

Tetyana Frolova, Doctor of Economic Sciences, Professor, Professor of International Finance Department, Director of the Center for Management and Monitoring of Education Quality; Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman (Kyiv, Ukraine) 

Yevheniia Vasiuk, Senior Lecturer Professor of International Finance Department; Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman (Kyiv, Ukraine) 

THE IMPLICATION OF COUNTRY RISK PREMIUM TO COMPANY VALUATION IN THE DIGITAL AGE

Abstract. *Financial globalization and artificial intelligence increase capital mobility along with risk consideration in cross-border investments. Emerging markets are the most vulnerable to specific risk factors like government regulation, political and macroeconomic stability. International investors require additional returns for a business operating in such locations, and higher risks should be captured appropriately in a valuation context. This paper investigates the nature, measures and ways of incorporating country risk premium as an upward adjustment to the discount rate applied within DCF calculations. It shows how to get to country premium using sovereign ratings, credit default swaps and relevant equity market volatility.*

Keywords: *country risk premium, emerging markets, default spread, company valuation, international investments.*

Татьяна Фролова, доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры международных финансов, Директор Центра менеджмента и мониторинга качества образования; Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана (Киев, Украина) 

Евгения Васюк, старший преподаватель кафедры международных финансов; Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана (Киев, Украина) 

ВЛИЯНИЕ ПРЕМИИ ЗА СТРАНОВОЙ РИСК НА ОЦЕНКУ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ В ЭПОХУ ЦИФРОВЫХ ТЕХНОЛОГИЙ

Вступление

Диджитализация и искусственный интеллект вывели процессы международного инвестирования на новый уровень. Доступность и качество информации, используемой при исследовании рынка, расширила географию для инвесторов и, соответственно, вариацию рисков. Привлекательные в плане доходности развивающиеся экономики в большей мере аккумулируют специфические риски, нежели систематические. Возникает проблема анализа и количественного измерения бизнес-среды, в которой осуществляют свою деятельность потенциальные объекты инвестирования. Политические, экономические и правовые факторы создают почву для возникновения страновых рисков, которые влияют на оценку стоимости компании в части расчета ставки дисконтирования и прогнозных денежных потоков.

Одним из способов учета степени риска является увеличение требуемой нормы доходности акционерного капитала¹ (*required rate of return for equity*) на величину соответствующей премии за риск. Базовое значение премии за страновой риск (*country risk premium, CRP*) отражено в кредитном спреде, что является надбавкой к процентной ставке по кредитам или облигациям определенной страны по сравнению со страной с самым высоким кредитным рейтингом.

Несмотря на серьезную критику, премия за страновой риск позволяет соотносить факторы влияния на деятельность компании и ожидаемую доходность, которая может быть гарантирована инвестору при вложении средств. Кроме этого, понимание сущности данного показателя и методов его расчета является необходимой

¹ Под необходимой нормой доходности акционерного капитала понимаем ожидаемую доходность простых акций компании

составляющей при судебных процессах и арбитражах, которые часто выпускаются из виду.

1. Влияние кредитного риска и свойств долговых ценных бумаг на уровень странового риска

Для понимания концепции премии за страновой риск важно проанализировать сущность кредитного спреда (дефолтный спред) и главных детерминант степени риска облигаций. Кредитный спред (*credit spread*) является своеобразной компенсацией, которую требуют иностранные инвесторы за покупку государственных облигаций определенной страны с определенной доходностью и сроком погашения (R_x) по сравнению с доходом, который можно получить от вложения средств в безрисковые облигации с тем же сроком погашения (R_f).

$$Credit\ spread_x = R_x - R_f \quad (1)$$

В безрисковых ценных бумагах фактическая доходность равна ожидаемой. Что это значит? Во-первых, это то, что финансовый инструмент не имеет риска дефолта. Любая ценная бумага, выпущенная частной компанией, включает в себя риск неспособности рассчитываться по своим обязательствам. Государство в лице Центробанка способно контролировать ценообразование национальной валюты, и для погашения текущих обязательств по долговым инструментам может провести дополнительную эмиссию денег [Damodaran 2008, с. 4]. Во-вторых, это то, что финансовый инструмент не имеет риска реинвестирования. При длительном инвестиционном горизонте формирования портфеля из краткосрочных финансовых инструментов увеличивает риск волатильности доходности не в пользу инвестора. При оценке стоимости компании предполагают, что она будет работать значительно дольше прогнозного периода оценки. В таком случае следует использовать 10-летние или 20-летние государственные облигации, доходность которых при погашении известна в момент приобретения ценной бумаги.

Приставка «государственные» не делает облигации автоматически безрисковыми. Только развитые страны с высоким кредитным рейтингом, резервной валютой и влиятельной экономикой могут гарантировать инвестору выполнения ковенанта по облигациям. При выборе безрисковой ставки аналитики отдают предпочтение долгосрочным облигациям США и Германии

Государственные облигации оцениваемой страны имеют более высокую доходность, но в то же время аккумулируют большие риски. Риски варьируются в

зависимости от страны, поэтому необходимо найти источники данной вариации. Можно определить две группы риска: риски, которые присущи оцениваемой стране и те, которые генерируют сами облигации как финансовые инструменты (рис. 1). Рассмотрим эту ситуацию со стадии жизненного цикла экономического развития страны. Экономике, которые находятся на начальном этапе развития, больше страдают от последствий мировых кризисов, чем развитые. Типичная рецессия на американском рынке транслируется падением ВВП на несколько процентов, а то время как в странах Восточной Европы это значение удваивается. Такая аналитика нашла подтверждения в период банковского кризиса 2008 года и пандемии коронавируса в 2020 году [Damodaran 2020, с. 7].

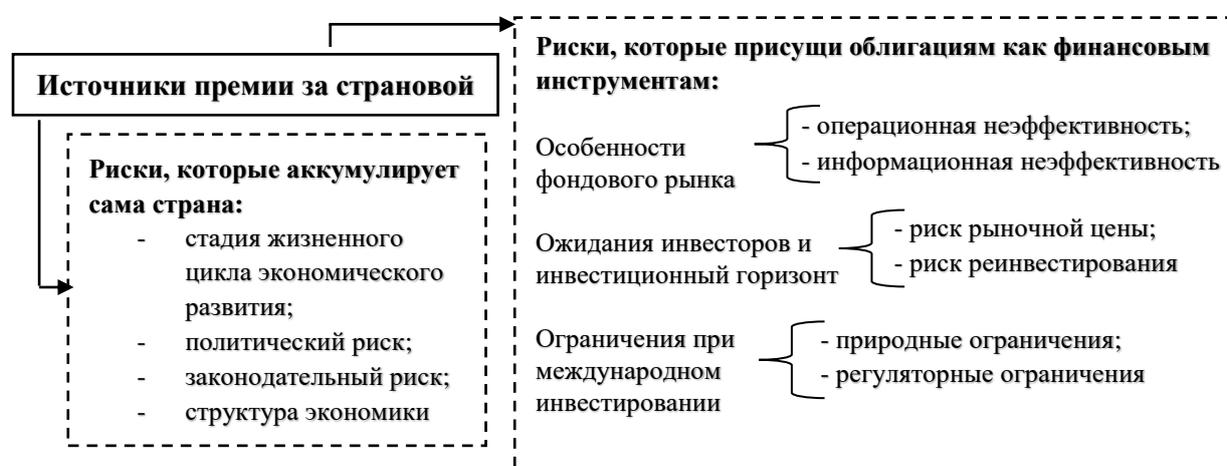


Рис. 1. Источники премии за страновой риск

Источник: адаптировано с Aronovich (1999) и личных дополнений авторов

Политический риск охватывает все, что касается формирования демократических принципов, уровня коррупции и военных конфликтов, а также вопросы национализации стратегически важных предприятий. Мера соблюдения правовых норм и эффективность работы судебной системы формирует законодательный риск. Обеспечение исполнения контрактов и сохранение права собственности является сигналом надежности правового поля анализируемого государства. Если говорить о структуре экономики, то зависимость страны от определенных ресурсов, товаров или услуг создает дополнительный риск для инвестора, где падение спроса или рост цен приведет к цепной реакции среди ключевых компаний.

Размер дефолтного спреда напрямую зависит от свойств долговых ценных бумаг. При прогнозировании доходности и риска государственных облигаций важны

следующие допущения: рынок должен быть не только информационно эффективным (новая информация о любой компании является вполне доступной и немедленно отражается в цене на её акции), а и операционно эффективным (участники рынка осуществляют операции и получают услуги по цене, равной справедливой стоимости, необходимой для проведения данных операций). Однако асимметрия информационной обеспеченности локальных и международных инвесторов является неотъемлемой составляющей формирования дополнительных рисков. Во-первых, полностью информированный иностранный инвестор не имеет такого быстрого доступа к информации в отличие от местных участников рынка. Во-вторых, локальный инвестор способен лучше интерпретировать полученную информацию. В-третьих, в случае утечки непубличной информации резиденты способны ее получить первыми. В-четвертых, биржевые требования к компаниям с развитых рынков более существенны, чем для компаний с развивающихся рынков [Aronovich 1999, с. 474].

Операционная эффективность рынка тесно связана с ликвидностью ценных бумаг. Так, на вторичном рынке облигаций на цену оказывают прямое влияние спред между ценой покупки и ценой продажи, размер эмиссии и количество финансовых инструментов определенного эмитента на определенном рынке. Невозможность быстрого выполнения заявки на покупку или продажу пула ценных бумаг создает дополнительный риск для участников рынка.

По теории риск-менеджмента длительный период погашения облигации требует более высокой доходности. Инвестор хочет получить более высокий уровень дохода в текущем периоде, так как с каждым последующим растет вероятность дефолта. Инвестиционный горизонт или период владения облигацией имеет обратную связь с изменением доходности к погашению (*yield-to-maturity, YTM*) при прочих равных условиях. То есть, в случае увеличения YTM перед датой выплаты первого купона (выплата купона раз в год) реализованная доходность будет меньше за YTM при покупке облигации. И наоборот, при уменьшении YTM перед датой выплаты первого купона (выплата купона раз в год) реализованная доходность будет больше за YTM при покупке облигации. Таким образом, существует взаимосвязь между риском рыночной цены или процентной ставки (неуверенность в цене облигации, которая возникает в неуверенности YTM) и риском реинвестирования (неуверенность в общих купонных выплатах и реинвестированной прибыли на эти выплаты из-за неуверенности относительно будущей ставки реинвестирования), что имеет прямое отражение в доходности.

К последней группе источников премии за страновой риск относят природные и регуляторные ограничения. Природные ограничения проявляются в спросе институциональных и индивидуальных инвесторов на ценные бумаги с определенными характеристиками. Например, страховые компании заинтересованы в долгосрочных финансовых инструментах, в то время как коммерческие банки будут работать на рынке краткосрочных ценных бумаг. Регуляторные ограничения касаются запрета на покупку ценных бумаг с высоким уровнем риска определенному кругу инвесторов (например, пенсионные фонды).

Источники премии за страновой риск учитывают как общерыночные факторы, так и специфические, присущие только долговым ценным бумагам. Заметим, что львиную долю в CRP занимает именно кредитный риск или риск страны, в которой компания осуществляет свою деятельность.

2. Методы определения премии за страновой риск

2.1. Сущность методов расчёта премии за страновой риск, преимущества и недостатки каждого

Премию за страновой риск можно рассчитать тремя способами:

- через спред по государственным облигациям;
- с помощью волатильности рынка акционерного капитала;
- путем объединения двух методов.

Спред описывает дополнительный доход, который покрывает риски инвестора при вложении средств в бизнес, который находится на территории другой страны. Основой для расчета спреда является доходность долговых инструментов зрелого рынка. Под зрелым рынком понимают рынок с кредитным рейтингом не ниже тройного «А».

Таблица 1.

Методы расчета премии за страновой риск

	Базис для CRP	Путь и методика расчета
1	Спред по государственным облигациям (<i>default spread</i>)	<p>CRP через рыночный спред</p> <p>спред на основе суверенного долга (<i>sovereign debt spread</i>) = разница между доходностью государственных облигаций страны, номинированных в долларе, и доходностью американских государственных облигаций, номинированных в долларе</p> <p>спред на основе рынка кредитных дефолтных свопов (<i>CDS market</i>) = разница между значением 10-летнего кредитного дефолтного свопа страны и доходностью американских CDS</p> <p>CRP через рейтинговый спред = нахождения спреда, который соответствует текущему кредитному рейтингу страны</p>
2	Волатильность рынка акционерного капитала (<i>equity market volatility</i>)	<p>CRP = 1) расчет относительного среднеквадратичного отклонения по стране путем деления среднеквадратичного отклонения рынка оцениваемой страны на среднеквадратическое отклонение зрелого рынка</p> $Relative\ Standard\ Deviation_{country\ X} = \frac{Standard\ Deviation\ country\ X}{Standard\ Deviation\ US} \quad (2)$ <p>2) расчет премии за риск акционерного капитала страны путем произведения премии за риск для зрелого рынка и относительного среднеквадратичного отклонения по стране</p> $Equity\ Risk\ Premium_{country\ X} = Risk\ Premium_{US} \times Relative\ Standard\ Deviation_{country\ X} \quad (3)$ <p>3) нахождения премии за страновой риск как разницы между премией за риск акционерного капитала и премией за риск для зрелого рынка</p> $CRP_{country\ X} = Equity\ Risk\ Premium_{country\ X} - Risk\ Premium_{US} \quad (4)$
3	Спред + волатильность * (<i>default spreads + relative standard deviations</i>)	<p>CRP = произведение спреда по государственным облигациям и отношения волатильности рынка акционерного капитала страны к волатильности рынка государственных облигаций страны</p> $CRP = Country\ Default\ Spread \times \frac{\sigma_{country\ X\ equity\ market}}{\sigma_{country\ X\ bond\ market}} \quad (5)$ <p>* под волатильностью понимаем среднеквадратическое отклонение доходности в годовом исчислении</p>

Источник: адаптировано с Damodaran (2020)

Рассмотрим расчет CRP через рыночный спред. По методу суверенного долга CRP рассчитывается как дефолтный спред между доходностью государственных облигаций оцениваемой страны и зрелого рынка. Если оцениваемая страна выпускает государственные облигации в евро, то для сравнения необходимо брать именно немецкие государственные облигации, номинированные в евро. Например, доходность облигаций страны XXX составляет 14%, а доходность облигаций США – 2,5%, CRP будет равна $14\% - 2,5\% = 11,5\%$. Обратите внимание, что для страны XXX берется

доходность по государственным облигациям, выпущенным в долларах США, а не в национальной валюте. Еще одним инструментом для определения премии за риск страны являются кредитные дефолтные свопы (*credit default swap, CDS*). CDS – финансовый дериватив, который позволяет перенести кредитный риск на другого инвестора. Например, инвестор покупает государственные облигации страны XXX со сроком погашения 10 лет. Для хеджирования своих рисков (вероятность того, что эмитент не сможет осуществлять периодические процентные платежи по облигациям или выплатить номинальную стоимость самой облигации через 10 лет) он дополнительно покупает CDS у крупного банка или страховой компании и тем самым гарантирует возврат первоначальной инвестиции в случае объявления страной XXX дефолта. Чем больше риск дефолта, тем больший процент заплатит инвестор по CDS, и тем больше будет спред по CDS и, соответственно, премия за страновой риск.

Преимуществом данной методики является количественное определение риска акционерного капитала, который может не в полной мере виден на рынках государственных облигаций. Однако для использования этой модели в анализируемой стране должен быть как рынок акций, так и рынок суверенных облигаций, номинированных в долларах США (если за безрисковую доходность избрана процентная ставка по государственным облигациям Германии, то финансовые инструменты должны быть номинированы в евро). Также недостатком подхода является то, что для расчета кредитного дефолтного свопа ценные бумаги со сроком погашения менее 10 лет являются нерелевантными, а в истории выпуска государственных облигаций страна не имеет примеров эмиссии ценных бумаг с подобным сроком погашения для осуществления каких-либо допущений.

Рыночный спред отражает текущие ожидания участников рынка, но является волатильным и может меняться каждый день. Во избежание существенного влияния рыночных колебаний и повышение надежности для долгосрочного анализа требует от аналитика изменения методики расчета. Так, премия за страновой риск через рейтинговый спред рассчитывается путем деления всех стран мира на группы по рейтинговой принадлежности, а затем усреднения кредитных спредов стран каждой группы. Далее необходимо найти кредитный рейтинг страны на момент оценки на сайте *Moody's*, *Standard & Poor's* или *Fitch Ratings*, а затем размер спреда в базовых пунктах, который относится именно к этому кредитному рейтингу. 1 базовый пункт – это 0,01%. Согласно данным в табл. 1, премии за страновой риск России, в которой

кредитный рейтинг по Moody's по состоянию на июль 2020 составляет Baa3, рассчитываем следующим образом: $258/10000 \times 100\% = 2,58\%$.

Преимущество подхода:

- 1) стране не обязательно иметь рынок акционерного капитала;
- 2) рейтинговый спред по своей природе является прогнозным показателем (в отличие от предыдущей методике, где за основу берутся исторические данные), поскольку кредитные рейтинги служат бенчмарком для участников рынка при формировании инвестиционной стратегии.

Таблица 2.

Рейтинговая шкала та размер спреда в базовых пунктах

Рейтинг	Дефолтный спред на 01.07.2020		Рейтинг	Дефолтный спред на 01.07.2020	
Aaa	0	Инвестиционный класс	Ba1	293	Спекулятивный класс
Aa1	47		Ba2	353	
Aa2	58		Ba3	422	
Aa3	71		B1	528	
A1	83		B2	646	
A2	100		B3	763	
A3	141		Saa1	880	
Baa1	187		Saa2	1057	
Baa2	223		Saa3	1173	
Baa3	258		Ca	1408	

Источник: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Однако, спред по государственным облигациям остается лишь мерой премии за риск дефолта.

Подсознательно мы ожидаем, что премия за страновой риск будет больше дефолтного спреда. Второй подход предлагает использовать премию за риск акционерного капитала, взвешенную на относительное среднеквадратическое отклонение по стране как меру общего риска для инвестора. Основой для расчета снова выступает зрелый рынок, например, рынок США. Определение премии за страновой риск происходит в три шага, о чем подробно описано в табл.1. Используемое значение среднеквадратичного отклонения рынка имеет свои недостатки. Рынки отличаются по структуре и степени ликвидности, от которой напрямую зависит волатильность рынка акционерного капитала. В результате этот подход недооценивает премию для неликвидных рынков и переоценивает для ликвидных [Wachowicz 2012]. Вторая

проблема связана с используемыми валютами, поскольку среднее квадратическое отклонение обычно рассчитывается в местной валюте.

Третий подход сочетает в себе предыдущие два, где для расчета премии за страновой риск используется дефолтный спред и волатильность рынка акционерного капитала. Расчет изображен в табл.1. Подход основывается на утверждении того, что инвесторы скорее всего будут делать выбор между государственными облигациями страны инвестирования и ее рынком акционерного капитала. Существует две потенциальные проблемы использования этого подхода: 1) среднее квадратическое отклонение является волатильным показателем, 2) расчет относительной волатильности требует не только существования рынка облигаций, а и активной торговой деятельности на нем.

Ни один из подходов не является универсальным, но на практике отдают предпочтение именно первому за доступность информации и легкость в расчетах. При оценке важно учитывать каждую деталь, но раздувание ставки дисконтирования приведет к искусственному занижению справедливой стоимости компании.

2.2. Статистика премии за страновой риск за разными подходами

Разница в премии за страновой риск в развитых странах и в развивающихся может достигать несколько десятков процентных пунктов (например, в Венесуэле CRP составляет 21,9%, а Австралии – 0,0%). Международное рейтинговое агентство Moody's (по состоянию на июль 2020 года) оценило кредитный рейтинг Германии и США на уровне «Ааа», что означает минимальный кредитный риск т.е. размер кредитного спреда и дефолтного свопа будут равны нулю (табл. 3). Доходность по долгосрочным государственным облигациям этих стран представляет собой номинальную безрисковую процентную ставку, которая включает реальную безрисковую доходность и премию за инфляцию. Ряд стран имеют наивысший кредитный рейтинг (например, Дания, Норвегия, Нидерланды, Швейцария, Швеция), но в геополитическом и макроэкономическом плане не имеют существенного влияния на рынок акционерного капитала. Доходность по государственным облигациям таких стран можно использовать как безрисковую процентную ставку только для оценки стоимости местных компаний, акции которых не котируются на мировых биржах. В остальных случаях их использование приведет к смещению в оценке.

Таблица 3.

Значения премии за страновой риск разными методами

Страна	Кредитный рейтинг за Moody's	CRP через рейтинговый спред		CRP через спред на основании кредитных дефолтных свопов	
		без учета волатильности	с учетом волатильности*	без учета волатильности	с учетом волатильности*
Бразилия	Ba2	3,53%	4,41%	2,75%	3,44%
Китай	A1	0,83%	1,03%	0,54%	0,68%
Дания	Aaa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Германия	Aaa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Греция	B1	5,28%	6,61%	1,67%	2,09%
Индия	Baa3	2,58%	3,23%	1,43%	1,79%
Япония	A1	0,83%	1,03%	0,03%	0,04%
Польша	A2	1,00%	1,25%	0,64%	0,80%
Саудовская Аравия	A1	0,83%	1,03%	1,08%	1,35%
Испания	Baa1	1,87%	2,35%	0,79%	0,99%
Украина	B3	7,63%	9,56%	5,39%	6,75%
Соединенные Штаты Америки	Aaa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Венесуэла	C	17,50%	21,91%	NA	NA

*относительное среднеквадратическое отклонение в годовом исчислении составляет 1,25

Источник: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

3. Пути включения премии за страновой риск в CAPM

В модели дисконтирования денежных потоков (*discount cash flow, DCF*) средневзвешенная стоимость капитала является прямым отражением его рискованности. Страновые риски должны компенсироваться владельцам акционерного капитала, поскольку их доходность зависит от роста доходности компании. Поэтому премию за страновой риск добавляем к требуемой норме доходности акционерного капитала [Sabal 2008, с. 55], которая определяется по модели капитальной стоимости активов (*capital asset pricing model, CAPM*).

Инкорпорировать CRP в модель CAPM можно двумя способами:

1. Первый способ предполагает, что каждая компания в равной степени подвержена рискам принимающей страны. Этот подход широко используется, однако не учитывается различие между крупной компанией-экспортером и небольшим местным бизнесом. Поэтому CRP добавляем к ожидаемому доходу зрелого рынка, где CAPM будет выглядеть как:

$$E(R_x) = R_f + \beta_x [E(R_m) - R_f] + CRP \quad (6)$$

где

$E(R_x)$ – необходимая норма доходности для x-рынка;

R_f – безрисковая процентная ставка;

β_x – бета-коэффициент (уровень систематического риска);

$E(R_m)$ – ожидаемая рыночная доходность;

$[E(R_m) - R_f]$ – премия за рыночный риск.

2. Второй способ предполагает, что компания подвержена рискам принимающей страны в той же степени, как всем другим рыночным рискам:

$$E(R_x) = R_f + \beta_x [E(R_m) - R_f + CRP] \quad (7)$$

Деление на способы достаточно условно, ведь все базируется на личных допущениях аналитика и уровня толерантности к риску инвестора. Если последний видит приемлемой спокойную стратегию управления портфелем, то выберет более консервативный второй способ, и наоборот.

4. Ошибки при коррекции ставки дисконтирования на размер премии за становой риск

Типичной ошибкой в оценке стоимости акционерного капитала является использование различных валют. Согласно теории корпоративных финансов, валюта прогнозируемых денежных потоков должна всегда соответствовать валюте ставки дисконтирования. Для развивающихся рынков входными данными при расчете процентной ставки являются показатели развитых рынков, которые в подавляющем большинстве случаев деноминированы в долларах США. Денежные потоки оцениваемой компании рассчитываются на основе финансовой отчетности, которая сформирована в национальной валюте. Таким образом, аналитики приводят будущие денежные потоки к настоящей стоимости по ставке, приемлемой совсем для другой валютной среды. Поэтому теряется смысл самого процесса дисконтирования, поскольку концепция стоимости денег во времени в данном случае неправильно интерпретирована и использована.

Существует несколько способов избежать проблемы использования различных валют. Первый – привести денежные потоки и процентную ставку к валюте либо объекта инвестирования, либо иностранного инвестора. Если осуществлять расчет в национальной денежной единице, то полученный результат необходимо

конвертировать в валюту инвестора по обменному курсу спот; если же производить расчет сразу в денежной единице инвестора – необходимо конвертировать все элементы расчета по форвардному обменному курсу, а потом рассчитать конечную стоимость. Второй способ – использовать эффект Фишера и скорректировать стоимость капитала на размер инфляции в стране, где находится объект инвестирования, и страны инвестора [Harrington 2019, с. 4].

Еще одним способом искусственного увеличения требуемой нормы доходности собственного капитала является неправильный выбор безрисковой ставки. Доходность государственных долгосрочных облигаций оцениваемой страны принимают за безрисковую, а потом еще добавляют премию за страновой риск. Таким образом происходит дублирование дефолтного спреда и, в результате, занижение прогнозного значения прогнозируемых денежных потоков.

Вызывает сомнение практика одновременного использования в ставке дисконтирования премии за валютный риск и премии за страновой риск. Колебания обменного курса уже учтены в оценках рейтинговых агентств и относятся к макроэкономическим рискам, поэтому нужно избегать дублирования рисков.

5. Критика методов определения премии за страновой риск

Разработанные подходы к определению премии за страновой риск пользуются популярностью среди практиков, но неоднократно подвергались критике академическим сообществом. Во-первых, для установления связи между дефолтным спредом и премией за страновой риск используют отношение волатильности рынка акционерного капитала и рынка долговых ценных бумаг. Однако, нет четких правил для измерения волатильности: это может быть как дисперсия, так и среднеквадратическое отклонение [Kruschwitz 2012, с. 80]. Вариативность выбора статистического показателя в формуле (5) будет иметь мультипликативный эффект на коэффициент дисконтирования денежных потоков и, соответственно, оценочное значение стоимости компании.

Во-вторых, нет дифференциации степени активности иностранного инвестора на рассматриваемых рынках. Если иностранная компания рассматривает единичную сделку купли национального объекта хозяйствования, то страновой риск будет меньше влиять на такого инвестора. В противном случае значительное количество процессов международного слияния и поглощения аккумулирует больше специфических рисков развивающихся рынков благодаря широкой географии инвестиционной деятельности.

В-третьих, нивелируется растущая причинно-следственная связь между странами, где колебания на национальном рынке акционерного капитала является частичным отражением систематического риска на международной арене. Поскольку систематический риск уже представлен в необходимой норме доходности в качестве бета-коэффициента, премия за страновой риск через относительное среднеквадратическое отклонение частично дублирует рыночный риск. Можно утверждать, что бета-коэффициент учитывает львиную долю рисков. Риски, которые остались, компания способна диверсифицировать.

Добавлять или нет CRP в модель CAPM зависит от уровня консервативности аналитика. Но следует учитывать, что международные кризисы и нестабильная ситуация на развитых рынках будут иметь прямое влияние на развивающиеся экономики, в то время как локальные риски в большинстве случаев ограничиваются границами одной страны. Поэтому, если оцениваемая компания работает в условиях развивающегося рынка, а потенциальным инвестором является иностранный контрагент, будет уместно учесть премию за страновой риск при нахождении необходимой нормы доходности акционерного капитала.

Выводы

Инвестиционные возможности развивающихся рынков принесли инвесторам вместе с дополнительной доходностью растущие специфические риски. Бизнес-среда, в которой работает компания, имеет не меньшее влияния на формирование денежных потоков, чем сама операционная деятельность. Для учета этих факторов при оценке справедливой стоимости бизнеса рассчитывают премию за страновой риск.

Кредитный спред по долговым ценным бумагам является базовым значением при расчете рисков страны инвестирования: чем больше разница между безрисковой процентной ставкой и доходностью государственных облигаций, тем большей компенсации требует инвестор. Среди методов расчета премии за страновой риск популярностью пользуется рейтинговый подход с коррекцией дефолтного спреда на уровень волатильности рынка акционерного капитала.

Оценка стоимости компании за DCF подходом напрямую зависит от размера ставки дисконтирования, поэтому премия за страновой риск инкорпорируется в необходимую норму доходности. При этом допускаются ряд ошибок в несоответствии валюты прогнозирования денежных потоков и самой процентной ставки. К тому же,

слабый анализ источников странового риска приводит к дублированию его элементов в ходе оценки.

Методы определения премии за страновой риск не единожды поддавались критике со стороны практиков и теоретиков, но на сегодня более аргументированные целостные подходы не представлены.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Jaime Sabal. A Practical Approach for Quantifying Country Risk Journal of Globalization, Competitiveness & Governability / Revista de Globalización, Competitividad y Gobernabilidad / Revista de Globalização, Competitividade e Governabilidade, vol. 2, núm. 3, 2008, pp. 50-63
2. Aronovich, Selmo. (1999). Country Risk Premium: Theoretical Determinants and Empirical Evidence for Latin American Countries. Revista Brasileira de Economia. 53. 463-498. <https://doi.org/10.1590/S0034-71401999000400003>
3. Damodaran online/ Available at <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
4. Damodaran, Aswath, Country Risk: Determinants, Measures and Implications – The 2020 Edition (July 14, 2020). NYU Stern School of Business. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3653512>
5. Damodaran, Aswath. (2008). What is the Riskfree Rate? A Search for the Basic Building Block. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1317436>
6. Estrada, Javier. The Cost of Equity in Emerging Markets: A Downside Risk Approach. IESE. August 2000. <https://doi.org/10.2139/ssrn.249579>
7. Jay Wachowicz (2012). International Cost of Equity: The Science Behind the Art. Available at <https://www.stout.com/it-it/insights/article/international-cost-equity-science-behind-art>
8. Kruschwitz, Lutz & Löffler, Andreas & Mandl, Gerwald. (2012). Damodaran's Country Risk Premium: A Serious Critique. Business Valuation Review. 31. 75-84. <https://doi.org/10.5791/11-00017.1>
9. Naumoski, Aleksandar. (2012). Estimating the country risk premium in emerging markets: the case of the Republic of Macedonia. Financial Theory and Practice. 36. 413-434. <https://doi.org/10.3326/fintp.36.4.5>
10. James P. Harrington. Summary of the June 21, 2019 presentation entitled “International Cost of Capital; Understanding and Quantifying Country Risk” at the CBV Institute 2019 National Business Valuation Congress.