

Манипулирование ставкой дисконтирования при оценивании международных инвестиционных проектов

Анна А. Медведь¹ annmedved@mail.ru

¹ Санкт-Петербургский государственный экономический университет, Садовая, 21, Санкт-Петербург, 191023, Россия

Реферат. В статье рассматривается практика оценивания международных инвестиционных проектов с использованием ставки дисконтирования денежных потоков. Поднимается проблема манипулирования ставкой дисконтирования с помощью категории «страновой риск», оказывающей часто определяющее влияние на величину ставки и, соответственно, принятие инвестиционных решений. Критически рассматриваются имеющиеся подходы к определению понятия «страновой риск». Выделяются категории, составляющие целостную картину «страновых рисков». Выявляется общий недостаток существующих концепций странового риска – тот факт, что измерения базируются в целом на довольно субъективных оценках и не имеют достаточного эмпирического обоснования, что практически все они имеют явный либерально-демократический уклон: как правило, обращая внимание на взаимосвязь между политической системой и стабильностью, наиболее устойчивой, без каких-либо приемлемых научных доказательств, считается либерально-демократическая структура общества, за которой следуют автократии, военные диктатуры и новые независимые государства. Автором утверждается отсутствие четкого и однозначного определения этой категории, дискуссионность подходов к ранжированию стран. Автор анализирует и обосновывает тенденциозность и ангажированность выставления рейтингов иностранными компаниями. Делаются выводы о необходимости создания национальной научно-исследовательской концепции понятия «страновой риск» с последующим продвижением национальных рейтинговых агентств на мировой рынок. Предлагается авторская концепция категории «страновой риск», дается авторское определение этому понятию, рекомендуется установить примат национальных рейтингов над иностранными как во внутренних, так и в международных отношениях с тем чтобы иметь самостоятельное влияние на международные капиталопотоки. Предлагается также оценивание проектов на основе динамической ставки дисконтирования, в особенности для долгосрочных стратегических проектов.

Ключевые слова: инвестиции, капитал, оценка проектов, страновой риск, ставка дисконтирования

Manipulating the discount rate when valuing international investment projects

Anna A. Medved¹ annmedved@mail.ru

¹ Saint-Petersburg state university of economics, Sadovaya Av., 21 Saint-Petersburg, 191023, Russia

Summary. The article deals with the practice of evaluation of international investment projects using the cash flow discounting rate. The problem of the discount rate manipulating is connected with the category “country risk”, which often determines the impact on the rate and, accordingly, the investment decisions. Critically examines existing approaches to the definition of “country risk”. Categories that make up a complete picture of “country risk” are distinguished. The general defect of existing country risk concepts is revealed – the fact that the measurements are based on rather subjective assessments and do not have sufficient empirical evidence, the fact that almost all of them have a clear liberal democratic bias: as a rule, drawing attention to the relationship between the political system and stability, the liberal democratic structure of society is recognized as the most stable, without any acceptable scientific evidence, followed by autocracy, military dictatorships and new independent states. The author affirms the lack of a clear and unambiguous definition of this category, the controversial approach to ranking of countries. The author analyzes and proves the bias of rating assigned by foreign companies. As a conclusion the need to create a national research concept of the “country risk” category is affirmed with the subsequent promotion of national rating agencies to the world market. The author's conception of the category “country risk” is proposed, an author's definition is given to this notion, it is recommended to establish the primacy of national ratings over foreign ones both in domestic and international relations in order to have independent influence on international capital flows. It is also proposed the evaluation of projects based on the dynamic discounting rates, especially for long-term strategic projects.

Keywords: Investment, capital, project evaluation, country risk, discount rate

Введение

Информация, обрабатываемая на этапе развития инвестиционного проекта, включает в себя: цели проекта; анализ его внешней среды (экономические, правовые, социальные, технологические условия и т. д.); маркетинговая информация; расходы, связанные непосредственно с проектом; географическое месторасположение и имеющаяся инфраструктура; выбор технологий;

вопросы управления персоналом; финансово-коммерческая оценка проекта и т. д. Однако на сегодняшний день сформировалась устоявшаяся практика использования финансового показателя чистой приведенной стоимости (NPV) как основополагающего при принятии инвестиционных решений, в особенности это касается международных проектов. Этот метод, как и другие способы дисконтирования денежных потоков, имеет то главное преимущество, что

Для цитирования

Медведь А.А. Манипулирование ставкой дисконтирования при оценивании международных инвестиционных проектов // Вестник ВГУИТ. 2017. Т. 79. № 2. С. 320–325. doi:10.20914/2310-1202-2017-2-320-325

For citation

Medved A.A. Manipulating the discount rate when valuing international investment projects. *Vestnik VGUET* [Proceedings of VSUET]. 2017. vol. 79. no. 2. pp. 320–325. (in Russian). doi:10.20914/2310-1202-2017-2-320-325

учитывает временную стоимость денег, благодаря чему этот показатель может быть использован для сравнений. Общая формула уравнивания для расчета NPV имеет следующий вид:

$$NPV = \sum_{i=1}^n \frac{NCF_i}{(1+d)^i} - INV$$

где NCF_i – чистый денежный поток для i -го периода; INV – необходимые первоначальные инвестиции; d – ставка дисконтирования.

Как видно из формулы, приемлемое значение NPV – не меньше нуля. Однако неизбежно возникает методологический вопрос: чему должна быть равна ставка дисконтирования? И здесь открывается большой простор для всевозможных злоупотреблений.

Ставка дисконтирования становится ключевой проблемой международных инвестиционных проектов, особенно для рынков, признаваемых «аварийными». Дело в том, что в ставку дисконтирования можно включить такие показатели, как инфляция, банковский процент, риски, в том числе так называемый *страновой риск*, якобы присущий всем проектам, реализуемым в конкретно взятой стране. В связи с тем, что страновые рейтинги часто имеют политическое значение, часто именно они становятся техническим препятствием для принятия проекта. Рынок ранжирования стран согласно их «страновым» рискам фактически монополизирован на сегодняшний день американскими рейтинговыми агентствами, на которые ориентируются не только институциональные, но и частные инвесторы. При этом достаточно абсурдной выглядит практика, при которой иностранные («международные») рейтинги являются определяющими не только в международных, но и во внутренних отношениях. Следует понимать, что иностранные рейтинги не только, как правило, политически ангажированы и обслуживают интересы определенных стран и корпораций, но и в обязательном порядке учитывают показатели, несущественные для внутреннего взаимодействия – простота репатриации прибыли, валютный контроль и т. п. В связи с этим в РФ необходимо форсировано развивать национальную систему ранжирования стран и корпораций и установить примат национальных рейтингов над иностранными как во внутренних, так и в международных отношениях. Необходимо поддерживать национальные агентства и продвигать их услуги на мировой рынок. Рейтинги странового риска не несут фактически объективной информации, а являются одной из форм субъективной оценки доверия.

Рейтинги для различных стран мира определяются ежегодно, 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 большому разбросу критериев и методик. Техника оценки и рейтингов имеет и «национальные особенности». Интересно, что рейтинг, присваиваемый стране в целом, является основополагающим для оценки инвестиционного риска всех субъектов страны. По сложившейся практике ни один экономический субъект, находящийся на территории страны, не может иметь рейтинг выше того, что присвоен всей стране. В связи с вышеизложенным, целесообразно развивать отечественные научно-исследовательские концепции оценивания «страновых рисков», с тем чтобы иметь самостоятельное влияние на международные капиталопотоки. Национальная система оценивания страновых рисков позволит воздействовать на инвестиционные решения прежде всего через влияние на ставку дисконтирования, являющуюся на сегодняшний день универсальным механизмом оценки и отбора. Развивая исследовательские школы подобного рода, РФ получит инструмент прямого воздействия на рынок капитала. Сама категория «страновой риск» до сих пор не имеет четкого и однозначного определения, этот вопрос отличается неустоявшейся терминологией и отсутствием общепринятой концепции и вообще обладает большой степенью дискуссионности. Современные представления о страновом риске весьма вариативны. В наиболее общем случае под ним понимают риск, связанный с текущим и перспективным экономическим и политическим состоянием страны в той степени, в какой это может отразиться на способности экономических субъектов отвечать по своим обязательствам. Более узко речь идет о вероятности неожиданных финансовых потерь (прямые убытки, недополученная прибыль или упущенные возможности), которые могут возникать при осуществлении операций, прямо или косвенно связанных с международной экономической деятельностью и/или трансграничным перемещением средств. Как правило, 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. Общий инвестиционный риск при этом разделяется обычно на макро- и микрориск. Макрориск

подразумевает ситуации, которые могут отразиться на всех субъектах в стране размещения капитала. К микрорискам относятся риски, специфичные для определенной отрасли, фирмы или проекта. Макрориск обычно делится на следующие основные группы:

- Политические риски.
- Риски экономического регулирования.
- Социальные риски.
- Природные риски.
- Макроэкономические риски.

Под политическими рисками имеются в виду изменения в политической обстановке в стране, которые могут привести к невыполнению экономическими субъектами своих обязательств. Источникам политического риска являются такие события, как войны, революции, государственные перевороты, отставка правительства страны и т. д. Под рисками экономической политики правительства подразумеваются последствия, которые могут иметь для инвесторов определенные решения правительства: различные фискальные и монетарные реформы, введение контроля цен, ограничений торговли, национализация (конфискация или экспроприация), усиление правительственного регулирования, валютный контроль, отказ от производства общественных благ и пр. Наиболее серьезным из рисков экономической политики правительства является риск экспроприации. Экспроприация означает, что имущество, находящееся в частной собственности на территории страны, может быть передано в собственность государства. Экспроприацию необходимо отличать от конфискации, поскольку при конфискации никакой компенсации «потерпевшей» стороне не выплачивается (конфискация была, например, проведена в Советской России). На протяжении истории правительства не раз осуществляли экспроприации (Куба, Иран, Чили и др.). Экспроприация прямо не запрещается международным правом: каждое суверенное государство может экспроприировать собственность частных владельцев, но при этом последним должна быть выплачена справедливая компенсация в объеме рыночной стоимости экспроприированного имущества. Однако «рыночная стоимость», как правило, определяется государством произвольно и без учета упущенной выгоды. Кроме того, правительственные чиновники чаще всего оценивают экспроприируемое имущество не по рыночной, а по балансовой стоимости (для успешно работающих предприятий она гораздо ниже реальной рыночной). И, наконец, у стран, вынужденных производить экспроприацию, вряд ли имеется

возможность сразу же рассчитаться с собственниками, следовательно, «платеж» будет произведен долгосрочными облигациями с сомнительными перспективами погашения. Производство и субсидирование правительством общественных благ также является довольно важным вопросом: если, например, правительство откажется от поддержки таких отраслей, как коммуникации и транспорт, то это очень негативно скажется на перспективах всего частного сектора. Опасные ситуации возникают в связи с несоответствием целей местного правительства и экономических субъектов. Основной целью бизнеса является, в конечном счете, получение прибыли. Целями же правительства должны быть стабильный рост доходов и валового национального продукта на душу населения, полная занятость, стабильные цены, выгодная внешняя торговля, социальная справедливость. Конфликт интересов может быть на почве монетарной, фискальной, социальной политики правительства, регулирования курса валюты, экономического протекционизма и планов долгосрочного экономического развития. Как правило, выделяют отдельно также социальные риски. Разделение в анализе политических и социальных рисков, на взгляд автора, является целесообразным, поскольку позволяет более четко определить, что источником риска в одном случае является правительство, а в другом – общество в целом. К социальным рискам относят волнения, бунты, террористические движения, этнические и гражданские конфликты, действия криминальных структур и т. д. Если такие события становятся опасными для существующего правительства, могут последовать изменения политики правительства или смена его состава. К природным рискам относятся риски убытков от природных явлений, достаточно трудно-предсказуемых.

В целом существующие подходы к исследованию странового риска можно обобщить по критерию теоретические – практические и качественные – количественные. На основе вышеперечисленных подходов формируются различные модели странового риска. Из числа теоретических наибольшую применимость имеют на сегодняшний день модели, основанные на методе структурирования и взвешивания качественных составляющих. Общим недостатком существующих концепций странового риска является, на взгляд автора, тот факт, что измерения базируются в целом на довольно субъективных оценках и не имеют достаточного эмпирического обоснования. Кроме того, практически все они имеют явный либерально-демократический

уклон. Как правило, обращая внимание на взаимосвязь между политической системой и стабильностью, наиболее устойчивой, без каких-либо приемлемых научных доказательств, считается либерально-демократическая структура общества, за которой следуют автократии, военные диктатуры и новые независимые государства. Кроме того, неясно обозначаются источники рисков, а преобладает их констатация. Важным вопросом является и выбор показателей с приданием им веса. Каждая страна обладает специфическим набором преимуществ и слабостей, соответственно, выбирая показатель и придавая ему вес, авторы концепции вольно или невольно «работают» на определенные страны, ущемляя другие. Кроме того, обобщение рисков для различных отраслей также не имеет должного обоснования – риск, например, экспроприации и конфискации для добывающих отраслей представляется несоизмеримо большим, чем для высокотехнологичных, торговых или сервисных.

Как уже указывалось, автору видится необходимым создание национальной исследовательской школы изучения страновых рисков. В обобщенном виде, в зависимости от причин и условий, определяющих возникновение странового риска, автор предлагает выделять следующие укрупненные взаимосвязанные факторные категории странового риска: политический, правовой и экономический, причем они последовательно исходят один из другого, также нужно учитывать прочие риски, характерные для каждой страны в отдельности. По мнению автора, политический риск является наиболее значимым, поскольку политики формируют правовое поле, которое, в свою очередь, определяет экономическое развитие. Политический риск можно поделить на 3 составляющих (по степени убывания важности):

1. Общая политика государства.
2. Политическая ситуация в стране.
3. Политика государства непосредственно в отношении экономического субъекта (группы субъектов).

Общая экономическая политика характеризует долгосрочную стратегию и приоритеты властей. Этот фактор, по мнению автора, является основополагающим, поскольку формирует политическую ситуацию в стране. При несоответствии политики правительства настроениям и желаниям некоторой части населения страны происходит дестабилизация политической ситуации в стране. В этом случае возможны коллективные действия людей, направленные

на изменение существующего порядка. Когда политика государства не устраивает иностранных заинтересованных лиц, возможно применение различных методов международного давления, вплоть до объявления войны. Политическая ситуация в стране характеризуется способностью правительства реализовать принятую экономическую политику в расширенном временном горизонте, т. е. легитимность и дееспособность властей и «жизнеспособность» сформировавшейся политической элиты.

Политика государства, направленная непосредственно на субъект (группу субъектов) экономических взаимоотношений осуществляется, на взгляд автора, исходя из общей экономической политики государства и политической ситуации в стране. С точки зрения экономического агента можно выделить следующие моменты государственной политики, затрагивающие его интересы:

- различные фискальные и монетарные реформы;
- введение контроля цен;
- ограничения торговли;
- национализация (экспроприация);
- введение (усиление) государственного регулирования и т. п.

Следствием государственной политики и политической обстановки в стране, по мнению автора исследования, являются правовые и экономические риски. Под понятием «правовые риски» следует понимать законодательные и иные нормативные ограничения, относящиеся к деятельности хозяйствующих субъектов. Это, например, лицензирование деятельности, запрещение экспорта или импорта, правовое регулирование инвестиционного процесса и др. Если посмотреть более широко на эти проблемы, то можно еще рассматривать такое понятие, как традицию «законопослушности». Большинство экономических рисков производны от неадекватности и, часто как следствие, невыполнения хозяйствующими субъектами (в том числе – органами власти) существующего в стране законодательства [1, С. 25–30].

Нужно также понимать, что «страновой риск» – это по сути определенность институциональной среды. Это означает, что при прогнозировании риска необходимо учитывать не только негативные изменения, но также и позитивные, представляющие дополнительные возможности для бизнеса, при этом в финансовом анализе базовый риск является нейтральным, предполагающим как положительные, так и отрицательные отклонения. При этом любое неблагоприятное для одних субъектов событие может послужить

источником дополнительной выгоды для других. Если в обычном понимании слово риск понимается как вероятность ущерба или потерь, то расширенное толкование риска идентифицируется с понятием неопределенности, означающим невозможность точного прогнозирования развития сложных систем и несущим в себе не только вероятность негативных последствий, но также и позитивные возможности. Следует понимать, что риску всегда соответствуют дополнительные возможности, и повышенный страновой риск означает расширенные «страновые возможности» по извлечению прибыли (посредством, например, спекулятивных операций, монопольного ценообразования и т. п.). Крупные успехи в бизнесе были достигнуты благодаря не только предвидению и избежанию риска, но также предвидением и использованием возможностей (например, Натан Ротшильд использовал информацию о битве при Ватерлоо для успешной операции на Лондонской фондовой бирже). Имея в виду вышеизложенное, автор считает нужным уточнить это понятие, дав ему следующее определение: **«Страновой риск – это волатильность результатов экономической деятельности, связанная с институциональными характеристиками национального рынка».**

Заключение

Создание конкуренции западным методам манипуляции ставками дисконтирования с помощью ранжирования стран по критерию страновых рисков позволит радикально перестроить рынок капитала, перенаправив

его потоки в нужном направлении. При этом очевидно, что для долгосрочных проектов показатели инфляции, процентной ставки, а также сопутствующих рисков не могут быть статичными. Между тем этот момент может сильно исказить прогноз, поскольку проект, в особенности стратегического характера, может иметь достаточно долгий период жизни. Возможным выходом из положения может стать модернизация подходов к оцениванию инвестиционных проектов путем придания им динамического характера. Использование динамического подхода к дисконтированию денежных потоков позволит использовать прогнозные значения, а не статичные показатели. Если приведенная стоимость при неизменной ставке дисконтирования получится отрицательной, то, соответственно, проект будет отвергнут. Если же мы предположим, что ситуация меняется в лучшую сторону (падает инфляция и, соответственно, ставки, снижаются риски), то это в результате приведет к элиминированию премии на страновой риск и инфляционной составляющей ставки дисконтирования, которая сравнивается с требуемой нормой доходности, в стабильных неинфляционных экономиках составляющей порядка 5%. При такой ставке количество одобряемых инвестиционных проектов вырастет в несколько раз, что в условиях капиталонедостаточной экономики является стратегически необходимым процессом.

Публикация подготовлена в рамках научно-исследовательской работы, выполненной при финансовой поддержке СПбГЭУ.

ЛИТЕРАТУРА

1 Медведь А.А. Управление международными инвестициями в аспекте страновых рисков, СПб: Изд-во СПб академии управления и экономики, 2008. 160 с.

2 Медведь А.А., Плотников В.А. Институциональные аспекты формирования инвестиционного климата в РФ // Научно-технические ведомости Санкт-Петербургского государственного политехнического университета. Серия Экономика. 2013. № 6–1 (185). С. 135–143.

3 Марковская Е.И., Белов А.В. Эмпирический анализ влияния экономических и неэкономических факторов оттока капитала: пример построения эконометрической модели // Вестник Финансового Университета. 2017. № 2 (98). С. 121–132.

4 Марковская Е.И., Бурковская А.В. Использование метода Fuzzy Logic в процессе принятия решения стратегическим инвестором // Финансы и бизнес. 2017. № 1. С. 2017.

5 Аганбегян А.Г. Сокращение инвестиций, подъем инвестиций – ее спасение // Экономические стратегии. 2016. Т. 18. № 4 (138). С. 74–84.

6 Шурухина Л.Н., Миронова Н.А. К вопросу об инвестициях // Человек. Общество. Инклюзия. 2015. № 2 (22). С. 115–124.

7 Задорожний В.Г. Одна задача об инвестициях с учетом рисков // Таврический вестник информатики и математики. 2016. № 3 (32). С. 31–47.

8 Богданов А.И., Ильин Ф.В., Никитина Л.Н. Математические модели принятия решений по управлению реальными инвестициями // Известия высших учебных заведений. Технология легкой промышленности. 2014. Т. 24. № 2. С. 85–87.

9 Гусарова С.А. Иностранные инвестиции в мировой экономике: преимущества и проблемы // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. 2013. № 4. С. 58–68.

10 Khimich N. A comparison of alternative cash flow and discount rate news proxies // Journal of Empirical Finance. 2017. Volume 41. P. 31–52.

REFERENCES

1 Medved' A.A. Upravlenie mezhdunarodnymi investitsiyami v aspekte stranovykh riskov [Management of international investments in the aspect of country risk]. St. Petersburg. Akademiya upravleniya i ekonomiki, 2008. 160 p. (in Russian).

2 Medved' A.A., Plotnikov V.A. Institutional aspects of formation of investment climate in Russia. *Nauchno-tehnicheskie vedomosti Sankt-Peterburgskogo gosudarstvennogo politekhnicheskogo universiteta. Seriya Ekonomika* [Scientific-technical Bulletin of Saint-Petersburg state Polytechnic University. Economics]. 2013. no. 6–1 (185). pp. 135–143. (in Russian).

3 Markovskaya E.I., Belov A.V. An empirical analysis of the impact of economic and non-economic factors in the outflow of capital: the example of the econometric model. *Vestnik Finansovogo Universiteta* [Bulletin Of The Financial University]. 2017. no. 2 (98). pp. 121–132. (in Russian).

4 Markovskaya E.I., Burkovskaya A.V. Using the method of Fuzzy Logic in the decision-making process a strategic investor. *Finansy i biznes* [Finance and business]. 2017. no. 1. pp. 2017. (in Russian).

СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРАХ

Анна А. Медведь к.э.н., доцент, кафедра национальной экономики, Санкт-Петербургский университет экономики и финансов, ул. Садовая, 21, г. Санкт-Петербург, 191023, Россия, annmedved@mail.ru

КРИТЕРИЙ АВТОРСТВА

Анна А. Медведь Полностью подготовила рукопись и несет ответственность за плагиат

КОНФЛИКТ ИНТЕРЕСОВ

Автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

ПОСТУПИЛА 28.03.2017

ПРИНЯТА В ПЕЧАТЬ 21.04.2017

5 Aganbegyan A.G. Reduced investment the rise of investment – her salvation. *Ekonomicheskie strategii* [Economic strategy]. 2016. vol. 18. no. 4 (138). pp. 74–84. (in Russian).

6 Shurukhina L.N., Mironova N.A. To the question about investments. *Chelovek. Obshchestvo. Inklyuziya* [People. Society. Inclusion]. 2015. no. 2 (22). pp. 115–124. (in Russian).

7 Zadorozhnyi V.G. One problem about investments based on risk. *Tavrisheskii vestnik informatiki i matematiki* [Tavricheskiy Bulletin of Informatics and mathematics]. 2016. no. 3 (32). pp. 31–47. (in Russian).

8 Bogdanov A.I., Il'in F.V., Nikitina L.N. Mathematical models of decision-making on the management of real investments. *Izvestiya vysshikh uchebnykh zavedenii. Tekhnologiya legkoi promyshlennosti* [News of higher educational institutions. Technology of light industry]. 2014. vol. 24. no. 2. pp. 85–87. (in Russian).

9 Gusarova S.A. Foreign investment in the world economy: advantages and problems. *Vestnik Moskovskogo universiteta. Seriya 6. Ekonomika* [The Moscow University Herald. Series 6. Economy]. 2013. no. 4. pp. 58–68. (in Russian).

10. Khimich N. A comparison of alternative cash flow and discount rate news proxies. *Journal of Empirical Finance*. 2017. vol. 41. pp. 31–52.

INFORMATION ABOUT AUTHORS

Anna A. Medved candidate of economic sciences, assistant professor, economics and finance department, Saint-Petersburg state university of economics, Sadovaya str., 21 Saint-Petersburg, 191023, Russia, annmedved@mail.ru

CONTRIBUTION

Anna A. Medved Completely prepared the manuscript and is responsible for plagiarism

CONFLICT OF INTEREST

The author declare no conflict of interest.

RECEIVED 3.28.2017

ACCEPTED 4.21.2017