

УДК 336.131

И.В. Розмаинский, А.В. Ложникова, Д.М. Хлопцов

ПРЕМИЯ ЗА РИСК ОТМЕНЯЕТ АМОРТИЗАЦИЮ И УМНОЖАЕТ ЦЕНЫ

Именно из-за существования оборудования
с длительным сроком службы
в области экономики будущее связано с настоящим.

Дж. М. Кейнс

Прогресс в практике хозяйствования
неотделим от прогресса экономической теории.

Академик РАН Н.Я. Петраков

В статье проводится экономико-теоретический анализ методических основ перехода на систему долгосрочного тарифообразования в экономике России. Выявляются проблемы выдавливания из себестоимости услуг в энергетике и водоснабжении РФ амортизации основных средств и, наоборот, появления в стоимости услуг нового элемента премии за риск. Выдвинута гипотеза о том, что в экономике российских регулируемых организаций происходит замещение явных бухгалтерских издержек неявными альтернативными издержками.

Ключевые слова: риск, амортизация основных средств, ценообразование, регулируемые организации, обновление, инвестиционная близорукость.

Феномен высоких отечественных цен на весьма длинный ряд продуктов, услуг и активов (относительно зарубежных аналогов, уровня российских зарплат и пр.) давно привлекает к себе пристальное общественное внимание. Несмотря на то, что генерирующие этот сравнительно высокий уровень цен российские корпорации прочно вошли в различные мировые рейтинги (по размеру EBITDA, чистой прибыли, уровню продаж и доле рынка, объемам разведанных запасов полезных ископаемых), целый ряд хронических экономических «болезней» присущ даже им. В первую очередь назовем в этом ряду критически высокий износ основных фондов. Недавно на страницах журнала «Эксперт» авторы пытались разобраться с проблемой, почему, несмотря на значительные инвестиционные вливания, осуществляемые при прямой или косвенной поддержке государства, сколько-нибудь заметного уменьшения уровня физического износа основного капитала крупнейших хозяйствующих субъектов в российской экономике не наблюдается, что фиксируется даже официальными данными Росстата. В качестве одного из ключевых факторов подобной неблагоприятной ситуации была совершенно справедливо названа высокая стоимость капитала [1].

Как известно, в классической модели цен активов (CAPM, Capital Asset Pricing Model) фундаментальной основой цены финансового актива является премия за риск. Чем больше доходность актива коррелирует с изменениями на фондовом рынке, тем с большим уровнем риска и, напротив, меньшими вложениями сопряжена покупка актива. Разница цен рискового и безрисково-

го активов тем больше, чем более рискованным является доход (отдача) от использования данного актива. Каким-то причудливым образом данное правило ценообразования активов на финансовых рынках «перекочевало» в процессы ценообразования услуг нефинансового сектора современной российской экономики. При этом речь идет не об отраслях, результаты работы которых традиционно характеризуются высокими рисками (такие как сельское хозяйство, зависящее от погодных условий; геолого-разведочные работы или инновационный сегмент с немалой вероятностью отрицательного результата; экспортно-ориентированный сектор, зависимый от колебаний уровня мировых цен: нефтегазовый, металлургический и др.).

Прежде всего, премии за риск мы можем наблюдать сегодня в методиках ценообразования регулируемых организаций, т.е. хозяйствующих субъектов с гарантированным сбытом, опирающихся на емкий внутренний рынок и не просто стабильные, а систематически растущие при поддержке Правительства РФ тарифы. Появление премии за риск в составе стоимости услуг обратило на себя внимание в первую очередь с внедрением в российской экономике RAB-регулируемая база капитала (от Regulatory Asset Base – регулируемая база капитала, или метод доходности инвестированного капитала), суть которого заключается в обеспечении через структуру долгосрочного RAB-тарифа возврата инвестированного капитала и получения дохода на него.

Итак, почти в точном соответствии с вышеназванной моделью CAPM можно увидеть в процессах образования цен на нефинансовых рынках России выполнение следующих закономерностей. Чем больше становится физический износ основных производственных фондов (согласно официальной статистике, он достигает в среднем 60–80%, а для машин и оборудования – еще выше) и, соответственно, ниже его остаточная стоимость, тем выше оцениваются риски (состояния основного капитала, технические, экологические и др.) и они формируют в результате ощутимую «рисковую» составляющую в тарифе услуги. Рост тарифов естественных монополий «съедает» источники самофинансирования российских предприятий (прибыль и амортизацию), годность основных производственных фондов продолжает снижаться (в том числе и в самих естественных монополиях), риски возрастают дальше... В отечественных СМИ вокруг продукции и услуг широкого потребления периодически происходит обсуждение «рисковых» составляющих их цен, например компенсации риска невылета, закладываемой в цену билета российских авиалиний.

Развивая второй эпиграф к настоящей статье, вынуждены заметить, что современная отечественная экономическая наука слабо интересуется сложившимися тенденциями хозяйственной практики и вопросами методологии измерения рисков в ценообразовании нефинансового сектора экономики на различных временных интервалах почти не занимается. (Также в финансовом секторе представители государственного и частного секторов национальной экономики целиком и полностью полагаются на зарубежные рейтинговые оценки.) Поисковый запрос на ключевые слова «риск-ориентированные стратегии ценообразования» в профессиональной исследовательской системе «E-library» не выдал ни одного (!) результата, а запрос «риск-ориентированный подход к ценообразованию» увязал эту, буквально на гла-

зах обретающую признаки фундаментальности, экономическую проблематику исключительно с вопросами банковского кредитования.

А экономическая жизнь, к сожалению, без опоры на экономическую теорию идет своим чередом. В Постановлении Правительства РФ от 29.12.2011 № 1178 (ред. от 07.03.2014) «О ценообразовании в области регулируемых цен (тарифов) в электроэнергетике» (утв. вместе с «Основами ценообразования в области регулируемых цен (тарифов) в электроэнергетике», «Правилами государственного регулирования (пересмотра, применения) цен (тарифов) в электроэнергетике») применяются следующие определения:

– «операционные расходы» – расходы, связанные с производством и реализацией продукции (услуг) по регулируемым видам деятельности, **за исключением амортизации основных средств** (выделено авторами статьи), расходов на обслуживание заемных средств, расходов, связанных с арендой имущества, используемого для осуществления регулируемой деятельности, и расходов по оплате услуг, оказываемых организациями, осуществляющими регулируемую деятельность, а также налогов и сборов, предусмотренных законодательством Российской Федерации о налогах и сборах;

– «подконтрольные расходы» – расходы, связанные с производством и реализацией продукции (услуг) по регулируемым видам деятельности, **за исключением** расходов на финансирование капитальных вложений, **расходов на амортизацию основных средств** (выделено авторами статьи) и нематериальных активов, расходов на возврат и обслуживание заемных средств, в том числе направленных на финансирование капитальных вложений, расходов, связанных с арендой имущества, используемого для осуществления регулируемой деятельности, лизинговых платежей, расходов на оплату услуг (продукции), оказываемых организациями, осуществляющими регулируемую деятельность, а также налогов и сборов, предусмотренных законодательством Российской Федерации о налогах и сборах, расходов на оплату нормативных технологических потерь в сетях.

В другом официальном документе – «Методических указаниях по регулированию тарифов с применением метода доходности инвестированного капитала», утвержденных Приказом ФСТ России от 30.03.2012 № 228-э в ред. от 13.06.2013 г. (далее – «Методические указания...»), возврат инвестированного капитала (ВКР) как второй элемент в регулируемом энергетическом тарифе рассчитывается согласно п. 29 по следующей формуле:

$$ВКР = \frac{РИК}{СВК \times (1 - ИИК)}, \quad (1)$$

РИК – размер инвестированного капитала, установленный на начало первого долгосрочного периода регулирования в соответствии с правилами определения стоимости активов и размера инвестированного капитала и ведения их учета. Согласно п. 51 «Методических указаний...» размер инвестированного капитала регулируемой организации определяется при первом применении метода доходности инвестированного капитала на начало первого долгосрочного периода регулирования как стоимость капитала, инвестированного и

использованного для создания активов, применяемых для осуществления регулируемой деятельности **с учетом независимой оценки стоимости замещения, а также физического, морального и внешнего износа таких активов** (выделено авторами);

ИИК – физический износ инвестированного капитала, установленный на начало первого долгосрочного периода регулирования в соответствии с правилами определения стоимости активов и размера инвестированного капитала и ведения их учета;

СВК – срок возврата инвестированного капитала.

Таким образом, несложные математические расчеты позволяют сделать следующие выводы о возможных результатах применения в хозяйственной практике формулы (1):

1. Чем меньше знаменатель формулы, тем выше при прочих равных условиях будет абсолютное значение элемента энергетического тарифа «возврат на капитал».

2. Знаменатель формулы «срок возврата инвестированного капитала» будет тем меньше, чем выше (!) будет относительное значение физического износа инвестированного капитала.

3. Итак, чем больше показатель физического износа инвестированного в российскую энергетику капитала, тем выше будет показатель «возврат на капитал» и, как результат, сумма энергетического тарифа.

Выше был выделен текст о том, что в так называемые подконтрольные, операционные расходы не включается амортизация основных средств. Амортизация упоминается в тексте ключевого документа о доходности инвестированного капитала лишь однажды, исключительно в контексте налогового учета, в п. 20 «Методических указаний...» о расчете величины налога на прибыль, включаемой в состав неподконтрольных расходов на год i очередного периода регулирования:

$$НП_i = Cm_i^{НП} * (BK_i + ДК_i + \Delta HBB_i^{сг} + Kopp_{дох}^{вод} + \Delta HBB_{i-1,i-2}^{кopp} - Am_i - Kp_i) / (1 - Cm_i^{НП}), \quad (2)$$

где $Cm_i^{НП}$ – ставка налога на прибыль, установленная на год i ; $\Delta HBB_{i-1,i-2}^{кopp}$ – компенсация выпадающих/излишне полученных доходов регулируемой организации за предшествующие годы, возникающих в результате отличия фактических значений параметров регулирования от установленных при утверждении тарифов; Am_i – планируемая к учету в целях налогообложения в соответствии с РСБУ величина амортизационных отчислений на год i ; Kp_i – планируемые на год i выплаты стоимости (процентов) заемных средств, привлеченных для осуществления регулируемой деятельности, рассчитываемые как произведение величины займа на конец $i-1$ года и средневзвешенной процентной ставки по кредитам и займам.

Таким образом, можно сделать следующий вывод. С одной стороны, в ценообразовании российских регулируемых организаций осуществляется переход на долгосрочные тарифы с инвестиционной составляющей. С другой

же стороны, сама инвестиционная составляющая нового тарифа на энергию и воду формируется самым парадоксальным образом в научном смысле – без участия амортизации основных средств. Традиционный источник воспроизводства основных фондов – амортизация – оказался практически замещенным неопределенной с точки зрения экономической сущности категорией амортизации капитала. Таким образом, происходит полное игнорирование роли и традиционных функций амортизации основных средств, видимо, по причине того, что классический механизм амортизации согласно канонам экономической теории не предполагает добавления к сумме инвестиций субъективно оцененного гарантированного дохода инвестору.

Как известно любому студенту экономического факультета отечественного вуза, наряду с налоговой концепцией амортизации основных средств (использование инструмента амортизации для снижения налогооблагаемой прибыли), в мировой хозяйственной практике активно реализуется и другая концепция амортизации – экономическая. И здесь речь идет об использовании экономически обоснованных в данных условиях воспроизводства норм амортизации, учитывающих не только физический, но и моральный износ основных средств и способствующих формированию адекватных целям текущей экономической политики амортизационных фондов компаний. К примеру, в динамично развивающейся китайской экономике активно используется так называемая агрессивная амортизационная политика. В экономической истории описываются зарубежные практики массового сброса (скрапирования) технологически устаревающего оборудования.

Все сказанное чрезвычайно актуально для современной российской экономики. Согласно данным Счетной палаты Российской Федерации, в 2010 г. износ основных фондов российской промышленности достигал 80% и всего лишь 9,6% производственных мощностей имели возраст до 5 лет [2].

В научных публикациях по тематике оценки рисков в отраслях и сферах, в таких как АПК, металлургия, нефтегазовый комплекс, угольная отрасль, одним из распространенных тезисов является следующий: в России большую роль приобретают технические риски, связанные с износом основных фондов... [3–7]. В качестве убедительной иллюстрации масштаба и глубины проблемы процитируем Ю.В. Эльриха: «Говоря о конкретном предприятии электроэнергетической отрасли, стоит напомнить, что проблемы одного предприятия могут стать проблемой отрасли в целом. Если... говорить только о состоянии энерго мощностей, этого уже будет достаточно, чтобы дать высокую оценку эксплуатационного риска, являющегося одним из ключевых для компаний отрасли... Высокая степень изношенности оборудования приводит к снижению как эффективности, так и надежности работы оборудования. Одними из причин роста аварийности оборудования электроэнергетики РФ являются значительный износ технологического оборудования, недостаточный уровень контроля и диагностики оборудования, несвоевременное принятие мер по устранению дефектов оборудования, низкое качество подготовки и проведения ремонтных работ и приема оборудования из ремонта» [8].

Поиск актуальных источников информации на ключевые слова «способы минимизации технических рисков» предложил в «e-library» скромнейший

результат из 8 источников, в том числе 3 патента РФ за почти 20-летний период (с 1997 по 2013 г.) (табл. 1).

Таблица

Название публикации	Источник
Техническое регулирование в Таможенном Союзе: новые возможности и перспективы, риски и способы их минимизации	Окрепилов В.В. // Экономическое возрождение России. 2013. № 3 (37). С. 9–11
Пожарная безопасность в жилом секторе: проблемы и пути их решения	Ильин А.Н. // Проблемы анализа риска. 2011. Т. 8, № 3
Кластерный статистический анализ рынков	Якимкин В.Н. // Проблемы анализа риска. 2011. Т. 8, №3; Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2008. № 7
Система минимизации рисков	Лучников П.К. // Патент на изобретение РФ, 2009
Социальные и технические проблемы анализа риска: американский опыт	Варнер Н. // Проблемы анализа риска. 2005. Т. 2, № 3
Способ и устройство доступа к ресурсам компьютера через брандмауэр	Яде П., Мор В.С., Рао А.М., Уолтерс Г.Р. // Патент на изобретение РФ. 1997
Защита от использования уязвимости программного обеспечения	Томпсон Р.Д., Мошер Г.Э. // Патент на изобретение РФ, 2007
К вопросу об управлении проектами разработки и внедрения информационных систем электронной коммерции. Проблемы и решения	Мельник И.О. // Обзорение прикладной и промышленной математики. 2007

В качестве наиболее широко используемого индекса социального риска в отношении эксплуатации сложных технических систем зачастую рассматривают... математическое ожидание числа погибших. К сожалению, даже после катастрофы на Саяно-Шушенской ГЭС в 2009 г. наиболее актуальными стали не вопросы своевременности ремонтных работ и обновления оборудования, а обязательное страхование особо опасных объектов и рисков в экономике в рамках модной концепции риск-менеджмента.

Видимо, именно подобная мода в России диктует изменения в методиках ценообразования в связи с переходом регулируемых организаций на долгосрочные тарифы с инвестиционной составляющей. Мы выдвигаем гипотезу о том, что в данном секторе отечественной экономики на коротких горизонтах действия конкретных уровней тарифов (ежегодно утверждаемых Правительством РФ для промышленности и населения) под благовидным предлогом перехода на долгосрочное тарифообразование происходит замещение явных бухгалтерских издержек как элементов тарифа неявными альтернативными издержками с целью общего увеличения тарифа и доходов, прибыли компаний. Явные бухгалтерские издержки, прозрачные с точки зрения начисления, прежде всего амортизация основных средств, замещаются неявными и совсем непрозрачными, субъективно оцениваемыми в форме премий за те или иные виды рисков.

Вновь обращаемся к тексту уже цитировавшихся выше «Методических указаний по регулированию тарифов с применением метода доходности инвестированного капитала». Необходимая валовая выручка, определяемая при установлении тарифов на очередной долгосрочный период регулирования, рассчитывается по формуле

$$HBB_i^D = P_i + BK_i + DK_i + \Delta ЭОР_i + \Delta ЭП_i + \text{Дельта}HBB_i^{cz} \quad (3)$$

где i – номер расчетного года периода регулирования, $i = 1, 2, 3 \dots$; HBB_i^D – необходимая валовая выручка, определяемая при установлении долгосрочных тарифов на год i ; P_i – расходы, связанные с производством и реализацией продукции (услуг) по регулируемым видам деятельности; BK_i – возврат инвестированного капитала, определяемый на год i ; DK_i – доход на инвестированный капитал, определяемый на год i ; $\Delta ЭОР_i$ – экономия операционных расходов, учитываемая на год i ; $\Delta ЭП_i$ – экономия от снижения технологических потерь, учитываемая в необходимой валовой выручке на год i очередного долгосрочного периода регулирования; $\text{Дельта}HBB_i^{cz}$ – величина изменения необходимой валовой выручки, определяемого на год i .

При этом согласно п. 47 «Методических указаний...» норма доходности капитала, инвестированного после начала первого периода регулирования, рассчитывается по формуле

$$\text{НД} = \text{ДЗК} \times \text{СЗК} + \text{ДСК} \times \text{ССК}, \quad (4)$$

где НД – норма доходности; ДЗК – доля заемного капитала в структуре инвестированного капитала; СЗК – стоимость заемного капитала; ДСК – доля собственного капитала в структуре инвестированного капитала; ССК – стоимость собственного капитала.

Стоимость заемного капитала определяется исходя из усредненной стоимости облигационных займов, размещенных регулируемыми организациями. В то же время стоимость собственного капитала рассчитывается как сумма величины средней доходности долгосрочных государственных обязательств, выраженных в рублях, со сроком до погашения не менее восьми и не более десяти лет за год, предшествующий установлению нормы доходности, **и величины премии за риск инвестирования в собственный капитал регулируемой организации, определяемой с учетом премии за риск инвестирования в акции на основании данных международных оценочных организаций и статистической оценки степени риска инвестирования в собственный капитал организации на основании данных торгов рынка ценных бумаг** (выделено авторами).

Аналогичные подходы в процессе ценообразования можно увидеть и в других сферах деятельности российских регулируемых организаций.

В разделе по методу доходности инвестированного капитала «Основ ценообразования в сфере водоснабжения и водоотведения» (от 13 мая 2013 г.) следует констатировать некоторое развитие подходов электроэнергетики: согласно п. 6 «Правил расчета нормы доходности инвестированного капитала в сфере водоснабжения и водоотведения» норма доходности инвестированного капитала рассчитывается в том числе с учетом региональной премии за риск. Здесь под премией за риск инвестирования

понимается разница между нормой доходности инвестированного капитала и доходностью долгосрочных государственных обязательств.

И в п. 67 «Методических указаний по расчету регулируемых цен (тарифов) в сфере теплоснабжения» (Приложение к приказу Федеральной службы по тарифам от 13 июня 2013 г. № 760-э) определяется понятие «премия за риск инвестирования в долговые обязательства регулируемых организаций», устанавливаемая органом регулирования. При этом в документе утверждается, что в первом долгосрочном периоде регулирования значение премии за кредитный риск не может быть ниже 3%.

Итак, «длинные» ресурсы, предназначенные для инвестирования в обновление изношенных производственных мощностей регулируемых компаний, мобилизуются за счет значительного повышения тарифов на услуги для предприятий и населения, ежегодно утверждаемого Правительством РФ. Кстати, это даже дает небезосновательный повод некоторым продвинутым в сфере экономики и юриспруденции клиентам для высказывания претензий на долю в собственности этих компаний. Но прежде чем инвестировать эти, по своему происхождению «клиентские», ресурсы, топ-менеджеры придирчиво (?) оценивают риск инвестирования в собственный (!) капитал регулируемых компаний, имеющих практически гарантированный сбыт. Причем используют для этих целей самую что ни на есть спекулятивную основу – риск инвестирования в ценные бумаги на основании данных международных оценочных организаций.

Общеизвестно, что согласно стандартной методике страновой меры систематического риска по глобальному рынку среди группы развивающихся стран (Аргентина, Бразилия, Венгрия, Индия, Китай, Мексика, Польша, Турция и Россия) именно наша страна зачастую получает максимальную оценку уровня требуемой доходности, где-то 20% и более, при минимальном значении 8% у Аргентины и Индии [9]. На развивающихся рынках принято говорить о появлении «специфических» рисков и факторов, оказывающих влияние на инвестиции, по сравнению с развитыми странами. К ним принято относить следующие: активность конкурентов, изменение потребительских предпочтений, изменение в структуре издержек, технологические инновации, потерю выгодных контрактов, судебные иски, забастовки персонала, налоговые претензии. К макроэкономическим страновым факторам, способствующим возникновению дополнительного риска, принято относить: инфляцию, девальвацию национальной валюты, изменение процентных ставок, военные конфликты, политическую нестабильность, национализацию. Проанализировав весь спектр описанных рисков применительно к России, можно с уверенностью сказать, что они не в большей степени проявляются у нас, чем в других странах. В таком случае возникает вопрос: почему оценка рисков и, соответственно, требуемая доходность для российских вложений в экономику находятся на уровне максимальных значений?

Но вернемся к методическим положениям формирования инвестиционной составляющей тарифа. В условиях широкомасштабного перехода на методику доходности инвестированного капитала задача разработки качественного инструментария для ведения учета регуляторной базы, пожалуй, одна из самых актуальных на сегодняшний день. Если за рубежом переход к методи-

ке доходности инвестированного капитала (РАВ-регулирование) осуществляется на основе текущей (балансовой) стоимости активов, то в РФ в соответствии с методологией расчета долгосрочных тарифов доходность начисляется на оценочную величину. Как известно, распространенные в хозяйственной практике России и за рубежом методики проведения оценки стоимости (имущества, собственного капитала, бизнеса) на основе доходного метода подразумевают использование ставки капитализации методом кумулятивного построения с учетом длинного списка рисков (практический пример расчета этой ставки оценочной компанией г. Томска приведен в табл. 2).

Таблица 2

Наименование показателя	Значение, %
Безрисковая ставка	8,25
Управленческий риск	4
Финансовые риски	4
Риски, связанные с диверсификацией	4
Риск за ликвидность предприятия	3
Размер компании	3
Уровень и прогнозируемость прибылей	5
Суммарная ставка капитализации	31,25

Итак, считаем необходимым подвергнуть критике излишне широкий диапазон для выбора конкретного значения и высокий субъективизм специалиста в области оценки собственности при расчете суммарной ставки капитализации. Стоимость собственного капитала предприятия методом капитализации прибыли определяется как отношение чистой прибыли за период к ставке капитализации. Таким образом, чем выше будет значение ставки капитализации (а все теоретические в кавычках основания для этого есть), тем ниже будет значение собственного капитала компании и, следовательно, автоматически выше будет оцениваться значение премии за риск привлечения капитала для развития компании.

Обобщая вышеизложенные проблемы, заметим, что в России имеет место искусственное завышение стоимости привлечения краткосрочного капитала. Оно происходит при включении в издержки финансовых организаций не только явных издержек в полном объеме, но и альтернативных издержек на основе относительно завышенной оценки рисков и упущенных возможностей на коротких горизонтах планирования. Альтернативные издержки в форме премий за риск не просто учитываются при формировании цен и тарифов на продукцию и услуги, но учитываются многократно: согласно стандартным методикам расчета стоимости капитала в финансовом секторе и согласно инновационным в кавычках методикам в нефинансовом секторе. В результате в США, например, при безрисковой доходности 5% премия за риск инвестирования в конкретный проект ожидается в размере 3,5%, что формирует в итоге требуемую доходность по проекту на уровне не ниже 8,5%. Для сравнения приведем выдержку из официального документа Федеральной службы по тарифам РФ «Методические указания по регулированию тарифов организаций, оказывающих услуги по передаче тепловой энергии, с применением метода доходности инвестированного капитала»: «Величина ПРЭ, премии за риск инвестирования в собственный капитал организаций, осуществляющих

деятельность по передаче тепловой энергии, устанавливаемая Федеральной службой по тарифам по согласованию с Министерством экономического развития РФ, **не может быть менее 5 процентов**» (выделено авторами).

Следовательно, в практике ценообразования российских регулируемых организаций можно говорить о прямом применении следующего классического тезиса раздела микроэкономики «Взаимосвязь прибыли и риска»: «Каждый из вкладчиков капитала стоит перед выбором: либо высокая прибыль от рискованных операций (с опасностью потерять не только прибыль, но и вложенный капитал), либо низкая прибыль от безрисковых операций» [10. С. 401].

Но возможно ли подобное механическое перенесение подходов к оценке рисков со спекулятивных инвестиционных операций фондового рынка на экономику долгосрочного инвестирования в обновление основного капитала регулируемых организаций в нефинансовом секторе? В поисках научной истины по вопросам формирования доходов фирмы в долгосрочном периоде обратимся к трудам по экономической теории. В частности, разграничение между краткосрочным и долгосрочным предложением и спросом было введено выдающимся ученым А. Маршаллом. Оно гласит: если в краткосрочном периоде большую роль в определении спроса будут играть колебания спроса, то в долгосрочном, напротив, издержки производства и предложение будут оказывать большее влияние на формирование рыночных цен. При этом чрезвычайно важным является соображение о том, что в долгосрочном периоде текущие издержки фирмы, формирующие цену, не являются постоянной величиной, а в результате активной инвестиционной политики в технологическое обновление производства, НИОКР и др. имеют тенденцию к своему снижению, что в результате вызывает снижение общего уровня цен.

В доминирующей на сегодня неоклассической теории обычно предполагается, что каждый агент ценит настоящее время больше, чем будущее, что выражается в положительной норме временных предпочтений. Однако при этом экономические события (потоки денег, товаров, ресурсов, активов) будущего времени все-таки имеют для него ценность. Обе эти предпосылки воплощаются в принципе, согласно которому агент дисконтирует будущие переменные по положительной и постоянной ставке (норме) дисконта. Таким образом, при принятии решений он полностью учитывает будущие события. Однако – вопреки неоклассическому подходу – возможны ситуации, при которых определенная часть таких событий не будет приниматься во внимание. И тогда оценка будущего времени может оказаться заниженной, причем, в частности в самом крайнем варианте она может проявляться в полном исключении из рассмотрения будущих событий (или их дисконтировании по бесконечной ставке дисконта), начиная с некоего порогового момента времени. Такой «крайний вариант» принято называть *инвестиционной близорукостью*. Этот феномен состоит в исключении из рассмотрения будущих переменных, начиная с некоторого порогового момента [11]. На практике инвестиционная близорукость проявляется в предпочтении краткосрочных активов долгосрочным, или, точнее говоря, в большом и (или) растущем спросе на активы с коротким периодом окупаемости, сопровождающемся падением интереса (и (или) его низким уровнем) к активам с длительным периодом

окупаемости. В частности, при инвестиционной близорукости агенты предъявляют спрос на «суррогатные средства накопления», т.е. такие активы, которые хорошо выполняют функцию средства сохранения ценности, но не являются средством обращения и обладают нулевой (или крайне незначительной) эластичностью производства [12]. К таким «средствам накопления» относятся старый фонд недвижимости, антиквариат, предметы коллекционирования, драгоценные металлы, зарубежные финансовые активы. Естественно, не все закупки «суррогатных средств накопления» являются следствием инвестиционной близорукости, но, как мы полагаем, многие из них. К сожалению, неquantифицируемый характер инвестиционной близорукости затрудняет строгое эмпирическое подтверждение данного тезиса.

Если рассматривать экономическую динамику постсоветской России, то можно высказать гипотезу о том, что инвестиционная близорукость проявлялась, по-видимому, прежде всего в широкомасштабном бегстве капитала из страны. По самым скромным оценкам, за 1990-е гг. из России было вывезено – легально и нелегально – не менее 130–140 млрд долл., а менее скромные оценки дают цифры до 200, 300 и даже до 900 (оценка Г.И. Ханина за период 1991–1996 гг.) млрд долл. [13]. Другая гипотеза состоит в том, что инвестиционная близорукость – важнейшая причина чрезвычайно большого возраста оборудования, используемого в российской экономике. «В 1970 г. средний возраст оборудования в СССР был 8,4, а в США 6,4 г. В 1990 г. в СССР – 10,8, а в США – 7,1. В 2004 г. в России – 21, а в США – 6 лет. Произошло отставание на *три поколения* оборудования... «Путинский» рост не изменил ситуации. Оборудование продолжает стареть, и кризис продолжает усугубляться» [14]. Собственно, об этом уже шла речь выше, когда были приведены данные Счетной палаты РФ о 80%-ном износе основных фондов российской промышленности.

Итак, одним из институциональных барьеров на пути масштабного обновления производственного оборудования в российской экономике является применение стандартной процедуры дисконтирования. В сфере природопользования развитых стран процедура дисконтирования и определения величины коэффициента капитализации, ставок дисконта носит дискуссионный характер и определяется современными российскими учеными как «тирания» дисконтирования [15]. Чтобы снять априори завышенную оценку современных денег и текущих выгод в ущерб будущим выгодам, государство применяет не стандартные ставки дисконтирования, а так называемые общественные нормы временного предпочтения с тщательным выявлением и оценкой будущих рисков и неопределенности. Таким образом, удлинение исходной финансовой пропорции «риск–прибыль» за счет включения в нее дополнительных элементов «фактор времени – цена» в целях ее применения на нефинансовых рынках позволяет устранить спекулятивную природу взаимосвязи риска и прибыли, а главное – разорвать прямую жесткую связь между элементами, выражающуюся в одновременном росте всех четырех показателей.

Очевидно, что чрезмерно «короткие» горизонты деловой активности в РФ во многом предопределяют сравнительно высокую и зачастую «неподъемную» для бизнеса стоимость капитала. И в этой связи начавшийся переход на долгосрочное тарифообразование в ряде отраслей российской экономики

можно было только приветствовать. А в сфере энергетики РФ должно было присоединиться к распространенным оценкам, называющим подобный переход «вторым ГОЭЛРО». Казалось бы, что именно краткосрочный горизонт планирования хозяйственной деятельности на микро-, мезо- и макроуровнях в РФ предопределял неостребованность адекватных долгосрочным ориентирам инструментов экономической политики, применяемых в развитых странах. Мы имеем в виду, к примеру, так называемые «неокупаемые затраты». Это известный инструмент для государственного регулирования крупных и долгосрочных инвестиций в неконкурентных отраслях экономики. Особо подчеркнем, что в данном случае регуляторами устанавливается «потолок дохода фирмы». В отличие от предприятия на нерегулируемом конкурентном рынке, регулируемой компании запрещено зарабатывать на своих тарифах больше «справедливой нормы прибыли» [16. С. 15]. В Великобритании внедрение RAB-регулирования принесло такие замечательные «побочные» (по отношению к мобилизации источников инвестирования обновления производственных мощностей) эффекты, как снижение операционных расходов компаний и в конечном счете – общего уровня тарифов на электроэнергию [17].

В современной российской экономике в секторе регулируемых организаций подобного вектора снижения издержек и цен при внедрении долгосрочных методов тарифообразования не наблюдается, как уже было отмечено выше. Продолжим исследовать причины сложившейся ситуации.

Здесь важно упомянуть научный вклад посткейнсианства, к сожалению малоизвестного у нас в России направления. На посткейнсианской концепции неопределенности следует остановиться особо.

Вообще говоря, *неопределенность* 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. По этому поводу Дж.М. Кейнс писал следующее: «... под «неопределенным» знанием я не имею в виду просто разграничение между тем, что известно наверняка, и тем, что лишь вероятно. В этом смысле игра в рулетку или выигрыш в лотерею не является примером неопределенности; ожидаемая продолжительность жизни также является лишь в незначительной степени неопределенной. <...>. Я употребляю этот термин в том смысле, в каком неопределенными являются перспектива войны в Европе, или цена на медь и ставка процента через двадцать лет, или устаревание нового изобретения, или положение владельцев частного богатства в социальной системе 1970 года. Не существует научной основы для вычисления какой-либо вероятности этих событий. Мы этого просто не знаем» [18. С. 284]¹. Мы не знаем ни количества возможных исходов, ни вероятностей наступления каждого из них.

В этом плане неопределенность отличается от *риска*, при котором будущее *можно* описать при помощи вероятностных распределений, поскольку известны и количества исходов, и вероятности наступления каждого из них.

¹ Впервые идея о разграничении между неопределенностью и риском была выдвинута, как известно, Фрэнком Найтом еще в 1921 г. в его знаменитой книге «Риск, неопределенность и прибыль».

Здесь сразу следует оговориться, что в неоклассической традиции различие между риском и неопределенностью игнорируется, и эти термины обычно используются в качестве синонимов, как, например, в теории ожидаемой полезности. Естественно, посткейнсианцы ни в коем случае не могут согласиться с таким смешением понятий, которое сразу же уничтожает уникальность их подхода.

При этом неопределенность будущего, в свою очередь, бывает двух типов; первый тип – фундаментальная неопределенность [fundamental uncertainty], и второй тип – неясность [ambiguity] [19]. При неясности будущее неопределенно, но познаваемо. Иными словами, неясность представляет собой ту форму неопределенности, которую исследовали, например, представители австрийской школы. Каждый в отдельности хозяйствующий субъект, в том числе и государство, почти ничего не знает о знаниях, предпочтениях и ожиданиях прочих хозяйствующих субъектов. Фундаментальная неопределенность означает не только отсутствие знаний о будущем, но и его непознаваемость. Эта непознаваемость связана с тем, что значительная часть нужной информации еще не создана. Таким образом, между настоящим и будущим (а также прошлым) возникают фундаментальные онтологические различия, и в этом – одно из базовых отличий посткейнсианства от неоклассического подхода.

Что же лежит в основе неопределенности? Неопределенность представляет собой проблему «сложной (экономической) системы», «сложного общества». Под «сложностью» мы имеем в виду два аспекта. Во-первых, применение в производстве активов длительного пользования, вследствие чего производственная и вообще хозяйственная деятельность оказывается «растянутой» во времени (см. первый эпиграф). Во-вторых, мы также имеем в виду высокую степень специализации людей и, соответственно, большую глубину разделения труда, вследствие чего люди оказываются тесно связанными между собой. Именно совокупность этих двух свойств и представляет собой фундаментальную характеристику сложной экономической системы. Крайне важен тот аспект, что любая сложная экономическая система сталкивается с необходимостью координации хозяйственной деятельности в условиях необратимости прошлого и неопределенности будущего. При этом такая проблема присуща только сложной системе.

Данное обстоятельство требует фундаментального институционального выбора, определяющего, как люди решают проблему неопределенности. Здесь мы сталкиваемся с посткейнсианским подходом к сравнительному анализу экономических систем. По словам С. Руссиса: «То, как мы справляемся с неопределенностью [cope with uncertainty], определяет систему, при которой мы живем» [20. P. 17]. Иными словами, посткейнсианцев интересует то, как люди «справляются с неопределенностью» в сложных экономических системах. При этом различные «сложные общества» сформировали разные институты для того, чтобы «справляться с неопределенностью» [21]. К примеру, рыночный капитализм западного (и не только) типа базируется на использовании форвардных контрактов, выполняемых посредством использования денег как актива длительного пользования и защищаемых государством. Именно институциональный выбор форвардных контрактов в качестве

основного способа упорядочения и координации хозяйственной деятельности (вместе с деньгами и государством как институтами, «обслуживающими» функционирование системы контрактов) создает экономическую систему рыночного капитализма. С другой стороны, в экономической системе планового социализма и в ряде современных систем управления народным хозяйством, например в Индии [22], неопределенность снижается посредством институтов, обеспечивающих плановую координацию хозяйственной деятельности через разработку индикативных и директивных планов.

Зададимся вопросом: а как современная российская хозяйственная система справляется с неопределенностью будущего? Очевидно, что экономические институты постсоветской России отличаются от тех, что были описаны выше. Мы предпочитаем называть сложившуюся в нашей стране к настоящему времени систему *семейно-клановым капитализмом*. Аналоги этой системы встречались, по всей видимости, в начале XX в. в некоторых регионах Южной Европы, а в настоящее время могут наблюдаться, вероятно, в некоторых государствах Латинской Америки и некоторых других странах бывшего «социалистического блока», помимо России.

Семейно-клановый капитализм характеризуется тем обстоятельством, что – при институциональной неадекватности государства – принуждение к выполнению договоров между хозяйствующими субъектами осуществляется различными семейными, олигархическими, криминальными или чиновничьими кланами. В результате этого неопределенность снижается недостаточно эффективно. Иными словами, важнейшее отличие семейно-кланового капитализма от «нормального», рыночного капитализма заключается в завышенной неопределенности, присутствующей в первой из этих систем.

Применение посткейнсианского подхода указывает на то, что из-за слишком большой неопределенности экономическая система семейно-кланового капитализма сталкивается с рядом серьезнейших макроэкономических, технологических, социальных и институциональных проблем. В такой системе *контракты заключаются не на основе соображений экономической эффективности, а на основе принадлежности контрагентов к тому или иному клану*. Происходит «разделение на чужих и своих», утрачивается взаимное доверие среди хозяйствующих субъектов и их уверенность в будущем, экономика фрагментируется, а ее теневой сектор становится очень значимым. Основные результаты всего этого – низкая инвестиционная и инновационная активность, слабая конкуренция и, как следствие, склонность к инфляции издержек, низкая эффективность макроэкономической политики (в частности, ввиду большого теневого сектора), очень широкое распространение взяточничества и вымогательства. Все это проливает свет на изложенные выше проблемы.

Указанные рассуждения могут содействовать в понимании того, почему, вместо того, чтобы сокращать или снимать риски, связанные прежде всего с «зашкаливающими» уровнями износа основного капитала и техногенными катастрофами, монополисты применяют совершенно иной метод управления рисками, который скорее всего можно определить как весьма близкий к разделению (диссипации) рисков. К сожалению, последний вполне органичен для специфических финансовых рынков, субъекты которого рискуют в худ-

шем случае впасть в состояние финансового банкротства, и совсем не подходит для жизнеобеспечивающих индустрий, рискующих техногенными катастрофами и жизнью людей.

«Белую зависть» у современных ученых-экономистов вызывает описание дискуссий 60–70-х гг. прошлого века среди советских ученых-экономистов и руководителей-хозяйственников относительно выбора конкретного значения норматива сравнительной эффективности капитальных вложений. Ценность научных теорий действительно проверялась практикой. В лучших традициях была принята коллегиальная, многоитерационная и прозрачная процедура определения судьбоносных для облика народного хозяйства будущего параметров долгосрочных вложений.

Литература

1. Не надо расставлять сети expert.ru/expert/2013/50/ne-nado-rasstavlyat-seti/
2. Российская промышленность изношена на 80%. URL: <http://newsland.com/news/detail/id/607142/>
3. Махутов Н.А., Резников Д.О. Оценка и нормирование рисков при эксплуатации сложных технических систем // Безопасность в техносфере. 2012. № 5. С. 3–9.
4. Фридман Ю.А., Речко Г.Н., Лямин А.Ю. Инструменты управления рисками в угольном бизнесе: опыт внедрения риск-менеджмента // Вестн. Кузбас. тех. гос. ун-та. 2012. № 4(92). С. 148–154.
5. Аетдинова Р.Р. Проблемы теории и практики риск-менеджмента в России // Вестн. Казан. гос. аграр. ун-та. 2013. № 2(28). С. 6–9.
6. Некрасова О.В., Шестова М.О., Пожарницкая О.В. Специфика риск-менеджмента в нефтегазовой отрасли // Проблемы геологии и освоения недр: труды XVI Международного симпозиума им. М.А. Усова студентов и молодых ученых, посвященного 110-летию со дня основания горно-геологического образования в Сибири. Томск, 2012. С. 132–134.
7. Сафиуллин Д.Х. О построении комплексной системы риск-менеджмента электросетевой компании // Энергетика Татарстана. 2010. № 2. С. 88–92.
8. Эльрих Ю.В. Применение подходов риск-менеджмента в целях повышения надежности работы компаний электроэнергетики РФ // Современные тенденции в экономике и управлении: новый взгляд. 2011. № 11–2. С. 188–193.
9. Теплова Т.В., Григорьева Т.И. Ситуационный финансовый анализ: схемы, задачи, кейсы. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2006. 605 с.
10. Нуреев Р.М. Курс микроэкономики. М.: Норма, 2002. 572 с.
11. Розманский И.В. «Инвестиционная близорукость» в посткейнсианской теории и в российской экономике // Вопросы экономики. 2006. № 9. С. 71–82.
12. Grahl J. Productivity slowdown and financial tensions. Post-Keynesian Monetary Economics: New Approaches to Financial Modelling / Ed. by P. Arestis. Aldershot: Edward Elgar, 1988. С. 183–218.
13. Булатов А.С. Вывоз капитала из России и концепция его регулирования. М.: МОНФ, 1997. 132 с.
14. Федотов К.А. Инвестиционный прорыв. URL: <http://www.contrtv.ru/print/1809/>
15. Выварец А.Д., Выварец К.А. Концептуальный подход к преодолению «тирании» дисконтирования // Вестн. Южно-Уральского гос. ун-та. Сер. Экономика и менеджмент. 2008. № 20 (120). С. 33–39.
16. Баумоль У., Сидак Дж.Г. Неокупаемые затраты // Экономическая политика. 2008. № 2. С. 11–22.
17. Ложникова А.В., Гејзер А.А., Бульгина М.В. RAB-тариф – новый источник инвестиций в российской экономике? // Проблемы учета и финансов. 2013. № 3(11). С. 30–37.
18. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости // Истоки. 1998. Вып. 3.
19. Dequech D. Fundamental Uncertainty and Ambiguity // Eastern Economic Journal. 2000. Vol. 26 (№ 1). С. 41–60.

20. Rousseas S. Post Keynesian Monetary Economics (3rd Edition). London: Macmillan, 1998. 168 p.

21. Розмаинский И.В. Неопределенность и институциональная эволюция в сложных экономических системах: посткейнсианский подход // Вопросы экономики. 2009. № 6. С. 48–59.

22. Маляров О.В. Независимая Индия: эволюция социально-экономической модели и развитие экономики: в 2 кн. Институт востоковедения РАН. М.: Вост. лит. 2010. 744 с.

Rozmainsky Ivan V. Department of Economic Theory, National Research University Higher School of Economics, Saint Petersburg, Russia. E-mail: irozmain@yandex.ru

Lozhnikova Anna V., Khloptsov Dmitriy M. Department of General and Applied Economics, Faculty of Economics, National Research Tomsk State University, Tomsk, Russia. E-mail: tfg@mail.ru, d.khloptsov@tokko.tomsk.ru

RISK PREMIUM ABOLISHES DEPRECIATION AND MULTIPLIES PRICES.

Keywords: Risk; Depreciation of fixed assets; Price formation; Regulated organizations; Re-equipment; Investor myopia.

This article presents an economic and theoretical analysis of the methodological foundations of the transition to long-term tariff system in the Russian economy. The focus is on the fact that the investment component of the new long-term Russian tariff in the energy and water supply is formed in the most paradoxical way in the scientific sense - without the depreciation of fixed assets. The authors have revealed some problems concerned with economic mechanisms of worn-out fixed capital re-equipment in the areas of water supply and power engineering in Russia. These problems are “extrusion” of the traditional element of “depreciation of fixed assets” from the accounting cost and also the inclusion of the new element of “risk premium” into this cost. This new element is characterized by unclear economic meaning and by a non-transparent procedure of valuation. The paper proposes the following hypothesis: in the (publicly) regulated organizations explicit accounting costs are displaced by the implicit opportunity costs in the form of risk premium, and this phenomenon takes place under pretence of transition to long-term tariffing. The subjectively overestimated valuation of various risks – via high cost of both personal and borrowed capital, as well as the “tyranny” of discounting – leads to continuous rises in prices and tariffs in the analysed sectors. What is more, we hypothesize that capital flight on a massive scale from Russia is being generated by investor myopia. The latter, in turn, is the very important cause of the fact that in the Russian economy a large amount of out-dated, obsolete and time-worn capital equipment is in current use. The authors explore the Russian phenomenon of applying the classical (for volatile financial markets) “risk-profit” ratio in the non-financial sector. We criticize and reject the mechanical “transference” of the risk valuation approach developed for financial speculations to the long-term investment in fixed capital re-equipment of the publicly regulated organizations with almost guaranteed markets. The authors increase the “risk-profit” ratio by including an additional element titled “time factor-price”, and sever the rigid connection between all elements of these ratios (this connection is usually demonstrated in the simultaneous increase of values of all elements). The transition to a long-term tariffing system is treated as an aggravation (rather than an alleviation) of the investor myopia which long ago became a chronic problem in Russia. The described processes can be explained due to the treatment of higher uncertainty being an inherent feature of Russian “clan-based capitalism”. This article uses basic propositions of, the little known in Russia, Post Keynesian conception of uncertainty. This conception distinguishes uncertainty from risk, whereas the neoclassical school treats both concepts as being synonymous. We also develop the important proposition that the ability of economic systems to cope with uncertainty is one of its fundamental characteristics. Moreover, it is the widespread nature of highly secure long-term contracts in the economy that leads to a relatively low degree of future uncertainty and correspondingly low valuations of risks, costs, profit and prices.

References

1. Ogorodnikov E. Ne nado rasstavlyat' seti [Don't set the nets]. *Ekspert*, 2013, no. 50. Available at: <http://expert.ru/expert/2013/50/ne-nado-rasstavlyat-seti/> (accessed 10 April 2014).

2. Shestakova T. Rossiyskaya promyshlennost' iznoshena na 80% [Russian industry is 80% worn]. *Newsland*. 2010. Available at: <http://newsland.com/news/detail/id/607142/> (accessed 10 April 2014).

3. Makhutov N.A., Reznikov D.O. Otsenka i normirovaniye riskov pri ekspluatatsii slozhnykh tekhnicheskikh sistem [Risk evaluation and standardization in operation of complex technical systems]. *Bezopasnost' v tekhnosfere*, 2012, no. 5, pp. 3-9.

4. Fridman Yu.A., Rechko G.N., Lyamin A.Yu. Instrumenty upravleniya riskami v ugol'nom biznese: opyt vnedreniya risk-menedzhmenta [Risk management instruments in the coal mining business: experience of implementing risk management]. *Vestnik Kuzbasskogo tekhnicheskogo gosudarstvennogo universiteta*, 2012, no. 4, pp. 148-154.

5. Aetdinova R.R. Problemy teorii i praktiki risk-menedzhmenta v Rossii [Challenges of risk management theory and practice]. *Vestnik Kazanskogo gosudarstvennogo agrarnogo universiteta*, 2013, no. 2 (28), pp. 5-9.

6. Nekrasova O.V., Shestova M.O., Pozharnitskaya O.V. [Specifics of risk management in the oil and gas industry]. *Problemy geologii i osvoyeniya nedr – Trudy XVI Mezhdunarodnogo simpoziuma imeni ak. M.A. Usova studentov i molodykh uchenykh, posvyashchennogo 110-letiyu so dnya osnovaniya gorno-geologicheskogo obrazovaniya v Sibiri* [In: Proc. 16th Int. Symp. of Students and Young Scholars n.a. Academ. M.A. Usov and Dedicated to 110th Anniversary of Mining and Geological Education in Siberia]. Tomsk, 2012, pp. 132-134. (In Russian).

7. Safiullin D.Kh. O postroyenii kompleksnoy sistemy risk-menedzhmenta elektrosetevoy kompanii [On the development of an integrated risk management system for an electric grid company]. *Energetika Tatarstana*, 2010, no. 2, pp. 88-92.

8. Elrikh Yu.V. Primeneniye podkhodov risk-menedzhmenta v tselyakh povysheniya nadezhnosti raboty kompaniy elektroenergetiki RF [Risk management approaches for enhancement of operational reliability of electric power companies in Russia]. *Sovremennyye tendentsii v ekonomike i upravlenii: novyy vzglyad*, 2011, no. 11-2, pp. 188-193.

9. Teplova T.V., Grigor'yeva T.I. *Situatsionnyy finansovyy analiz: skhemy, zadachi, keysy* [Situational Financial Analysis: Schemes, Tasks, Cases]. Moscow, HSE Publishing House, 2006. 605 p.

10. Nureyev R.M. *Kurs Mikroekonomiki* [Course of Microeconomics]. Moscow, Norma Publ., 2002. 572 p.

11. Rozmainy I.V. "Investitsionnaya blizorukost'" v postkeynsianskoy teorii i v rossiyskoy ekonomike ["Investor myopia" in the post-Keynesian theory and in Russian economy]. *Voprosy ekonomiki*, 2006, no. 9, pp. 71-82.

12. Grahl J. Productivity slowdown and financial tensions. In: P. Arestis (Ed.) *Post-Keynesian Monetary Economics: New Approaches to Financial Modelling*. Edward Elgar, Aldershot, 1988. pp. 183-218.

13. Bulatov A.S. *Vyvoz kapitala iz Rossii i kontseptsiya ego regulirovaniya* [Export of Capital from Russia and the Conception of Its Regulation]. Moscow, MONF Publ., 1997. 132 p.

14. Fedotov K.A. *Investitsionnyy proryv* [Investment breakthrough]. Internet protiv Telektrana. Available at: <http://www.contrtv.ru/print/1809/> (accessed 20 April 2014).

15. Vyvarets A.D., Vyvarets K.A. Kontseptual'nyy podkhod k preodoleniyu "tiranii" diskontirovaniya [A conceptual approach to overcoming the "tyranny" of discounting]. *Vestnik Yuzhno-Uralskogo Gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika i menedzhment*, 2008, no. 20 (120), pp. 33-39.

16. Baumol U., Sidak Dzh.G. Neokupayemye zatraty [The stranded cost]. *Ekonomicheskaya politika*, 2008, no. 2, pp. 11-22.

17. Lozhnikova A.V., Geyzer A.A., Bulygina M.V. RAB-tarif - novyy istochnik investitsiy v rossiyskoy ekonomike? [RAB tariff is a new source of investment in Russian economy?]. *Problemy ucheta i finansov*, 2013, no. 3 (11), pp. 30-37.

18. Keynes J.M. Obshchaya teoriya zanyatosti [The General Theory of Employment]. In: *Istoki*. 3d issue, 1998. 512 p.

19. Dequech D. Fundamental uncertainty and ambiguity. *Eastern Economic Journal*, 2000, vol. 26, no. 1, pp. 41-60.

20. Rouseas S. *Post Keynesian Monetary Economics*. 3d edn. London, Macmillan, 1998. 168 p.

21. Rozmainy I.V. Neopredelennost' i institutsional'naya evolyutsiya v slozhnykh ekonomicheskikh sistemakh: postkeynsianskiy podkhod [Uncertainty and institutional evolution in complex economic systems: Post Keynesian approach]. *Voprosy ekonomiki*, 2009, no. 6, pp. 48-59.

22. Malyarov O.V. *Nezavisimaya Indiya: evolyutsiya sotsial'no-ekonomicheskoy modeli i razvitiye ekonomiki: v 2 kn.* [Independent India: Evolution of the Socio-economic Model and Development of the Economy]. Moscow, Institute of Oriental Studies RAS Publ., 2010. 744 p.

Поступила в редакцию DD.MM.2014

Received June DD, 2014

For referencing:

Rozmainsky I.V., Lozhnikova A.V., Khloptsov D.M. Premiya za risk otmenyayet amortizatsiyu i umnozhayet tseny [Risk premium abolishes depreciation and multiplies prices]. *Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika – Tomsk State University Journal of Economics*, 2014, no. 2 (26), pp. 63–80.