6. ПРОБЛЕМЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

6.1. ПРОБЛЕМЫ ПРИНЦИПАЛА-АГЕНТА ПРИ ОСУЩЕСТВЛЕНИИ МЕЖДУНАРОДНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ[1]

Винокуров С.С., к.э.н., доцент,
кафедра национальной экономики, Санкт-Петербургский государственный экономический университет, г. Санкт-Петербург;
Гурьянов П.А., к.э.н., доцент, кафедра экономической теории и экономики предпринимательства, Санкт-Петербургский академический университет технологий управления и экономики, г. Санкт-Петербург;
Медведь А.А., к.э.н., доцент,
кафедра национальной экономики,
Санкт-Петербургский государственный экономический университет, г. Санкт-Петербург

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ

В статье рассмотрено влияние на привлечение прямых иностранных инвестиций проблемы принципала-агента. Обосновывается тезис о том, что на размер международных инвестиций влияет не только развитие базовых экономических институтов, но и возможности, которые есть у инвестора по снижению морального риска.

Среди проблем привлечения прямых иностранных инвестиций часто называют институциональные характеристики страны-реципиента, такие как защищенность прав собственности, наличие независимых судов, уровень коррупции, масштабы правительственного регулирования и т.п. Как правило, эти характеристики рассматриваются с точки зрения рисков, создаваемых средой, внешних по отношению к реализуемому инвестиционному проекту, например, посягательства третьих лиц, давления со стороны представителей государственной или местной власти, принятие правительством радикальных и непредсказуемых мер, затрудняющих ведение хозяйственной деятельности. В меньшей степени обсуждается вопрос, насколько легко существующая институциональная среда позволяет участникам международного инвестиционного проекта решать проблемы, связанные с отношениями принципала и агента.

Мы рассмотрим последствия морального риска (moral hazard), возникающего в отношениях принципала и агента в процессе реализации международных инвестиционных проектов, а также то, каким образом институциональная среда могла бы способствовать уменьшению масштабов проблемы, обеспечивая необходимое доверие между участниками проектов. Моральный риск – следствие асимметрично распределенной между участниками проекта информации, приводящее к увеличению трансакционных издержек и к неоптимальному размещению ресурсов.

Собственность в корпорациях все более отделяется от непосредственного управления, и деятельность фирмы не подчиняется исключительно интересам ее владельцев. Если наемный менеджер не входит в число акционеров, максимизация прибыли для него не будет главным стимулом. Более того, он может преследовать выгоды, не связанные напрямую с вознаграждением, – например, сохранение и повышение своего социального статуса, получение опыта и т.д. Может он выступать и носителем интересов других игроков («серые» продажи, использование инсайдерской информации для спекуляций, одновременная работа на конкурентов и т.п.) [1-2].

Акционеры имеют долгосрочный горизонт планирования, что заставляет их реинвестировать прибыль, наемный же менеджер заинтересован в «проедании» ресурсов в течение срока действия его контракта. Проблему представляет также дилемма между выплатой дивидендов или бонусов менеджменту [2]. Возникает классическая форма конфликта интересов, которая часто заканчивается реальными психологическими конфликтами и увольнениями, что негативно сказывается на деятельности организации. Проблема принципала – агента разрешается, если принципал создает такую систему мотиваций, при которой поведение агента будет предсказуемо положительно для принципала. Однако не всегда и не в полном объеме такая система может быть создана.

Можно ожидать, что при осуществлении международного взаимодействия асимметрия информации существенно возрастает и отягощается множеством других институциональных затруднений. Это должно оказывать воздействие, в частности, на процессы, связанные с осуществлением прямых иностранных инвестиций.

Рассмотрим этот вопрос на примере упрощенной математической модели. Пусть в экономике присутствует n предприятий, каждое предприятие i имеет производственную функцию:

$$Y_i = AK_i^{\alpha}L_i^{1-\alpha}; \quad (1.1)$$

$$A = \frac{K}{L} = k; \quad (1.2)$$

где K, L – капитал и труд в экономике в целом.

В национальной экономике производится в целом:

$$Y = AK^{\alpha}L^{1-\alpha}. \quad (1.3)$$

Или на душу населения:

$$y = Ak^{\alpha}. \quad (1.4)$$

Принимая решение, инвесторы и фирмы воспринимают значение A как экзогенное, т.е. ориентируются на предыдущий период. Это выступает ограничением экономического роста в текущий период, поскольку в данной формализации он не имеет естественного предела (нет убывающей предельной производительности на капитала: $y''(k) = \alpha(1+\alpha)k^{\alpha-1} > 0$).

[1] Исследование выполнено при поддержке гранта Российского научного фонда (РГНФ) №16-32-01067.

Будем рассматривать выпуск фирмы как вероятностный процесс. Фирма либо с вероятностью p осуществляет выпуск по формуле (1.1), либо (с вероятностью $1 - p$) не производит ничего. Тогда ожидаемый выпуск на душу населения:

$$\bar{y} = pAk^{\alpha}. \qquad (2.1)$$

Величина p зависит от действий агента (предпринимателя, менеджера и т.п.), которые инвестор не может контролировать. В целях упрощения будем считать, что p может принимать только два значения p_h, p_l, $p_h > p_l$.

Если агент ведет себя честно, то $p = p_h$, если агент ведет себя оппортунистически, $p = p_l$. Кроме того, нечестный агент присваивает сумму M, независимо от успешности функционирования предприятия. Это могут быть необоснованные траты в составе амортизации капитала, эти траты могут оказывать межотраслевые эффекты. Например, если агент покупает офис дороже необходимого или ездит в дорогостоящие командировки, это оказывает влияние на соответствующие сектора экономики, вызывая искажение рыночных цен. Агент может получать некоторую полезность просто от занимаемой должности и экономить усилия. Проще говоря, он получает «оплачиваемый отпуск» на посту агента, вместо того чтобы работать в качестве обычного работника, нанимает нужных людей и не организует их работу, пользуется служебным автомобилем и шофером в свое удовольствие, устанавливает связи в личных интересах, а не для дела и т.п.

Разумеется, принципал примет меры, направленные на стимулирование усилий агента. Допустим, в целях упрощения, что контракт заключается на один период, причем агенты выбираются случайно (в частности, независимо от успешности их деятельности в прошлом) из общей массы рабочей силы. Для того чтобы агент был заинтересован в успехе предприятия, в контракт закладывается условие получение премии при достижении фирмой определенных результатов. Вероятность их достижения зависит от добросовестности агента.

Агент будет вести себя честно, если его премия в случае успеха предприятия (w_a) будет удовлетворять условию:

$$p_h w_a \geq M + p_l w_a. \qquad (2.2)$$

Инвестор назначит премию агенту по нижней грани, следовательно:

$$w_a = \frac{M}{p_h - p_l}. \qquad (2.3)$$

Такая премия позволит преодолеть проблему морального риска. Однако сама по себе необходимость что-то доплачивать агенту за его добросовестность снизит привлекательность объекта инвестирования по сравнению с теми объектами, где необходимость стимулирования агента ниже или отсутствует вовсе (даже при меньшей рентабельности).

Если рассмотреть сказанное в контексте международного движения капитала, то окажется, что страна, проекты которой обладают высоким потенциалом морального риска, привлечет меньше капитала, чем было бы возможно, исходя из одной только рентабельности. Следуя приведенной формальной модели, это означает, что в долгосрочной перспективе страна все более будет отставать от тех экономик, где проблема морального риска сведена к минимуму.

Говоря широко, проблема большего или меньшего морального риска будет отражена, соответственно, в меньшем или большем доверии, которое испытывают инвесторы по отношению к ее экономике, институтам, деловому климату.

Следует отметить, что вопросам доверия уделяется достаточно много внимания в общественных науках, однако эта проблема не так часто анализируется в экономической теории, – возможно, по причине того, что доверие как таковое слабо поддается измерению и формализации. В данном отношении следует отметить работу К. Дж. Эрроу, в которой показано, что каждая операция содержит в себе элемент доверия, особенно если она занимает определенный период времени, а также исследования О. Уильямсона применительно к контрактным отношениям [7; 16].

В общественных науках в целом, как мы отметили, исследование доверия имеет более глубокую традицию. На данный вопрос обращали внимание в свое время Дж. Локк, И. Кант и Э. Дюркгейм. Эта категория была предметом изучения социологов (труды которых в основном и легли в развитие институциональной экономической теории), рассматривавших, например, тему социального обмена (П. Блау и Дж. Хоманс). По мнению Т. Парсона, социальная самодостаточность, т.е. самосохранение общества, должна быть обеспечена отношениями доверительного взаимообмена, а также особыми устойчивыми отношениями личности и общества. Общество самодостаточно в той мере, в какой действия его членов служат адекватным вкладом в его функционирование [4].

Селигмен А. отмечает, что власть и насилие на время могут решить проблему социального порядка, но не способны обеспечить основу для поддержания этого порядка в долговременной перспективе [5]. Большое значению данному фактору придает Ф. Фукуяма, исследующий постиндустриальное общество. Доверие, по его мнению, должно быть основано на нормах морали, которые разделяют группы или все общество, и в соответствии с которыми и формируется нормы поведения. При таком устройстве нет никакой необходимости контрактной и правовой регуляции взаимодействия, поскольку присутствует нравственный консенсус, являющийся основой доверительных взаимоотношений. Данная основа составляет социальный капитал, который, по сути, становится одним из факторов производства.

Ф. Фукуяма выделяет три уровня создания социального капитала. Первый основан на семейном воспитании, где формируется первичное доверие на уровне родственных связей, второй формируется на основе добровольных организаций, третий – на государственном уровне. В целом Фукуяма считает, что общественное благополучие и способность к конкуренции обусловлены в общем и целом

единственной культурной характеристикой – уровнем доверия, присущим данному обществу [6]. В институциональной экономике институт доверия, как правило, рассматривается как механизм снижения трансакционных издержек.

Каким же образом формируется доверие между контрагентами? Иногда доверие связывают с понятием предсказуемости. По мнению ряда экспертов, это является концептуальной ошибкой, поскольку оппортунизм также может быть предсказуем, тогда как доверие подразумевает готовность совершить сделку, а предсказуемый оппортунизм отрицает такую возможность.

Таким образом, доверие производно от информационной и эмпирической составляющей. Однако не стоит забывать и про иррациональный характер понятия «доверие», само данное слово происходит от коренного «вера», что само по себе если не отрицает, то не предполагает рационально-познавательного механизма формирования. В этом смысле доверие может формироваться по психологическому принципу распознавания свой – чужой, что в целом подтверждается наблюдениями за поведением инвесторов и международными потоками капитала. В частности, говорит об этом получивший резонанс парадокс Фельдштейна – Хориоки, который опроверг представления о мобильности и интеграции рынка капитала в Европе и в мире [8].

Попыткой измерить степень доверия можно считать изобретение понятия «страновой риск» и разработка всевозможного рода страновых рейтингов, которые призваны дать потенциальному инвестору информацию о том, насколько возможно отклонение от обязательств в силу объективных и субъективных обстоятельств. Выстраивание рейтингов было призвано снизить асимметрию информации, следствием которой и является моральный риск. Имеется в виду, что субъект, находящийся в определенной институциональной среде, действует согласно распространенным в ней формальным и неформальным правилам, поэтому рейтинг отдельных субъектов (в том числе крупнейших банков и корпораций) не превышает общестрановой. Однако понятие «страновой риск» до сих пор не имеет четкого и однозначного определения. Попытки анализа странового риска отличаются неустоявшейся терминологией и отсутствием общепринятой концепции и обладают большой степенью дискуссионности. В оставшейся части нашей работы мы рассматриваем их развитие.

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 правительства страны или иных находящихся под ее юрисдикцией экономических субъектов отвечать по своим обязательствам. Будучи широким и синтетическим понятием, страновой риск интегрирует в себе отдельные элементы прочих видов рисков (политический, суверенный, валютный и др.), выступающих тем самым его субкатегориями. Однако страновой риск определяется для субъекта международной деятельности не как арифметическая сумма тех или иных рисков, а как интегрированный результат взаимодействия не зависящих от этого субъекта событий и обстоятельств. Принято считать, что к причинам финансовых потерь, а по сути – к «факторам материализации странового риска» нужно относить лишь те события или обстоятельства, которые хотя бы отчасти или по своим последствиям находятся в сфере влияния правительства данной страны. Так, прекращение долговых выплат, вызванное банкротством заемщика, считалось страновым риском лишь в том случае, если это банкротство стало результатом ошибок в хозяйственной политике страны, если же оно было вызвано неудовлетворительным менеджментом фирмы, то риск определяли как коммерческий, а не страновой.

Однако данный подход представляется ограниченным, понятие страновой риск должно иметь обобщенный характер, включая в себя не только деятельность правительства, но и состояние общества в целом. Дефиниции же, как правило, имеют довольно узкую практическую направленность. Например, эксперты Японского института облигационных займов (The Japan bud research institute) определяют страновой риск как «риск невозможности возвращения долгов или вывоза инвестированного капитала из-за неблагоприятных изменений в политической, экономической или социальной ситуации в стране» [3].

А.С. Шапиро, профессор Калифорнийского университета и автор базовых учебников по международному финансовому менеджменту для высших учебных заведений США, рассматривает данное понятие в контексте транснационального бэнкинга как неспособность иностранных заемщиков вовремя выплатить долги [14]. При этом учету подлежат как экономические, так и политические факторы. Среди экономических Шапиро выделяет внутренние ресурсы страны и ее внешнюю финансовую позицию, но наиболее важными считает качество и эффективность проводимой правительством политики. Среди факторов риска и причин долговых кризисов, свойственных развивающимся странам и странам с переходной экономикой, профессор выделяет прежде всего забюрократизированность экономики, коррупцию, порождающую политически мотивированные убыточные инвестиции. Проблемные экономики страдают от различного рода рыночных искажений, вызванных агрессивной протекционистской политикой в пользу неэффективных национальных производителей и правительственных фаворитов – влиятельных олигархических групп, фиксацией обменного курса при ухудшении условий торговли и прочими недальновидными действиями правительств. Показателями странового риска Шапиро считает политическую стабильность и готовность иностранных субъектов признавать обязательства страны и ее резидентов за ликвидный актив. Большинство зарубежных и отечественных исследователей сосредотачиваются на политическом риске, считая его определяющим.

В. Вестон и Б. Сорж определяют политический риск как действия национального правительства, которые мешают проведению деловых операций, изменяют условия соглашений или приводят к конфискации собственности иностранных компаний. Подобным обра-

зом рассматривает данный риск и Д. Джодис: изменения в условиях проведения операций иностранными компаниями, возникающими в ходе политического процесса. Г. Райс и И. Махмауд настаивают на необходимости учитывать не только внутренние политические события в стране, но и международную политическую ситуацию. Согласно этим авторам, политический риск может быть определен как внутристрановые и международные, конфликтные и интеграционные события и процессы, которые могут (или не могут) привести к изменениям в правительственной политике внутри страны или в зарубежных странах, что выразится в неблагоприятных условиях или дополнительных возможностях (касающихся, например, прибыли, рынков, персонала) для фирмы.

По определению С. Кобрина, риском являются непредвиденные обстоятельства, возникающие в политической среде и принимающие форму ограничений в проведении операций. Многие специалисты придерживаются мнения, что политическое событие не обязательно несет риск для бизнеса, но может также означать новые возможности. Они предлагают под термином «страновой риск» понимать неопределенность среды, в которой действуют все нерыночные силы. Это означает, что при прогнозировании риска необходимо учитывать не только негативные 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. Следует помнить, что любое неблагоприятное для одних субъектов событие может послужить источником дополнительной выгоды для других. Некоторые исследователи (С. Робок, Дж. Саймон, К. Миллер, С. Хеффернан, С. Кобрин) выделяют макро- и микрориск, в зависимости от уровня экономических субъектов, на который они распространяются. Макрориск ассоциируется с вероятностью политических событий, отражающихся на всех иностранных субъектах в стране размещения. К микрорискам относятся риски, специфичные для отрасли, фирмы или даже отдельного проекта [13].

Макрориск обычно делится на следующие основные группы:

- политические риски;
- риски экономической политики правительства;
- социальные риски;
- природные риски;
- макроэкономические риски.

Политические риски ассоциируются с серьезными изменениями в политической обстановке в стране, которые могут привести к невыполнению правительством и / или другими экономическими субьектами своих внешних обязательств. К источникам политического риска относят войны, революции, государственные перевороты, отставка правительства страны и т.д. Под рисками экономической политики правительства подразумеваются те последствия, которые могут иметь для иностранных фирм и банков определенные решения правительства.

Под рисками экономической политики правительства подразумевают различные фискальные и монетарные реформы, введение контроля цен, ограничений торговли, национализация (экспроприация), усиление правительственного регулирования, создание барьеров для репатриации прибыли, отказ от субсидирования производства общественных благ. Риски такого типа существуют не только в стране предполагаемого инвестирования, но и в стране, где располагается головная контора банка или корпорации, как бы высок не был ее кредитный рейтинг. Важным вопросом считается субсидирование правительством производства общественных благ. Если правительство откажется от поддержки таких отраслей как коммуникации и транспорт, то это очень негативно скажется на перспективах всего частного сектора. Наиболее серьезным из рисков экономической политики правительства считается риск экспроприации. Экспроприация означает, что все имущество, находящееся в собственности частных фирм на территории данной страны, может быть передано в собственность государства. В категорию частной попадает и собственность иностранных банков и корпораций. Экспроприацию необходимо отличать от конфискации, поскольку при конфискации никакой компенсации потерпевшей стороне не выплачивается (конфискация была, например, проведена в Советской России).

История знает немало примеров экспроприаций (Куба – 1960 г., Иран – 1979 г., Чили – 1971 г. и др.). Экспроприация не запрещена 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. Риск заключается в том, что «рыночная стоимость» определяется государством без учета упущенной выгоды. Кроме того, правительственные чиновники чаще всего оценивают экспроприируемое имущество по балансовой стоимости (для успешно работающих предприятий она ниже реальной рыночной). И наконец, у стран, производящих экспроприацию, вряд ли найдется возможность сразу же рассчитаться с иностранными собственниками свободно конвертируемой валютой, следовательно, платеж будет произведен долгосрочными облигациями с сомнительными перспективами погашения.

Разделение в анализе политических и социальных рисков, на взгляд авторов, считается целесообразным, поскольку позволяет более четко определить, что источником риска в одном случае будет правительство (тогда возможно контролировать риск через имеющиеся связи в правительстве), а в другом – общество в целом (снижение риска через установление контроля затруднено). К природным рискам относятся риски убытков от природных явлений, трудно предсказуемых человеком. Под макроэкономическим риском следует понимать риск колебаний уровня экономической активности и цен. Колебания цен могут иметь форму общего повышения их уровня (инфляция) или относительных изменений, нарушающих паритет покупательных способностей. В обоих случаях осуществление финансируемых проектов может быть затруднено. Риск представляют собой также колебания процентных ставок и курсов валют. Важным показателем принято считать размер существующего долга страны и его сравнение с ключевыми макроэкономическими индикаторами, опре-

деляющими способность страны обслуживать дополнительный долг. К показателям, определяющим способность страны обслуживать дополнительный долг, эксперты относят объем валютных резервов страны, покрытие импорта существующими валютными резервами, иностранный долг в процентах от валового внутреннего продукта (ВВП), текущий счет платежного баланса в процентах от ВВП, дефицит госбюджета в процентах от ВВП.

Существует принцип классификации политических рисков на основе разделения событий, вызванных либо действиями правительственных структур в ходе проведения определенной государственной политики, либо силами, находящимися вне контроля правительства. Ч.Р. Кеннеди предложил деление риска на экстра-легальный и легально-правительственный.

Таблица 1

КЛАССИФИКАЦИЯ РИСКОВ ЧАРЛЬЗА КЕННЕДИ [7]

Макро-риск	Революция	Инвестиционное законодательство
Микрориск	Терроризм	Торговое регулирование
	Экстра-легальный	Легально-правительственный

Экстра-легальный риск означает событие, источник которого находится вне существующих легитимных структур страны: терроризм, саботаж, военный переворот, революция. Легально-правительственный риск является продуктом текущего политического процесса и включает такие события как демократические выборы, приводящие к новому правительству и изменениям в законодательстве, касающегося торговли, труда, совместных предприятий, дочерних предприятий, технологий, денежной политики, политики развития.

Подобной классификации придерживаются Ж. де ла Торре и Д. Некар, рассматривающие риск в двух аспектах – потеря контроля за деятельностью фирмы, падение ожидаемой прибыли.

Таблица 2

КЛАССИФИКАЦИЯ РИСКОВ Ж. ДЕ ЛА ТОРРЕ И Д. НЕКАРА [15]

Название	Действия легитимных структур	События, вызванные действиями неконтролируемых правительством сил
Потеря контроля за деятельностью фирмы	Полная или частичная экспроприация; насильственное лишение прав управления; конфискация собственности фирмы; разрыв договора	Война; революция; терроризм; забастовки
Падение ожидаемой прибыли	Неприменимость «национального режима»; сокращение доступа к финансовым, трудовым и сырьевым рынкам; контроль над ценами, товарами, деятельностью; валютные ограничения; ограничения денежных переводов за границу; требования к экспортным характеристикам	Националистически настроенные продавцы и поставщики; угрозы враждебных группировок; навязанные извне финансовые ограничения; навязанные извне ограничения на импорт и экспорт

Вопрос странового риска представлен также в работах Дж. Остина и Д.Йоффи, Т. Морана, В. Оверхольта, Т. Шрива, разрабатывающих общие методы идентификации, оценки и анализа политического риска. Другое направление исследований (Дж. Морган, С. Марк, Дж. Сасси) имеет практическую направленность и посвящено выработке стратегии конкретного субъекта в условиях неопределенности.

В целом существующие подходы к исследованию странового риска можно обобщить в табл. 3.

Таблица 3

ОСНОВНЫЕ ПОДХОДЫ К ИССЛЕДОВАНИЮ СТРАНОВОГО РИСКА

Название	Качественные	Количественные
Теоретически базированные	Структурирование качественных составляющих	Эконометрические методы; фрмально-эмпирические наблюдения
Практически базированные	Исследование ситуации «на месте»; изучение опыта «пострадавших»; генерирование экспертных оценок	Метод проб и ошибок

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. Одной из первых моделей подобного рода являются индексы, разработанные Д. Хенделом и Г. Вэстом. В ней используются три агрегированных индекса, имеющие одинаковый вес, формирующие общий результат, положительный или отрицательный. Индексы определяются на основе оценки множества переменных.

Таблица 4

ИНДЕКСЫ Д. ХЕНДЕЛА И Г. ВЭСТА [9]

Индекс	Субиндексы	Показатели
1. Социоэкономический индекс	А. Этнолингвистическая раздробленность. В. Рост валового национального продукта (ВНП) на душу населения. С. Потребление энергии на душу населения	–
2. Индекс социальной конфликтности	А. Субиндекс общественных волнений	Бунты; демонстрации; правительственные кризисы
	В. Субиндекс внутреннего насилия	Вооруженные выступления; убийства; государственные перевороты; партизанская вой-

Индекс	Субиндексы	Показатели
		на
	C. Индекс потенциального применения силы	Внутренние органы безопасности на 1000 жителей
3. Индекс правительственных процессов	A. Индекс политической конкуренции	–
	B. Законодательная эффективность	
	C. Структурные изменения за год	
	D. Нерегулярность смены основного состава	

Перечисленные переменные имеют количественные значения, которые интегрируются в общий страновой результат, хотя измерения базируются в целом на довольно субъективных оценках. В частности, Ч. Кеннеди, критикуя данную модель, отмечал, что используемые переменные и их взаимосвязь не имеют достаточного эмпирического обоснования. Особенно это касается индекса правительственных процессов, имеющего явный либерально-демократический уклон.

Своеобразными подходами отличаются модели, основанные на формально-эмпирических наблюдениях.

Известность получила модель Г. Кнудсена, являющаяся производной от теории революций, разработанной Дж. Дэвисом и Т. Гуром. Свою теорию странового риска Кнудсен назвал «экологическим подходом». Основана модель на гипотезе о том, что решающей мерой стабильности является уровень общественной фрустрации. Путем сравнения уровня стремления к благосостоянию и ожидаемого результата определяется фрустрационный разрыв. Когда ожидаемый уровень благосостояния резко падает, в то время как стремления к нему остаются прежними или возрастают, возрастает вероятность революций и прочих социальных катаклизмов. При этом используются переменные, указанные в табл. 5.

Таблица 5

ПЕРЕМЕННЫЕ «ЭКОЛОГИЧЕСКОГО ПОДХОДА» КНУДСЕНА [12]

Показатель	Результат
1. Уровень стремлений	A. Норма грамотности
	B. Ежедневная продажа газет на 1000 жителей
	C. Количество радиоприемников на 1000 жителей
	D. Относительная урбанизация
	E. Профсоюзная активность
2. Ожидаемый уровень благосостояния	A. Детская смертность
	B. Количество больничных коек на 1000 жителей
	C. Количество врачей на 1000 жителей
	D. Обеспеченность водопроводом
	E. ВНП на душу населения
	F. Процентное изменение ВНП на душу населения
	G. Валовые инвестиции на душу населения

Модель подобного рода была разработана Д. Хиббсом в 1973 г. и применялась впоследствии в анализе Руммелем и Хеенаном. Хиббс разработал причинную модель политического насилия, используя факторный и регрессионный анализ. Хиббс определяет относительную вероятность коллективных протестов, используя такие переменные, как частота нарушений общественного порядка, массовых забастовок, антиправительственных выступлений, и/или гражданской войны, исходя из количества вооруженных выступлений и политических убийств.

Общим недостатком существующих концепций странового риска является их, как правило, явная направленность на хеджирование вложений иностранного субъекта, тогда как страновой риск может быть рассмотрен как внутренняя характеристика общественной формации, определяющая внутриэкономическую ситуацию в стране, а также международную валютно-финансовую среду. Кроме того, неясно обозначаются источники рисков, а преобладает их констатация [3].

Следует отметить, что все эксперты сходятся на том, что страновой риск представляет из себя довольно субъективное и интегрированное понятие, а не сумму субкатегорий. Стоит также признать, что часто рейтинги являются предметом злоупотреблений и вместо снижения неопределенности усугубляют проблему асимметрии информации, поскольку составляются ангажированными либо подвергаемыми политическому давлению экспертами.

В силу вышесказанного, авторы приходят к следующим основополагающим выводам.

1. Институциональное взаимодействие агента-принципала является одним из важных факторов международного инвестиционного взаимодействия.
2. Асимметрия информации возрастает в международной институциональной среде.
3. Оппортунизм агента ведет к возникновению множества негативных эффектов, приводящих к ощутимым долгосрочным потерям.
4. Доверие как необходимое условие совершения международных контрактов производно от информационной и эмпирической составляющей, однако не стоит забывать и про иррациональный характер понятия.
5. Понизить степень недоверия на международном уровне призваны рейтинги страновых рисков, однако большинство моделей подобного рода являются субъективными и тенденциозными.

Таким образом, можно констатировать, что ситуации морального риска скорее разрешаются в результате реляционной контрактации, а не модельно базированного взаимодействия с тщательной проработкой условий и санкций.

Литература

1. Винокуров С.С. Дивидендная политика в нефтегазовом секторе России: проблемы и перспективы [Текст] / С.С. Винокуров, П.А. Гурьянов // Записки Горного института. – 2013. – Т. 201. – С. 151-156.
2. Винокуров С.С. Дивидендная политика и интересы крупных акционеров [Текст] / С.С. Винокуров, П.А. Гурьянов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2013. – №12. – С. 13-21.
3. Медведь А.А. Иностранные инвестиции и страновой риск [Текст] / А.А. Медведь // Изв. Санкт-Петербургского госуд. экон. ун-та. – 2013. – №3. – С. 24-29.
4. Парсонс Т. Система современных обществ [Текст] / Т. Парсонс ; пер. с англ. – М. : Аспект Пресс, 1998.

5. Селигмен А. Проблема доверия [Текст] / А. Селигмен ; пер. с англ. – М. : Идея-Пресс, 2002.
6. Фукуяма Ф. Доверие. Социальные добродетели и созидание благосостояния [Текст] / Ф. Фукуяма // Новая постиндустриальная волна на Западе : антология. – М. : Academia, 1999.
7. Arrow K.J. Gifts and exchanges [Text] / K.J. Arrow // Philosophy and public affairs. – 1974. – Vol. 1 ; no. 4. – Pp. 343-362.
8. Feldstein M. Domestic savings and international capital flows [Text] / M. Feldstein, C. Horioka // The economic j. – 1980. – Vol. 90; no. 358. – Pp. 314-329.
9. Haendel D. Foreign investments and the management of political risk [Text] / D. Haendel. – Boulder: Westview press, 1979.
10. Heffernan S. Sovereign risk analysis [Text] / S. Heffernan. – Allen and Unwin, 1986.
11. Kennedy C. Political risk management [Text] / C. Kennedy. – Quorum Books, NY-Westport, Conn-London, 1987.
12. Knudson H. Explaining the national propensity to expropriate: an ecological Approach [Text] / H. Knudson // J. of international business studies. — 1974. – Vol. 5 ; no. 1. – Pp. 51-71.
13. Miller K.D. A framework for integrated risk management in international business [Text] / K.D. Miller // J. of international business studies. – 1992. – Vol. 23 ; no. 2. – Pp. 311-331.
14. Shapiro A. Foundations of Multinational Financial Management [Text] / A. Shapiro. – 3rd ed. –Prentice-Hall, Inc. A Simon & Schuster Company, 1998.
15. Torre J. Forecasting political risks for international operations [Text] / J. Torre, D.H. Neckar. – North-Holland: Elsevier Science Publishers B.V., 1988.
16. Williamson O. Calculativeness, trust, and economic organization [Text] / O. Williamson // The j. of law & economics. – 1993. – Vol. 36 ; no. 1. – Pp. 453-486.

Ключевые слова

Прямые иностранные инвестиции; международный рынок капитала; проблема принципала-агента; моральный риск; страновой риск.

Винокуров Степан Степанович

Гурьянов Павел Алексеевич

Медведь Анна Алексеевна

РЕЦЕНЗИЯ

В статье рассматриваются вопросы доверия контрагентов при осуществлении международных инвестиционных операций.

Актуальность вопросов, раскрываемых в статье, обусловлена отсутствием дефицитом доверия, сложившемся на сегодняшний день на международном рынке, в силу все большего доминирования политических факторов над экономическими.

Особенностью работы является междисциплинарный характер исследования, привлечение большого количество материала.

Научная новизна и практическая значимость статьи заключается в построении агентской модели предложения премии, покрывающей моральный риск агента, и содержит рекомендации по преодолению проблемы агента-принципала в отношениях собственников и наемных менеджеров.

Статья подготовлена на хорошем методическом уровне, стиль, логика ее изложения соответствуют научному характеру материала.

Заключение: рецензируемая статья отвечает требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и может быть рекомендована к опубликованию.

Бургонов О.В., д.э.н., профессор, заведующий кафедрой экономической теории и экономики предпринимательства Санкт-Петербургского университета технологий управления и экономики, г. Санкт-Петербург.

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ