не будет постоянно менять условия игры;

- постоянное совершенствование рыночной инфраструктуры и создание понятных механизмов вхождения на национальный рынок, защиты интересов инвесторов и выхода с рынка.

Построение механизма влияния на поведение инвестора через регулирование страновых рисков на основе указанных принципов позволит снизить риски инвестиций, что является важной компонентой привлекательности экономики страны и послужит повышению устойчивости социально-экономического развития.

Выводы

В современных условиях состояние финансового рынка определяет поведение инвестора, который управляет портфелем ценных бумаг, исходя из представления о риске, доходности и диверсификации активов. В этом проявляется тот факт, что современная экономика построена на приоритете финансового сектора над реальным. Однако существующая управленческая парадигма во многом опирается на индустриальную модель экономики: влиять на спрос и предложение экономических благ, их распределение.

Несмотря на то что современное государство пытается регулировать экономику через финансовые механизмы, оно еще слабо воздействует на состояние инвестиционной среды, составной частью которой являются страновые риски и которые являются для корпорации систематическими рисками.

Систематические риски не являются объектом государственного регулирования, поскольку они проявляются на рынке капитала, на который у государства нет прямых рычагов воздействия. Однако развитие глобализации, рост международных инвестиций заставляет инвесторов обращать внимание на страновые риски, как составную часть рисков международных инвестиций. Поэтому влияние на страновые риски со стороны регулятора – актуальная задача.

Цели развития российской экономики, порождая проблему инвестиционного обеспечения экономического роста, одновременно ставят вопросы регулирования странового риска как одни из важных в ряду методов государственного влияния на инвестиционные решения корпораций. Взаимопонимание государств и корпораций в области инвестиционных решений возможно при формировании механизма информирования и согласования интересов указанных субъектов рынка. На наш взгляд, методологически важно соединить и соотнести в едином механизме государственное стратегическое планирование, определяющее длительный горизонт намерений государства в области социально-экономического развития, и исследование международного рынка инвестиций с целью гибкого влияния на выбор и использование разных форм инвестиций для снижения страновых рисков инвесторов. Именно влияние государства на этот выбор исходя из национальных интересов позволит обеспечить разные сектора экономики необходимыми инвестициями с учетом интересов инвесторов и стабильности экономического роста.

Список литературы

1. Орлова М. А. Изменения рисков под влиянием процесса глобализации // РИСК: Ресурсы, информация, снабжение, конкуренция. 2010. № 2. С. 210–214.

2. Кизим А. А., Вылегжанина Е. В., Пятков В. С. Основные тенденции глобализации мировой экономики под воздействием транснациональных корпораций в условиях кризиса // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2011. № 22. С. 23–30.
3. Софронова В. В., Плескова И. А. Страновой риск и влияние на него денежно-кредитной политики // Вестн. Волж. гос. академии водного транспорта. 2014. № 41. С. 276–282.
4. Шепелев О. М., Сутягин В. Ю. Страновой риск в деятельности иностранного инвестора // Социально-экономические явления и процессы. 2013. № 11.
5. Теплова Т. В. Портфельные модели обоснования барьерных ставок доходности на развивающихся рынках: ловушки для аналитиков и практиков // Финансовый менеджмент. 2005. № 2. С. 40–53.
6. Медведев А. А. Управление международными инвестициями в аспекте страновых рисков. СПб.: Изд-во С.-Петербург. акад. управления и экономики, 2008. 158 с.
7. Медведев А. А. Иностраные инвестиции и страновой риск // Изв. С.-Петербург. гос. экон. ун-та. 2013. № 3. С. 24–29.
8. Назарова В. В. Роль прямых иностранных инвестиций в международных финансах // Управленческое консультирование. 2014. № 1 (71). С. 42–57.
9. Agenor P. Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts. Washington DC: The World Bank, 2001. September 7. P. 12–13.
10. Глазьев С. Ю. Прогрессивные формы международной экономической интеграции // Вестн. финансового университета. 2015. № 1. С. 40–54.
11. Глуценко В. В. Национальные интересы и совершенствование системы управления рисками национальной экономики в условиях глобализации // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2007. № 4. С. 8–16.

Материал поступил в редколлегию 08.04.2016

A. A. Perfilyev, L. P. Bufetova

*Novosibirsk State University
1 Pirogov Str., Novosibirsk, 630090, Russian Federation*

aperf@ngs.ru, lidabuf@gmail.com

RISK AS AN OBJECT OF STATE REGULATION

The purpose of this article is to consider the possible mechanism of enterprise risk management from macroeconomic perspective. The need for investment risk management from the standpoint of the economy as a whole is determined by the following circumstances. Financial market conditions affecting the investment decisions of companies raises the financial markets in the category of the main sources of investment resources. This creates a state's interest in the effect on these sources, but it doesn't have effective ways to influence the investors' decisions. Transition of regulator from influencing the cash flows to the regulation of investment activity creates a new paradigm for the financial management of the economy, which is based on a well-known fact that in the global economy the demand for goods and services is presented as a demand, mediated by investment decisions.

The motives and mechanisms of investment decisions in a closed economy are well described by modern financial theory. In financial theory a mechanism of financial risk management is developed primarily from the standpoint of an investor, ignoring the problem in a broader context – within whole financial market of a country.

Expanding the area of investment decisions international financial markets generate a need for new approaches to study of investment risks of corporations, which in this field are connected with country risk and should be considered as an object of state regulation.

An analysis of fundamentals of the financial theory about the behavior of the investor, the state and the role of global financial markets in the choice of investors reveals that investment motives of corporations and mechanisms of regulators' influence on the cash flow are loosely bound in the matter of the volume of investments, which ones agree to implement, while others expect to receive.

In our view, there is a need for a mechanism allowing the state to influence the investment decisions by controlling the country risk on the basis of national interests and the state of financial markets to mobilize the necessary investments in the different sectors of the economy.

Keywords: country risk, financial theories, globalization, state regulation, mechanism of country risk management.

References

1. Orlova M. A. Ismenenie riskov pod wliyaniem prozessov globalisazii. *RISK: resursyi, informaziya, snabzhenie, konkurenciya*, 2010, № 2, p. 210–214. (In Russ.)
2. Kisim A. A., Wylegzhanina E. W., Pyatkov V. S. Osnovnyie tendenzii globalisazii mirovoi ekonomiki pod wosdeystviem mezhdunarodnyih korporaziyi w usloviyah krisisa. *Nazionalnyie interesyi: priority i besopasnost*, 2011, № 22, p. 23–30. (In Russ.)
3. Sofronova V. V., Pleskova I. A. Stranovoyi risk i wliyanie na nego denezhno-kreditnoi politiki. *Vestnik Volzhskoi gosudarstvennoi arademii vodnogo transporta*, 2014, p. 276–282. (In Russ.)
4. Shepelew O. M., Sutjagin V. Yu. Stranowoyi risk v deyatelnosti inostrannogo investor. *Sozialno-ekonomicheskie yavleniya i prozessy*, 2013, № 11, p. 30–43. (In Russ.)
5. Teplova T. V. Portfelnyie teorii obosnovaniya barjernyih stavok dohodnosti na raswivajuschichsja ryinkach: lovushki dlya analitikov i praktikov. *Finansovyi menedgment*, 2005, № 2, p. 40–53. (In Russ.)
6. Medved A. A. *Upravlenie mezhdunarodnyimi investiziyami v aspekte stranovyyih riskov*. St. Petersburg, 2008, 158 p. (In Russ.)
7. Medved A. A. Inostrannyie investizii i stranovoi risk. *Isvestiya Sankt-Peterburgskogo gosudarstvennogo universiteta*, 2013, № 3, p. 24–29. (In Russ.)
8. Nasarova V. V. Rol pryamykh inostrannykh investitsii v mezhdunarodnykh finansakh. *Upravlencheskoe konsultirovanie*, 2014, № 1 (71), p. 42–57. (In Russ.)
9. Agenor P. *Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts*. Washington DC: The World Bank, 2001, September 7, p. 12–13.
10. Glazyev S. Yu. Progressivnyie formy mezhdunarodnoi ekonomicheskoi integratsii. *Vestnik finansovogo universiteta*, 2015, № 1, p. 40–45. (In Russ.)
11. Glushenko V. V. Nazionalnyie interesy i sovershenstvovanie sistemy upravleniya riskami natsionalnoi ekonomiki v usloviyakh globalisatsii. *Nazionalnyie interesy: priority i besopasnost*, 2007, № 4, p. 8–16. (In Russ.)

For citation:

Perfilyev A. A., Bufetova L. P. Risk as an Object of State Regulation. *World of Economics and Management*, 2016, vol. 16, no. 3, p. 15–30. (In Russ.)