

Пашенцев А.И., Данченко Р.В.

## УЧЕТ СТРАНОВЫХ РИСКОВ ПРИ ОЦЕНКЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Неопределенность, связанная с возможностью возникновения в ходе реализации инвестиционного проекта неблагоприятных ситуаций и последствий, характеризуется понятием риска.

Факторы риска необходимо учитывать в расчетах эффективности инвестиционного проекта, особенно при разных возможных условиях его реализации, когда затраты и результаты по нему различны.

При оценке проектов наиболее существенными являются следующие риски [1]:

- риск, связанный с нестабильностью экономического законодательства и текущей экономической ситуации, условий инвестирования и использования прибыли;
- внешнеэкономический риск (возможность введения ограничений на торговлю и поставки, закрытие границ);
- неполнота или неточность информации о финансовом положении и деловой репутации предприятий-участников (возможность неплатежей, банкротств, срывов договорных обязательств);
- неопределенность целей, интересов и поведения участников;
- неопределенность политической ситуации, риск неблагоприятных социально-экономических изменений в стране;
- производственно-технологический риск (аварии и отказы оборудования, производственный брак);
- неполнота или неточность информации о динамике технико-экономических показателей, параметрах новой техники и технологии;
- колебание рыночной конъюнктуры, цен, валютных курсов;
- неопределенность природно-климатических условий, возможность стихийных бедствий.

Организационно-экономический механизм реализации инвестиционного проекта, сопряженного с риском, должен включать в себя элементы, позволяющие снизить величину риска. Этого можно добиться, используя:

- разработанные предварительно правила поведения участников в различных неадекватных ситуациях;
- координационный центр, осуществляющий синхронизацию действий участников проекта при значительных изменениях условий реализации проекта.

"Под страновыми рисками понимаются прямые убытки по материальным или финансовым активам, размещенным в данной стране, или непредвиденное снижение доходов по этим активам, обусловленные произошедшими в данной стране событиями макроэкономического, финансового или социально-политического характера, развитие которых не могли контролировать ни частные предприятия, ни отдельные лица, ни государство" [2,4].

Страновой риск косвенно учитывается при определении безрисковой ставки, характерной для страны, в которую производятся инвестиции. Если принять за безрисковую ставку в Украине доходность облигаций внутреннего займа, составляющую, например, (условно) 10%, а за безрисковую ставку в США – доходность по правительственным облигациям, составляющую 5%, то страновой риск для инвестора из США при вложении средств в украинские активы составит разницу между этими ставками, т.е. 5%.

Учет странового риска имеет большое значение при решении вопроса об инвестициях в зарубежные государства, особенно с неустойчивой и переходной экономикой, к которым относится и Украина.

Оценка величины странового риска осуществляется в несколько этапов:

- определение факторов, оказывающих влияние на страновой риск;
- экспертная оценка вклада различных факторов в итоговый результат;
- выбор метода оценки странового риска.

На первом этапе оценки странового риска формулируется перечень факторов, которые оказывают существенное влияние на его величину.

В таблице 1 приведен примерный перечень наиболее значимых факторов странового риска по степени убывания их вклада [2].

Выбранные факторы риска вначале описываются по 10-балльной шкале, а затем определяется средневзвешенная сумма всех факторов, значение которой располагается в интервале от 0 до 10. Ноль соответствует отсутствию риска, 10 баллов – максимальному риску. Значения в середине шкалы соответствуют умеренному страновому риску.

На основе определенной оценки рассчитывается дополнительная премия за страновой риск, которая прибавляется к ставке дисконта:

- прибавить 5% за дополнительный риск для стран с умеренным уровнем риска (4-6 баллов) и 10% для стран с высоким уровнем риска (7-10 баллов);
- увеличить ставки дисконта на 30% для новых индустриальных стран, на 20% - для развивающихся стран.

В таблице 2 приведен расчет оценки величины странового риска для Украины (середина 2000 г.) [2].

Средняя оценка риска для Украины составила 5,04 балла (10 баллов максимально), согласно этой оценке, Украина относится к странам с умеренным риском, поэтому премия за страновой риск составляет 5%.

Согласно данным таблицы 2, общее количество факторов риска достигает 25, в том числе – факторов политического риска 11. Общее количество баллов, набранных этими факторами, составляет 56 из 126. Суммарный страновой риск оценен

## УЧЕТ СТРАНОВЫХ РИСКОВ ПРИ ОЦЕНКЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

как дополнительная премия 5% годовых. Тогда вклад политического риска равен:

$$AP = \frac{56}{126} \cdot 5\% = 2,2\% \text{ годовых}$$

Общее количество баллов, набранных факторами политического риска, составляет 45%, что подтверждает политическую нестабильность в Украине, а это, в свою очередь, оказывает негативное влияние на экономическую ситуацию в стране.

Основным направлением, способным обеспечить выход из кризисного состояния и стабильное развитие экономики Украины, является привлечение инвестиций в топливно-энергетический комплекс страны. В последние 2-3 года наблюдается активизация деятельности российских компаний (Лукойл, Татнефть, Сибнефть) на украинском рынке энергоресурсов. В этой связи очень важно разработать и предусмотреть методы покрытия странового риска российским компаниям. Рассмотрим возможные варианты покрытия странового риска компании "Лукойл". Предположим, что вышеуказанная компания намерена осуществить инвестирование в газотранспортную сеть Украины.

В результате анализа проекта по стандартной методике ЮНИДО были получены следующие его характеристики:

- начальное финансирование проекта составляет 100 млн. долл. США;
- проект начинает приносить прибыль через два года в размере 30 млн. долл. ежегодно;
- ориентировочное время жизни проекта – 15 лет;
- по окончании проекта остаточная стоимость фондов составит 10 млн. долл. США;
- ставка дисконта составляет 19%.

Рассчитаем чистую текущую стоимость проекта, но без учета страхования. Расчет представлен в таблице 3.

Таким образом, чистая текущая стоимость проекта составляет 19,73 млн. долл. США. Этот дополнительный доход показывает, насколько более привлекательным является данный проект по сравнению с альтернативными, дающими эффективную доходность 19% годовых.

В связи с тем, что Украина является государством с неустойчивой экономикой, российской компании "Лукойл" целесообразно предусмотреть варианты покрытия ущерба от возможного странового риска.

Страхование является наиболее популярным методом управления риском. Оно выступает не только способом защиты инвестиций от стихийных бедствий, но и способом защиты от неблагоприятных изменений экономической конъюнктуры.

Особенности страхования инвестиционных проектов от странового риска выдвигают дополнительные требования при заключении договора [3]:

- наличие у фирмы, осуществляющей страхование, лицензии на осуществление данного вида деятельности;
- наличие информации, на основании которой можно судить о величине риска инвестирования в каждом конкретном случае;
- инвестор должен знать, что страховая компания может самостоятельно устанавливать и пересматривать перечень рисков, которые подлежат страхованию.

Страхование инвестиционных проектов от страновых рисков является обязательным условием предоставления средств под проекты. Договор страхования гарантирует возмещение убытков от рисков, обеспечивает безопасность инвестора и повышает привлекательность инвестиций. Инвестор (компания "Лукойл") принял решение застраховать страновые риски на следующих условиях:

- страховое покрытие производится только от страновых рисков;
- страхование покрывает 90% общей суммы проекта;
- срок страхования составляет 15 лет;
- страховой тариф составляет 2% суммы страхования ежегодно;
- страховая премия выплачивается ежегодно и одним платежом.

Тогда инвестор должен ежегодно выплачивать страховой взнос в размере:

$$100 \cdot 0,9 \cdot 0,02 = 1,8 \text{ млн. долл. США}$$

выплата страховой премии уменьшает прибыль проекта. Кроме того, страхование политических рисков уменьшает ставку дисконта на 2,2%. С учетом того, что страхование покрывает только 90% стоимости проекта, получаем уменьшение ставки дисконта:

$$2,2 \cdot 0,9 = 1,98\%$$

с учетом страхования характеристики проекта изменились:

- начальное финансирование проекта составляет 101,3 млн. долл. США;
- интервал планирования 1 год;
- проект начинает приносить прибыль через 2 года в размере 28,2 млн. долл. США ежегодно;
- ориентировочное время жизни проекта 15 лет;
- по окончании проекта остаточная стоимость фондов 10 млн. долл. США;
- ставка дисконта составляет 17,02%.

Расчет чистой текущей стоимости проекта с учетом страхования представлен в таблице 4.

В результате проведенных расчетов чистая текущая стоимость проекта составила 20,50 млн. долл. США. Если сравнить эту сумму с результатами, полученными без учета страхования, то можно отметить увеличение чистой стоимости проекта на 4%, т.е. страхование в конкретном случае повышает коммерческую привлекательность инвестиционного проекта.

Страхование влияет на экономическую эффективность инвестиционного проекта двояким спо-



## УЧЕТ СТРАНОВЫХ РИСКОВ ПРИ ОЦЕНКЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Политика экспроприации (безвозмездного изъятия собственности из рук владельца)						+					
Политика национализации (изъятия собственности из рук владельцев с выплатой им компенсации)						+					
Отношение общественности к иностранным инвестициям						+					
Местное законодательство, регулирующее право собственности						+					
Государственное вмешательство в управление предприятием				+							
Распространенность отрицательного отношения к частной собственности								+			
Взаимоотношения с соседними государствами				+							
Стабильность национальной валюты								+			
Ограничительные меры по отношению к движению товаров и капиталов						+					
Регулирование цен				+							
Ставки налогообложения						+					
Уровень инфляции						+					
Наличие внешней задолженности											+
Местные потребности в иностранных инвестициях								+			
Возможности доступа на рынок ЕЭС				+							
Количество наблюдений	-	1	5	2	8	6	1	-	2	-	
Сумма взвешенных факторов	-	2	15	8	40	36	7	-	18		
Общая сумма	12										
	6										
Количество факторов	25										
Средневзвешенная величина	5,0										
	4										

Таблица 3

## Расчет чистой текущей стоимости проекта компании "Лукойл" без учета страхования

Номер интервала планирования	Чистый поток денежных средств, млн.долл.США	Фактор дисконтирования	Расчет вклада в чистую текущую стоимость от каждого интервала, млн.долл.США
0	-100	1.00	-100.00
1	0	0.340	0.00
2	30	0.706	21.18
3	30	0.593	17.80
4	30	0.499	14.96
5	30	0.419	12.57
6	30	0.352	10.56
7	30	0.296	8.88
8	30	0.249	7.46
9	30	0.209	6.27
10	30	0.176	5.27
11	30	0.148	4.43
12	30	0.124	3.72
13	30	0.104	3.13
14	40	0.088	3.50
Итого			19.73

Таблица 4

## Расчет чистой текущей стоимости проекта с учетом страхования

Номер интервала планирования	Чистый поток денежных средств, млн.долл.США	Фактор дисконтирования	Расчет вклада в чистую текущую стоимость от каждого интервала, млн.долл.США
0	-101,8	1.000	-101,8
1	-1,8	0,854	-1,54
2	28,2	0,729	20,57
3	28,2	0,623	17,56
4	28,2	0,532	15,00
5	28,2	0,454	12,81
6	28,2	0,388	10,94
7	28,2	0,331	9,34
8	28,2	0,283	7,98
9	28,2	0,242	6,81
10	28,2	0,206	5,82
11	28,2	0,176	4,97
12	28,2	0,150	4,24
13	28,2	0,128	3,62
14	38,2	0,110	4,19

Итого			20.50
-------	--	--	-------