

УДК 330.8+338.5

*А.В. Ложникова, И.В. Розмаинский,  
С.Г. Капралин, Р.А. Эльмурзаева,  
Е.А. Пчелинцев*

## **ИЗДЕРЖКИ РИСКА ИЛИ ПРЕМИЯ ЗА РИСК? К ВОПРОСАМ МЕТОДОЛОГИИ ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ РИСКОВ ПРИ ПЕРЕХОДЕ НА СИСТЕМУ ДОЛГОСРОЧНЫХ КОНТРАКТОВ В ЭКОНОМИКЕ РОССИИ**

*Рассматриваются теоретические положения Дж. М. Кейнса об издержках риска как элементе долгосрочной цены предложения, актуальнейшие при переходе к долгосрочным системам ценообразования в РФ. Исследуются наиболее проблемные аспекты методологии вознаграждения рисков, в частности на примере тарифов энергетики. Предлагается обеспечить транспарентность образования в России элемента цены, связанного с оценкой рисков, основываясь на кейнсианской парадигме.*

**Ключевые слова:** *риски, издержки рисков, долгосрочные цены, вознаграждение рисков, инвестиции.*

Дж. М. Кейнс трактовал «издержки риска» как важнейший элемент долгосрочной цены предложения. Он был введён выдающимся учёным с целью разграничения долгосрочной и краткосрочной цены предложения: «...издержки производства, исчисляемые на протяжении длительного периода, разумеется, должны включать не только предполагаемые первичные издержки производства, пересчитанные в соответствии со средним сроком службы оборудования, но также и сумму денег, необходимую для того, чтобы возместить основные виды добавочных издержек... Далее, для того чтобы фирма могла получать нормальную прибыль, уровень долгосрочной цены предложения должен превышать исчисляемые таким образом долгосрочные издержки на сумму, определяемую текущей нормой процента по ссудам... нам придётся включить в состав долгосрочных издержек еще один, третий компонент – денежную сумму, необходимую для того, чтобы компенсировать возможные непредвиденные отклонения действительной выручки от ожидаемого валового дохода; такие затраты мы могли бы назвать издержками риска» [1. С. 187–188].

Задолго до Кейнса А. Смит рассматривал риск как фактор формирования прибыли (а не издержек). В современной российской трактовке RAB-регулирования (от Regulatory Asset Base – регу-

лируемая база капитала или метод доходности инвестированного капитала) [2] использование термина «премия за риск» и по форме, и по содержанию явно ближе к А. Смиту: методические рекомендации для определения в хозяйственной практике значений, обязательных для планирования некоторых видов расходов (издержек), для прибыли попросту отсутствуют. Необходимо подчеркнуть, что у Кейнса экономическая категория «издержки риска» буквально привязана к категории «долгосрочная цена предложения», как, собственно, и современная система RAB-регулирования, призванная обеспечить масштабный приток инвестиций в российские отрасли хозяйства: энергетику, водоснабжение и др.

Таким образом, становится очевидным, что теоретические положения Кейнса являются актуальнейшими в свете перехода к долгосрочным системам цено- и тарифообразования в отечественной экономике. Формирование стимулирующей политики в экономике РФ с хронически высокой инфляцией немислимо без обеспечения транспарентности образования элемента цены, связанного с оценкой риска. И это можно осуществить, основываясь на кейнсианской парадигме «издержек риска как элемента долгосрочной цены предложения».

В российской научной литературе взаимосвязь «уровень риска – уровень цены» как исследовательская проблема представлена очень скудно. Разве что утвердилось положение о том, что существует прямая зависимость между риском и транзакционными издержками [3]. Риск признается первичным, а транзакционные издержки – вторичными, при этом прежде всего речь идёт о неопределённости, которую можно минимизировать, получив необходимую информацию. С такой трактовкой трудно согласиться, поскольку, как нам представляется, транзакционные издержки зависят от общего состояния институциональной среды, от качества институтов, которые её формируют. В случае, когда такие институты оказываются неэффективными, неопределённость становится завышенной. Отсюда и уровень транзакционных издержек оказывается более высоким.

Как известно, важным направлением научно-исследовательской работы в сфере риск-менеджмента является процесс его стандартизации через разработку национальных стандартов менеджмента рисков [4, 5]. При этом острейшей критике подвергается научное содержание Государственного стандарта по управлению рисками [6].

Классификация рисков очень обширна, различные авторы классифицируют риски в своих работах, используя наиболее часто встречающиеся, устоявшиеся виды и группы рисков: риск ликвидности, кредитный риск, юридический риск, страновой риск, политические риски, экологические риски, коммерческие риски и т.д. Классификация рисков не имеет четкой структуры даже

среди экономистов, занимающихся данным вопросом. Проблема заключается в том, что само количество разновидностей рисков и их групп невероятно велико, с одной стороны, и, с другой стороны, многие из этих разновидностей и групп не имеют строгих определений или состоят из ряда иных компонент рисков, что приводит к путанице. На текущий момент к наиболее обобщающим классификациям можно отнести следующие: риски, относящиеся к финансовым и нефинансовым, риски, имеющие макро- и микроэкономическую природу, внутрифирменные и рыночные риски, а также несистематические и систематические риски. Все эти классификации между собой пересекаются и в какой-то мере способны взаимно исключить друг друга в случае выявления более обобщающих классификационных признаков (рис. 1).



Рис. 1. Обобщенная классификация рисков

К примеру, А. Дамодаран разделяет риски на две основные группы: внутрифирменные (*firm-specific risks*) и рыночные (*market risks*) риски и представляет понятие «риск» как отклонение от ожидаемой доходности с положительным (сверхприбыль) и отрицательным (сверхубыток) характером [7. С. 88]. Отличительной чертой специфических фирменных рисков от рыночных рисков является масштабность влияния на инвестиции, чрезвычайно актуальная для современной России. К специфическим рискам фирмы можно отнести неправильно принятые решения руководством фирмы, ошибки в оценке спроса на свою продукцию со стороны потребителей, неквалифицированность персонала и т.д. К рыночным рискам относятся повышение процентных ставок, спад в экономике, изменения в законодательстве и т.д. Подчеркнём, что последняя группа рисков вообще не подлежит вознаграждению (как и диверсификации) и, следовательно, не может служить обоснованием для расчета премии за риск в составе цен/тарифов.

Но в отечественной экономике, ряд отраслей и компаний которой характеризуется получением высоких сверхприбылей (добывающий и банковский сектора прежде всего), почему-то

классификация рисков по принципу «вознаграждаемые – невознаграждаемые» не находит применения, и, наоборот, широкое распространение получила однобокая, узко негативная оценка термина «риск». Кроме того, содержание финансового феномена «риск» в России также диктуется узким с точки зрения экономической теории подходом, а именно целиком и полностью определяется явлениями «вероятность возникновения» и «случайное событие», т.е. в полном соответствии с неоклассической традицией, не различающей риск и неопределённость. Заметим, что посткейнсианская концепция чётко отграничивает неопределённость будущего от категории риска [8].

Обсудим сформулированную дилемму подробнее. С точки зрения посткейнсианцев неопределённость будущего означает, что мы не можем предсказать будущие результаты нашего выбора даже при помощи вероятностных распределений, поскольку у нас нет научной основы для вычисления соответствующих вероятностей. Согласно неоклассикам, экономическая среда характеризуется эргодичностью. Этот термин означает, что в такой среде прошлое, настоящее и будущее могут быть описаны одной и той же функцией вероятностных распределений. Об этом, в частности, неоднократно писал один из ведущих посткейнсианцев П. Дэвидсон [9–11].

По сути, время сводится к пространству в том смысле, что возможны движения из одного состояния времени (места пространства) в другое в любых направлениях. Отсюда следует, в частности, что, во-первых, прошлое не сковывает людей тяжкими оковами необратимости. Во-вторых, люди могут предсказывать будущее либо достоверно, «на все сто», либо оценивая вероятности будущих исходов. Ясно, что для посткейнсианцев такой подход неприемлем. Они полагают, что будущее радикально отличается от настоящего и прошлого, а движение во времени возможно только в одном направлении. Иными словами, посткейнсианцы исходят из принципа исторического времени, согласно которому прошлое необратимо, а будущее неопределённо. Именно в историческом времени движется экономическая среда, характеризующаяся неэргодичностью, т.е. онтологическими различиями между прошлым, настоящим и будущим. Со всеми этими рассуждениями, кстати говоря, связано и характерное для большинства посткейнсианцев отрицательное отношение к гипотезе рациональных ожиданий [12, 13]. В условиях неопределённости практически невозможно сформировать рациональные ожидания, так как необходимые для этого знания отсутствуют.

Проиллюстрируем теоретические постулаты посткейнсианского подхода разграничения неопределённости и риска на практическом примере финансирования капиталовложений. В случае привлечения внешних источников финансирования в инвестиционной сделке появляются допол-

нительные виды рисков – «риск заимодавца» и «риск заёмщика». Впервые эти термины (*borrower risk* и *lender risk*) были предложены Кейнсом в 11-й главе его самой известной книги «Общая теория занятости, процента и денег» [1], но остались незамеченными со стороны его ближайших последователей. Первый из этих рисков связан с опасениями банков или иных финансовых учреждений по поводу того, что должник не сможет вернуть долг. Второй риск связан с опасениями фирмы-дебитора, что она окажется не в состоянии возратить кредит. Значения обоих рисков находятся в прямой зависимости от так называемого «левереджа» (*leverage*). Данный термин характеризует отношение долгов экономического субъекта (в данном случае фирмы-дебитора) к его активам. В общем увеличение объёма инвестиций, финансируемых через долги, рано или поздно повлечёт за собой рост значений рисков заимодавца и заёмщика, а это ограничивает их величину. Однако если фирмы и банки друг другу не доверяют, то величина указанных рисков может возрасти даже при низких объёмах долгового финансирования инвестиций. В результате фактическое количество инвестиций оказывается в реальности ниже, чем могло бы быть, а долгосрочная цена капитальных активов – выше. Ведь чем больше стоимость кредита, тем больше придётся фирме заплатить за приобретение капитального актива. Значит, тем больше будет долгосрочная цена его предложения.

Таким образом, посткейнсианская концепция вносит свой вклад в развитие исходной кейнсианской парадигмы «издержек риска как элемента долгосрочной цены предложения», согласуясь с двойственной концепцией оценки рисков «сверхприбыль – убытки» А. Дамодарана. Можно предположить, что если понятие «риск» жёстко не связано с неопределённостью будущего, то нет такой взаимосвязи с последней и категории «издержки риска», вознаграждающих риски через долгосрочную цену предложения. Всецело разделяем весьма распространённые оценки о том, что к настоящему моменту достигнут предел финансирования рисков, вызванных удлинением технологических цепочек. В данном ключе рассмотрим феномен нефинансовых операционных рисков компаний, связанных с состоянием основных фондов – вполне определённым в экономико-статистическом смысле явлением на всем протяжении жизненного цикла актива: от формирования первоначальной стоимости до списания из-за ветхости и износа.

Вначале подчеркнем, что считаем совершенно справедливым описание подобного признака классификации операционных рисков в опубликованном исследовании рейтингового агентства «Эксперт» «Управление нефинансовыми рисками компаний» [14. С. 8] в связи с наличием фундаментального ограничения проведения стимули-

рующей политики в виде критически высокого износа основного капитала российских компаний даже в самых благополучных отраслях национальной экономики (к примеру, топливно-энергетического комплекса). Проблема является общеизвестной и находит свое отражение в официальной российской статистике, но при этом крайне редко упоминается в контексте риск-анализа.

Так, существующие инновационные подходы к оценке производственного риска изучают основные виды его проявления: невыполнение запланированного объёма выпуска изделий, нанесение ущерба здоровью сотрудников предприятия, загрязнение окружающей среды и нанесение ущерба здоровью людей, не имеющих отношения к данному производству. Среди рискообразующих факторов производственного риска принято выделять: нехватку трудовых ресурсов и низкую эффективность кадров, низкую эффективность технических ресурсов и низкую надёжность технических систем, нестабильное обеспечение материалами, нарушение правил техники безопасности, вредность производства, превышение лимитов объёма загрязнения окружающей среды, техногенные аварии [15]. Анализ техногенных рисков активно исследуется сотрудниками Института машиноведения РАН Н.А. Махутовым, Д.О. Резниковым и др. [16]. Проблемы оценки рисков в контексте нормирования рисков и расчёта нормативов приемлемого риска рассматриваются в трудах В.А. Туркина, Н.Н. Чура [17]. При этом низкая надёжность технических систем одновременно может выступать как рискообразующий фактор и как причина возникновения рискообразующего подфактора без анализа собственно причины этой самой низкой надёжности, которая зачастую связана с изношенностью основных средств.

В большей степени, к сожалению, чем к удивлению, на строгой математической научной основе, с применением нечётких множеств и лингвистической переменной, отечественные авторы разрабатывают новые подходы к автоматизации проведения риск-анализа различных видов машин и оборудования, срок службы которых... уже окончен [18].

Мы уже освещали проблемы государственного регулирования долгосрочного тарифообразования в энергетике и водоснабжении по RAB-методу, разрешающего финансирование премий за риск, к примеру, премию за риск инвестирования в собственный капитал энергетической компании [14]. Считаем, что подобные разрешения есть проявление практики подмены понятия риск-менеджера, которому предписывают должностные полномочия финансового аналитика, далёкого от нефинансовых категорий «опасности аварий», «техногенные катастрофы» и «гибель людей» [15. С. 38].

Подобные тенденции следует признать, во-первых, экономически несостоятельными и без-

надежно устаревшими, совсем как российские основные фонды. Они не соответствуют, в частности, известному за рубежом тренду освобождения риск-менеджера от реальной и психологической зависимости от страхования и индустрии страхования [16]. Таким образом, в части развития методологии анализа риска сегодня стоит важнейшая задача избавления от так называемой мантры страхования: «если у нас все застраховано, значит мы решили задачу управления рисками» [Там же. С. 386] и вообще приоритета финансовой специализации в подходах к управлению рисками, нацеленных на вознаграждение самых разных видов риска посредством формирования издержек риска и генерирующих непрерывное повышение тарифов и цен в России.

Так, тарифообразование в секторе передачи тепло- и электроэнергии происходит на основе актуальных методических указаний Федеральной службы по тарифам (ФСТ). Эти методические указания по регулированию тарифов с применением метода доходности инвестированного капитала в сфере электроэнергетики и теплоснабжения введены Приказами ФСТ № 228-э от 30.03.2012 г. и № 760-э от 13.06.2013 г. соответственно. Согласно названным документам в основе тарифообразования лежит формирование необходимой валовой выручки (НВВ), которая в свою очередь состоит из текущих расходов (подконтрольные (операционные) и неподконтрольные расходы), дохода на инвестированный капитал, возврата инвестированного капитала, экономии, а также величины изменения НВВ:

$$НВВ_i = P_i + ВК_i + ДК_i + \Delta ЭОР_i + \Delta ЭП_i + \Delta НВВ_i^a, \quad (1)$$

где НВВ<sub>i</sub> – необходимая валовая выручка, P<sub>i</sub> – текущие расходы (подконтрольные и неподконтрольные расходы); ВК<sub>i</sub> – возврат инвестированного капитала; ДК<sub>i</sub> – доход на инвестированный капитал; ΔЭОР<sub>i</sub> – экономия операционных расходов; ΔЭП<sub>i</sub> – экономия от снижения технологических потерь; ΔНВВ<sub>i</sub><sup>a</sup> – величина изменения НВВ.

Из формулы (1) видно, что сетевые тарифы помимо фактических затрат компании учитывают инвестиционную составляющую. По имеющимся оценкам именно инвестиционная составляющая является главным фактором роста российского сетевого тарифа за последние годы. Доход на инвестированный капитал включает в себя норму доходности, которая рассчитывается как средневзвешенная стоимость капитала:

$$НД = ДЗК \times СЗК + ДСК \times ССК, \quad (2)$$

$$ССК = ДГО + ПРЭ, \quad (3)$$

где НД – норма доходности; ДЗК – доля заёмного капитала в структуре; СЗК – стоимость заёмного капитала; ДСК – доля собственного капитала; ССК – стоимость собственного капитала; ДГО – средняя доходность долгосрочных госу-

дарственных обязательств; ПРЭ – премия за риск инвестирования в собственный капитал.

Стоимость собственного капитала состоит из средней ставки доходности долгосрочных государственных обязательств (ДГО) и премии за риск (ПРЭ). Минимальный уровень нормы доходности (НД) определяется и утверждается ФСТ. На текущий момент минимальный уровень нормы доходности инвестированного капитала, утверждённый Приказом ФСТ от 17.02.2012 г. № 98/1-э для расчета тарифов на услуги по передаче электрической энергии, составляет 11% годовых. Доходность долгосрочных государственных обязательств на момент утверждения нормы доходности на 17.02.2012 г., по данным официального сайта Центрального банка РФ, составляла 7,74% годовых, а на текущий момент составляет 8,29% годовых. Соответственно минимальная премия за риск при инвестировании в собственный капитал энергосетевых компаний составляет в среднем от 2 до 3,5%. Минимальный уровень нормы доходности (НД) инвестированного капитала, утверждённый Приказом ФСТ от 16.12.2013 г. №1618-э для расчёта тарифов на услуги по передаче тепловой энергии, составляет 10,96% годовых. Величина премии за риск инвестирования в собственный капитал организаций, осуществляющих деятельность по передаче тепловой энергии, определяется органами регулирования и не может быть ниже 6% в первый долгосрочный период регулирования, при том, что методика расчета данной премии за риск ФСТ не опубликована.

Таким образом, анализ – через призму кейнсианской трактовки издержек риска и посткейнсианской трактовки разграничения неопределенности и риска – феномена премии за риск инвестирования в собственный капитал организаций, осуществляющих деятельность по передаче тепловой энергии, вызывает целый ряд вопросов. Какие именно риски формируют риск инвестирования в собственный капитал компании? Каким образом этим рискам присваивались конкретные количественные значения? Чем рискуют регулируемые организации, имеющие гарантированный рынок сбыта и соответственно гарантированную будущую доходность? Обосновано ли вообще вознаграждение подобных рисков через систему тарифообразования или их просто следует отнести к категории невознаграждаемых? И, наконец, почему понятие «риск» в методиках ФСТ рассматривается только как отклонение от ожидаемой доходности с отрицательным характером с получением сверхубытка и совершенно исключает положительный характер такого отклонения с получением сверхприбыли (как это принято в экономической теории)?

Поиск ответов на поставленные вопросы будет продолжен в дальнейших исследованиях коллектива авторов настоящей статьи.

### Литература

1. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. Антология экономической классики. – М.: ЭКОНОВ, Ключ, 1993. – С. 137–434.
2. Ложникова А.В., Гейзер А.А., Булыгина М.В. RAB-тариф – новый источник инвестиций в российской экономике? // Проблемы учёта и финансов. – 2013. – № 3(11). – С. 30–37.
3. Волкова И. Исследование рисков деятельности фирмы как особого вида издержек // Студенческая наука и XXI век. – 2010. – № 7. – С. 118–122.
4. Демчук И.Н., Фадейкина Н.В. Риск-менеджмент и национальные стандарты менеджмента риска, применяемые в целях обеспечения конкурентоспособности, финансовой устойчивости и надёжности коммерческих организаций // Сибирская финансовая школа. – 2009. – № 4. – С. 37–51.
5. Демчук И.Н., Соколов В.Г. Новации в системе национальных стандартов в области менеджмента и управления рисками // Сибирская финансовая школа. – 2012. – № 6. – С. 76–84.
6. Харченко С.Г., Дорохина Е.Ю. Есть ли в России нормативная база управления риском? // Экология и промышленность России. – 2011. – № 4. – С. 58–61.
7. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов: пер. с англ. – 7-е изд. – М.: Альпина Паблишер, 2011. – 1324 с.
8. Arestis P. Post-Keynesian Economics: Towards Coherence // Cambridge Journal of Economics. – 1996. – Vol. 20 (№ 1). – P. 111–135.
9. Davidson P. Money and the Real World. – London: Macmillan, 1972.
10. Davidson P. A Post Keynesian View of Theories and Causes for High Real Interest Rates // Post

Keynesian Monetary Economics: New Approaches to Financial Modelling. / Ed By P. Arestis. – Aldershot: Edward Elgar, 1988. P. 152–182.

11. Davidson P. Post Keynesian Macroeconomic Theory. – London: Edward Elgar, 1994.
12. Розмаинский И.В. «Конвенциональная теория ожиданий» – вызов теории ожиданий // Вестник СПбГУ. – Сер. 5 (Экономика). – 1996. – Вып. 2 (12). – С. 114–118.
13. Davidson P. Reality and Economic Theory // Journal of Post Keynesian Economics. – 1996. – Vol. 18 (№ 4). – P. 479–508.
14. Управление нефинансовыми рисками компаний. – М.: Изд-во РА «Эксперт», 2008.
15. Денисенко В.И., Дьяченко А.П. Оценка производственного риска на машиностроительных предприятиях // Проблемы анализа риска. – 2008. – Т. 5, № 3. – С. 22–38.
16. Махутов Н.А., Резников Д.О. Оценка уязвимости технических систем и её место в процедуре анализа риска // Проблемы анализа риска. – 2008. – Т. 5, № 3. – С. 76–89.
17. Туркин В.А., Чура Н.Н. Нормирование риска – шаг вперёд // Проблемы анализа риска. – 2008. – Т. 5, № 3. – С. 102–103.
18. Андриенко Н.Н., Корень В.Л. Риск-анализ крана // Проблемы анализа риска. – 2014. – Т. 11, № 2. – С. 64–68.
19. Розмаинский И.В., Ложникова А.В., Хлопцов Д.М. Премия за риск отменяет амортизацию и умножает цены // Вестник Томского государственного университета. Экономика. – 2014. – № 2 (26). – С. 63–80.
20. Рогачев А.Ю. Управление рисками предприятия. Опыт фармацевтической компании // Проблемы анализа риска. – 2008. – Т. 5, № 4. – С. 30–38.
21. Кевин У. Найт. Управление рисками – от верного решения к успешному выполнению // Проблемы анализа риска. – 2006. – Т. 3, № 4. – С. 383–387.