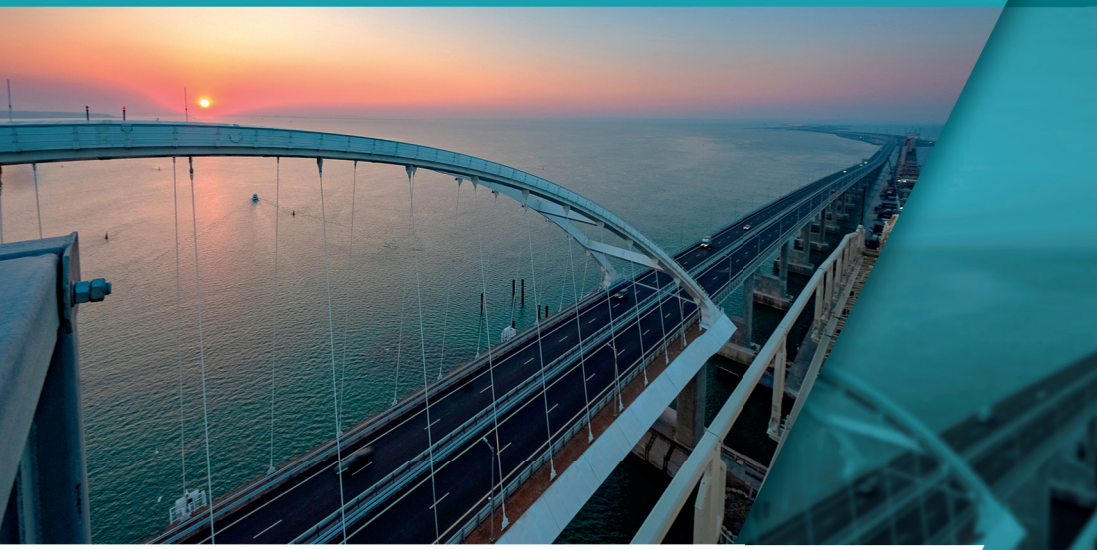


ИНВЕСТИЦИИ

Учебник

Учебник
УрФУ

МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
УРАЛЬСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
ИМЕНИ ПЕРВОГО ПРЕЗИДЕНТА РОССИИ Б. Н. ЕЛЬЦИНА

ИНВЕСТИЦИИ

Учебник

Под редакцией Л. И. Юзвович

2-е издание, исправленное и дополненное

Рекомендовано
методическим советом Уральского федерального университета
в качестве учебника для студентов вуза,
обучающихся по направлениям подготовки
38.03.01 «Экономика», 38.04.08 «Финансы и кредит»

Екатеринбург
Издательство Уральского университета
2018

УДК 330.322.013(075.8)
ББК У263я73-1
И585

Серия «Учебник УрФУ» основана в 2017 году

Редакционная коллегия серии:
кандидат технических наук, доцент *Е. В. Вострецова*,
кандидат экономических наук, доцент *Е. С. Авраменко*,
И. Ю. Плотникова (ответственный секретарь серии)

Авторы:
Л. И. Юзвович, Е. Г. Князева, Е. А. Разумовская, С. А. Дегтярев,
М. С. Марамыгин, Н. Н. Мокеева, Р. Ю. Луговцов, Н. Ю. Исакова,
В. Е. Заборовский, А. Е. Заборовская, Е. В. Куклина, Е. А. Смородина,
О. Е. Смирнов, О. А. Школик, Т. В. Решетникова

Рецензенты:
кафедра банковского дела и страхования Оренбургского
государственного университета (заведующий кафедрой
доктор экономических наук, профессор *Н. И. Парусимова*);
А. В. Лебедев, кандидат экономических наук, президент
Некоммерческого партнерства саморегулируемой организации
«Свободный оценочный департамент»

Инвестиции : учебник / [Л. И. Юзвович и др.] ; под ред. Л. И. Юзвович ;
И585 М-во науки и высш. образования Рос. Федерации, Урал. федер. ун-т. —
2-е изд., испр. и доп. — Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2018. — 610 с. —
(Учебник УрФУ).

ISBN 978-5-7996-2452-1

В учебнике рассматриваются вопросы, раскрывающие сущность инвестиций и инвестиционных отношений в экономической системе: история развития инвестиций и инвестиционной деятельности, финансирование и оценка эффективности инвестиций, инвестиционная система России в условиях интеграции капитала, инвестиционная политика государства, инвестиционная привлекательность в условиях динамичной экономической среды и др. Особое внимание уделено иностранным инвестициям.

Для студентов экономических и менеджериальных направлений подготовки, магистрантов, аспирантов и практических работников инвестиционной сферы.

УДК 330.322.013(075.8)
ББК У263я73-1

На обложке:
Вид на автодорожную часть Крымского моста с арки. Август 2018
Фото с официального информационного сайта строительства Крымского моста.
URL: https://www.most.life/multimedia/foto/

© Уральский федеральный университет, 2017
© Уральский федеральный университет,
с изменениями, 2018

ISBN 978-5-7996-2452-1

ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие 8

Введение 11

Раздел I
ИНВЕСТИЦИИ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ В РОССИИ

Глава 1. Эволюционная парадигма инвестиций и инвестиционной деятельности в России 13
1.1. Дореволюционный период развития инвестиций 14
1.2. Советский период развития инвестиций 23
1.3. Современный период развития инвестиций 47
1.4. Инвестиционная деятельность как основа экономического развития 52

Глава 2. Необходимость и роль инвестиций в экономической системе 57
2.1. Экономическая сущность и природа инвестиций. Структура инвестиций 57
2.2. Классификация инвестиций 72

2.3. Виды инвестиций ... 80
2.3.1. Реальные инвестиции ... 80
2.3.2. Финансовые инвестиции ... 96
2.3.3. Коллективные инвестиции ... 102
2.3.4. Венчурные инвестиции ... 166
2.4. Структура инвестиционного рынка России ... 173

Раздел II
ФИНАНСИРОВАНИЕ И ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ

Глава 3. Методология финансирования инвестиций ... 181
3.1. Источники финансирования инвестиций ... 181
3.2. Современные методы и формы финансирования инвестиций ... 206
3.3. Способы финансирования инвестиций ... 227
3.3.1. Концессии в инвестиционной сфере ... 229
3.3.2. Особенности деятельности совместных предприятий ... 253
3.3.3. Особые экономические зоны России ... 263
3.3.4. Международный лизинг в финансировании инвестиций ... 282

Глава 4. Методы оценки эффективности инвестиций ... 300
4.1. Основные положения по оценке эффективности инвестиций ... 300
4.2. Динамические методы оценки эффективности инвестиций ... 318
4.2.1. Чистая текущая стоимость инвестиций ... 319
4.2.2. Рентабельность инвестиций ... 321
4.2.3. Внутренняя норма прибыли (доходности) ... 322
4.2.4. Срок окупаемости инвестиций ... 328

Раздел III
ИНВЕСТИЦИОННАЯ СИСТЕМА РФ

Глава 5. Инвестиционная система РФ в условиях интеграции капитала ... 332
5.1. Понятие инвестиционной системы России ... 332

5.2. Управление инвестициями (инвестиционными отношениями) 344
5.3. Регулирование инвестиционной деятельности 349
5.3.1. Налоговое регулирование инвестиционной активности субъектов экономических отношений 349
5.3.2. Регулирование рынка ценных бумаг с позиций инвестирования 361
5.3.3. Денежно-кредитное регулирование инвестиционных процессов 372

Глава 6. Инвестиционная политика государства 383
6.1. Инвестиционная политика государства: основная цель, задачи и механизм реализации 383
6.2. Принципы формирования и реализации инвестиционной политики государства 390
6.3. Финансово-кредитный механизм регулирования инвестиций 394
6.4. Налоговое стимулирование инвестиционной деятельности 398

Глава 7. Инвестиционный климат и инвестиционная привлекательность в условиях динамичной экономической среды 430
7.1. Инвестиционный климат: понятие, экономические факторы и методы оценки 430
7.2. Инвестиционная привлекательность на макро- и микроэкономическом уровнях, ее основные элементы 442
7.3. Методы оценки инвестиционной привлекательности 446
7.4. Оценка интегрального уровня инвестиционной привлекательности российских регионов 451

Глава 8. Инвестиционные риски в условиях интеграции капитала 458
8.1. Понятие и виды инвестиционных рисков 458
8.2. Классификация инвестиционных рисков 462
8.3. Оценка инвестиционных рисков 467
8.3.1. Неопределенность инвестиций и методы ее учета 467
8.3.2. Определение уровня риска инвестиций 473
8.4. Методы управления инвестиционными рисками 477

Раздел IV
ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ

Глава 9. Место и роль иностранных инвестиций в российской экономике 486
9.1. Экономическая природа и сущность иностранных инвестиций 486
9.2. Классификация и структура иностранных инвестиций 499
9.3. Характеристика прямых и портфельных инвестиций 506
9.4. Место и роль транснациональных компаний в инвестиционной деятельности 515

Глава 10. Инвестиционные ресурсы мирового инвестиционного рынка 521
10.1. Понятие и структура мирового инвестиционного рынка 521
10.2. Американский сегмент мирового инвестиционного рынка 527
10.3. Европейский сегмент мирового инвестиционного рынка 531
10.4. Азиатско-тихоокеанский сегмент мирового инвестиционного рынка 534
10.5. Международное регулирование иностранных инвестиций 536

Глоссарий 546

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1. Инвестиции в основной капитал отраслей экономики за 1999–2002 гг. 556
Приложение 2. Основные инвестиционные показатели российской экономики за 2013–2017 гг. 558
Приложение 3. Структура инвестиций в основной капитал по видам экономической деятельности 560
Приложение 4. Инвестиции в основной капитал по субъектам Российской Федерации 564
Приложение 5. Финансовые вложения организаций по основным видам деятельности 568
Приложение 6. Коэффициенты финансовой оценки инвестиционного проекта 574

Приложение 7. Преимущества и недостатки динамических методов оценки эффективности инвестиционных проектов 578
Приложение 8. Нормативные доли разрешенных финансовых активов в общем объеме размещенных средств Фонда национального благосостояния в пределах соответствующих долей, установленных Правительством РФ 580
Приложение 9. Предельные доли разрешенных финансовых активов в общем объеме размещенных средств Резервного фонда РФ 581
Приложение 10. Направления государственного регулирования инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений 582
Приложение 11. Распределение российских регионов по рейтингу инвестиционного климата в 2016 г. 584
Приложение 12. Инвестиционный климат российских регионов в 2016 г. 588
Приложение 13. Инвестиционный потенциал российских регионов в 2016 г. 589
Приложение 14. Инвестиционный риск в российских регионах в 2016 г. 596
Приложение 15. Общая потребность в модернизации и наращивании инфраструктуры отраслей российской экономики 602
Приложение 16. Характеристика методов анализа инвестиционных рисков 604
Приложение 17. Факторы, влияющие на уровень инвестиционных рисков 606
Приложение 18. Прямые иностранные инвестиции в экономику России по основным странам-инвесторам (сальдо операций платежного баланса РФ) 607
Приложение 19. Прямые инвестиции из России в экономику стран — крупнейших получателей прямых инвестиций (сальдо операций платежного баланса РФ) 608

Вы не достигнете успеха в инвестициях,
если не будете мыслить независимо.
Уоррен Эфвард Баффет

ПРЕДИСЛОВИЕ

Существует достаточно много изданий, предлагающих читателю разумные и глубоко обоснованные критерии, показатели и подходы к инвестиционному бизнесу в той или иной среде, условиях реализации.

Несмотря на многочисленные исследования, проводимые учеными и практиками в области изыскания новых источников финансирования инвестиций и применения более эффективных с экономической точки зрения способов привлечения инвестиционных ресурсов в целях обеспечения финансовой реализуемости проекта, большинство вопросов данной сферы к настоящему времени так и не получили ответа.

Особое внимание в учебнике уделяется вопросам финансирования и оценки эффективности инвестиций. В рамках финансовой глобализации и интеграции капитала усиливается роль отдельных способов финансирования инвестиций, таких как концессии, совместные предприятия, особые экономические зоны и международный лизинг. Данный учебник не предполагает глубокого изучения этих вопросов, однако позволит получить общие представления о проведении инвестиционных расчетов и особенностях финансирования инвестиций.

В учебнике рассмотрены наиболее важные направления инвестиционной деятельности, обосновывается необходимость комплексного использования инструментария финансирования инвестиций в рамках государственно-частного партнерства. Концессионная деятельность в условиях динамичной экономической среды должна быть направлена на эффективное использование государственного имущества, ресурсов с высоким уровнем экономического развития.

Учебник состоит из четырех разделов, охватывающих все стороны инвестиционных отношений. После каждой главы приводится список контрольных вопросов, а также перечень рекомендуемой литературы.

В первом разделе рассматриваются вопросы теоретического характера, используются эволюционная парадигма, дискуссионные фрагменты и аналитический материал.

Во втором разделе учебника излагаются вопросы прикладного характера: источники финансирования инвестиций, методы и формы финансирования инвестиций, способы финансирования инвестиций, методы оценки эффективности инвестиций.

В третьем разделе рассматривается инвестиционная система Российской Федерации, ее значение, место и роль в процессе управления инвестициями. Кроме этого большое внимание уделяется инвестиционной политике государства, принципам ее формирования и реализации.

Четвертый раздел посвящен вопросам привлечения иностранного капитала, определяется сущность иностранных инвестиций, место и роль транснациональных компаний в инвестиционном бизнесе, структура международного инвестиционного рынка.

В учебник включен глоссарий, представляющий основные категории, используемые в инвестиционной деятельности, инвестиционном процессе, инвестиционном бизнесе. В Приложениях представлены крупноформатные таблицы с аналитическим материалом.

Учебник предназначен для бакалавров и магистров, изучающих дисциплины «Инвестиции», «Инвестиционная политика», которые имеют существенное значение в освоении и углублении общепрофессиональных и профессиональных компетенций. Перечислен-

ные дисциплины тесно взаимодействуют с такими дисциплинами, как «Макроэкономика», «Деньги, кредит, банки», «Мировая экономика и международные экономические отношения», «Финансы», «Корпоративные финансы».

Учебник написан простым и доступным языком. Основной материал дополнен аналитическими данными, показано историческое развитие инвестиционных отношений, что позволяет глубже изучить и понять рассматриваемые теоретические вопросы и практические модели инвестиционного рынка.

Издание подготовлено подготовлен авторским коллективом под руководством доктора экономических наук, профессора Л. И. Юзвович, доктора экономических наук, профессора Е. Г. Князевой и кандидата экономических наук С. А. Дегтярева. Соавторами отдельных глав и параграфов учебника являются преподаватели кафедры финансов, денежного обращения и кредита Уральского федерального университета имени первого Президента России Б. Н. Ельцина: д. э. н., профессор Е. А. Разумовская (2.4), к. э. н., профессор О. Е. Смирнов (6.3), к. э. н., доцент Н. Н. Мокеева (3.3.4; 10.1–10.5), к. э. н., доцент Р. Ю. Луговцов (8.1–8.4), к. э. н., доцент Н. Ю. Исакова (5.1–5.2), к. э. н., доцент В. Е. Заборовский, к. э. н., доцент А. Е. Заборовская (2.3.2; 2.3.4), к. э. н., доцент Е. В. Куклина (2.2; 2.3.1), к. э. н., доцент Е. А. Смородина (6.4); кафедры финансовых рынков и банковского дела Уральского государственного экономического университета: д. э. н., профессор М. С. Марамыгин (1.1–1.3; 5.3.1), к. э. н., доцент Т. В. Решетникова (5.3.2); Института экономики УрО РАН: старший научный сотрудник Центра региональных компаративных исследований, к. э. н, доцент О. А. Школик (2.3.3).

В 2018 г. учебник «Инвестиции» (первое издание) награжден:

— дипломом IV Уральского межрегионального конкурса «Университетская книга» в номинации «Лучшее учебное издание по экономике»;

— грамотой VIII Общероссийского конкурса изданий для вузов «Университетская книга — 2018» в номинации «Лучшее научное издание по экономическим наукам, менеджменту и маркетингу».

ВВЕДЕНИЕ

Инвестиции являются основой экономической деятельности российских предприятий в условиях модернизации национальной экономики. Продуманное инвестирование решает целый комплекс экономических задач на макро-, мезо- и микроуровнях, а также создает благоприятные возможности для реформирования экономики и ее реструктуризации.

В современных условиях финансовый рынок, который опосредует распределение денежных средств между субъектами экономических отношений в условиях рыночной системы хозяйства, становится основным участником привлечения средств и финансирования инвестиций в реальный сектор экономики. При этом на финансовом рынке компания может найти инвестиционные ресурсы только на тех условиях, на которых в данное время осуществляется большинство финансовых операций, и только из тех источников, которые удовлетворяют существующим у предприятия инвестиционным ограничениям.

Целесообразно признать, что инвестиции являются элементом, обеспечивающим эффективное функционирование финансово-кредитной системы национальной экономики. Понимание того, что инвестиции представляют собой не столько затраты, сколько

вложения в будущее, поможет эффективнее организовать инвестиционный процесс. Использование инвестиций осуществляется через реализацию инвестиционных проектов, направленных на достижение стратегических целей как государства, так и предприятия.

Проблема привлечения инвестиций в России всегда была ключевым вопросом и для власти, и для бизнеса. В моменты экономических потрясений и посткризисные периоды эта проблема становится еще более актуальной.

Важнейшим этапом в развитии и успешном функционировании инвестиционной деятельности предприятий является оптимизация источников финансирования инвестиций. В настоящее время значительное внимание уделяется вопросам государственно-частного партнерства в рамках развития инвестиционных проектов и возможным перспективам развития форм государственно-частного взаимодействия в инвестиционной сфере, в частности, концессий.

Совершенствование форм взаимодействия государства с корпоративным сектором экономики в области осуществления реальных инвестиций и в рамках развития определенных приоритетных инвестиционных программ, требующих значительных вложений, имеет стратегическое значение как на федеральном, так и на региональном уровнях. Важно при этом понимать роль и выгоду каждого участника инвестиционного рынка, правильно определять нормативно-законодательную и договорную базу, оперативно анализировать финансовую эффективность инвестиций на всех этапах реализации.

Раздел I
ИНВЕСТИЦИИ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ В РОССИИ

Глава 1
ЭВОЛЮЦИОННАЯ ПАРАДИГМА ИНВЕСТИЦИЙ И ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В РОССИИ

Хронологические рамки эволюционной парадигмы инвестиционной деятельности в России условны. Однако границами разделения послужили переломные моменты в развитии инвестиционной деятельности, вызванные общегосударственными, экономическими, социально-политическими и иными процессами в обществе. Процессы развития инвестиционной деятельности имеют циклический характер, причем каждому из периодов присущи свои социально-экономические особенности.

С позиции хронологии можно выделить три периода развития инвестиционной деятельности России:

I период: со 2-й половины XVIII в. до 1917 г. (дореволюционный);

II период: с 1917 по 1991 г. (советский);

III период: с 1991 г. по настоящее время (современный).

Выделение отдельных периодов во многом основывается на авторском видении, оценке и понимании процессов, происходящих в обществе.

1.1. Дореволюционный период развития инвестиций

Развитие инвестиционной деятельности в России со 2-й половины XVIII в. до 1917 г. можно охарактеризовать как дореволюционный период. До этого времени чрезвычайными финансовыми ресурсами для российского правительства служили преимущественно реквизиции, принудительные займы у монастырей и частных лиц. Отсутствие в стране свободных капиталов долгосрочного характера и огромные военные расходы вынуждали правительство Петра I, затем Елизаветы Петровны и отчасти Екатерины II предпринимать безуспешные попытки получить внешние займы. Однако международная политическая жизнь в XVIII в. была в высшей степени неустойчивой. Европа представляла собой постоянный театр военных действий, в результате которых часто менялись границы государств, их правительства, монархи. Европейские государства боялись предоставлять друг другу деньги взаймы: ведь можно было дать деньги на вооружение собственного врага. Более того, в XVIII в. внешний заем мог иметь место только в форме перевода металлических денег в виде золотой или серебряной монеты из одной страны в другую. Кредитная же история России началась в 1769 г., когда Екатерина II сделала первый заем в Голландии. Необходимо отметить, что в Российской империи традиции инвестирования в национальную экономику поддерживались на самом высоком уровне. Еще в 1763 г. императрица Екатерина II приобрела двадцать акций только что разрешенной ею акционерной компании по торговле на Средиземном море. Вслед за правителями инвестированием в национальную экономику занялись и отечественные инвесторы. С 1830-х гг. к покупке отечественных фондовых ценностей активно приобщаются все сословия империи. Самыми крупными участниками дореволюционной инвестиционной деятельности являлись помещики. В личных дворянских архивах хранились многочисленные акции, облигации и свидетельства о вкладах в банковские учреждения. Внук великой императрицы Александр I, а также члены его семьи стали акционерами Российско-американской компании.

И с тех пор члены императорской фамилии активно вкладывали деньги в отечественный бизнес, подавая пример своим подданным.

После реформ Александра II, которые во многом отменили архаичные пережитки феодализма, в Российской империи начался настоящий инвестиционный бум. В числе основных реформ можно назвать комплекс преобразований в сфере собственности на землю; снятие запретов на предпринимательскую деятельность на транспорте, в промышленности, сельском хозяйстве, строительстве, страховом и банковском деле; либерализацию правил ведения внешнеэкономической деятельности негосударственными предприятиями; допущение иностранного капитала во внутреннюю экономику; введение местного самоуправления; совершенствование системы образования. В результате реформ крестьяне получили личную свободу. Зажиточная часть крестьян смогла выкупить землю. В дальнейшем крепкие крестьянские хозяйства явились питательной почвой для развития кооператорского движения в области потребления, покупки и сбыта, переработки, кредита.

Эти факторы, наряду с набиравшими силу рынками труда, товаров, обусловили интенсивное развитие рынка капиталов. Разные формы собственности, многоукладность экономики расширили число лиц, которые нуждались в денежных средствах для открытия и развития фабричного, железнодорожного, банковского, торгового, страхового дела.

До 50-х гг. XIX в. финансовый рынок был монополизирован казенными банками. Благодаря деятельности банков свободные капиталы покидали рынок капиталов, формировали ресурсы данных кредитных учреждений и направлялись в долгосрочные ссуды дворянству и Государственному казначейству. Нуждам казны отвечала и другая форма монополии — почти исключительное господство государственных облигаций на рынке ценных бумаг, являющемся составной частью рынка капиталов. На нем обращалось лишь малое количество ценных негосударственных бумаг — акций страховых обществ.

В результате углубления и качественного развития рыночных отношений в экономике начался процесс демонополизации рынка

капиталов. На рынке появились новые субъекты, которые предъявляли спрос на инвестиции. Этими субъектами стали акционерные общества в разных отраслях, и прежде всего в сфере транспорта, в частности, такое огромное предприятие, как Главное общество российских железных дорог. В 1857 г. было основано общество с суммарным капиталом 300 млн руб. (в него входили 14 обществ), в 1858 г. — 36 обществ с капиталом 51,3 млн руб. Все они привлекли средства с помощью выпуска акций и облигаций.

Учредители новых акционерных обществ раздавали заманчивые обещания покупателям акций по поводу дивидендов и устанавливали щедрые ставки по долговым обязательствам. Уровень дивиденда по акциям и процента по облигациям в ряде случаев был выше, чем по вкладам в казенных банках. Государственные кредитные учреждения устанавливали процентные ставки по вкладам и ссудам в соответствии с распоряжениями Министерства финансов, которое было заинтересовано в получении дешевых кредитов у казенных банков. Поэтому в 50-е гг. XIX в. процентные ставки казенных банков оказались ниже рыночного уровня. В результате начался отток средств из банков.

У иностранной денежной буржуазии в то время резко снизилась заинтересованность в предоставлении кредитов под обязательства российского правительства, престиж которого сильно снизился из-за поражения страны в Крымской войне. Многие иностранные предприниматели желали делать инвестиции непосредственно в экономику России, причем вкладывать капиталы в конкретные доходные акционерные общества с участием российских учредителей, внушающих им доверие.

Правящие круги понимали, что без помощи иностранного капитала национальной экономике крайне трудно выкарабкаться из кризисного состояния, вековой отсталости, обусловленной длительным сохранением феодализма.

Николай I, боявшийся проникновения с Запада демократических тенденций, отгородил Россию от внешнего мира «железным занавесом», сделав ее недоступной для иностранных инвестиций. Александр II открыл границы для иностранных капиталов и создал

для них надежную систему защиты. В Российскую империю устремились западные капиталы и специалисты, товары, технологии.

В условиях рыночного хозяйства национальные и иностранные собственники свободных денежных капиталов могли выбирать форму их размещения. Денежные средства можно было вложить в покупку акций и облигаций акционерных обществ, совершить депонирование денег в коммерческие банки под выгодный процент, внести пай в товарищество, приобрести ценные бумаги российского правительства, отдать деньги «в рост» под вексель заемщика и т. д. Каждый владелец свободных капиталов исходил из уровня рентабельности подобных инвестиций. Он руководствовался возможностью получения максимально возможного дохода на вложенный капитал, принимая во внимание фактор риска потерь. Прежний дореформенный монополизированный рынок капиталов феодального типа прекратил свое существование. Соотношение спроса и предложения на нем определило рыночную цену использования денежных капиталов. Подобная трансформация рынка привела к разрушению системы дореформенных казенных банков, не приспособленных к работе в условиях подлинного рынка.

В результате выкупной операции в связи с отменой крепостного права (1861) помещики получили на руки огромные средства не только наличными деньгами, но и ценными бумагами — выкупными свидетельствами. Гарантированные доходы от ценных бумаг заменили сборы с крестьян. Еще одним резервом для получения денежных средств помещиками являлась ипотека. Обращение в ипотечные банки и владение ипотечными бумагами также способствовало втягиванию помещиков в операции на фондовом рынке. В 1894 г. крупнейший землевладелец России Шереметев имел ценные бумаги на сумму 7,57 млн руб. Это было началом развития частной инвестиционной деятельности в России. Однако следует отметить, что значительная часть ценных бумаг, находящихся в обороте на фондовом рынке дореволюционной России, относилась к государственным.

В стране стали развиваться акционерные коммерческие банки (первый из них учрежден в 1864 г.). В ноябре 1864 г. был выпу-

щен первый в российской истории выигрышный заем. Государство предполагало разместить заем на сумму 100 млн руб., выпустив кредитные билеты сроком на 60 лет. Билеты назывались «Билеты внутреннего 5 %-го с выигрышами займа». Они выпускались на предъявителя, номиналом 100 руб. Облигация имела купонный лист. Погашение облигаций происходило тиражами. При погашении выплачивалась так называемая погасительная премия в размере 20 руб., которая повышалась по мере приближения окончательного погашения займа до 50 руб. Наряду с выплатой процентов держателям предоставлялись шансы выигрыша денежных призов. Облигации пользовались большим спросом.

По мере роста торговли и промышленности российские предприниматели из дворянского и купеческого сословий нуждались в долгосрочных инвестициях для развития фабрик и горнозаводских строений производственного назначения, покупки необходимого оборудования. Государственный заемный банк выдавал кредиты под залог фабрик (на срок до 28 лет), указанных имений (до 33 лет), строений (до 15 лет). Все это осуществлялось за счет краткосрочных вкладов. Это привело к нарушению платежеспособности банков и их ликвидации. В 1859 г. Александр II запретил выдачу ссуд под залог недвижимости.

Новая денежная система России, созданная в результате реформы 1895–1897 гг., отвечала интересам дальнейшего развития рынков товаров, труда и капиталов. Рыночное хозяйство страны получило устойчивую золотую валюту и бумажные денежные знаки, равнозначные золоту и свободно размениваемые на этот металл. Реформа явилась крупным прогрессивным мероприятием российского правительства. Новая денежная система вызвала еще больший прилив иностранного капитала. Зарубежные инвесторы получили возможность извлекать прибыль на вложенный капитал в устойчивой валюте — конвертируемом рубле.

Потребность к упорядочению рынка капиталов привела к росту числа бирж. С 1860 до 1900 г. возникло 24 биржи. На них аккумулировались накопления российских промышленников, купцов, государства, банков, обычных граждан. Эти накопления можно под-

разделить на производительные (строительство, машиностроение и торговля) и непроизводительные. Санкт-Петербургская биржа впервые стала использоваться в качестве важного механизма, обеспечивающего финансирование промышленности. Благодаря посредничеству бирж отечественные и в большей степени иностранные капиталы в значительных для того времени объемах вкладывались в акции промышленных предприятий. За эти годы акционерные капиталы всех акционерных обществ (АО) увеличились с 900 млн руб. до 1 962 млн руб, в том числе промышленных — с 502 млн руб. до 1 320 млн руб., из них предприятий тяжелой промышленности — с 135 млн руб. до 656 млн руб.

Таким образом, Российская империя вступила на путь реформ без системы долгосрочного кредитования (ипотечного кредита). Между тем потребность экономики в долгосрочном банковском кредите росла с каждым годом.

В капиталах долгосрочного характера нуждались появившиеся в России новые типы предприятий (товарищества, акционерные общества); жители быстрорастущих городов страны; дворяне, лишившиеся после реформы 1861 г. права собственности на даровую рабочую силу; крестьяне, освобожденные от крепостной зависимости. Остальные типы потенциальных заемщиков этого сделать не могли, им нужны были посредники в лице кредитных учреждений.

Чтобы создать систему, адекватную запросам рынка, потребовалось внести изменения в конструкцию ипотечного кредитования. Во-первых, были установлены отношения между получателем ипотечного кредита и обладателем свободного капитала. Их связало изобретение механизма ипотечного кредита в форме выдачи ипотечных облигаций, которые заемщику следовало продать на вторичном рынке облигаций. Во-вторых, были созданы кредитные общества (Санкт-Петербургское и Московское). Заемщик, получив ссуду облигациями общества, продавал их на вторичном рынке. По просьбе Санкт-Петербургского городского кредитного общества, чтобы повысить рыночный курс облигаций, Министерство финансов с 1862 г. разрешило Государственному банку выдавать денежные ссуды под залог облигаций в размере 90 коп. за рубль их биржевой

цены, а также приобретать данные долговые обязательства за свой счет на тех же условиях, как и государственные процентные бумаги. Более того, с 1863 г. Госбанк ввел оплату вышедших в тираж облигаций и купонов в его конторах и отделениях, которые высылали данные ценные бумаги после их оплаты в правление общества, возмещавшего Госбанку совершенные выплаты. Со временем Московская контора Госбанка начала выдавать ссуды под залог облигаций Московского городского кредитного общества.

Облигации кредитных обществ пользовались большим спросом, особенно у людей среднего достатка, которые помещали в них свои сбережения. Выдав 1 марта 1862 г. первую ссуду, Санкт-Петербургское городское кредитное общество по 1 марта 1911 г. приняло в залог 9 462 имущества, находящихся в пределах Санкт-Петербурга. За данное время объем предоставленных кредитов составил 283,8 млн руб. Заложив имущество и получив под него кредит, значительная часть заемщиков направила денежные средства на финансирование нового строительства. За 49 лет деятельности Санкт-Петербургского общества владельцы более трети (39,33 %) заложенных имуществ получили возможность построить новые здания за счет кредитов общества и увеличить стоимость собственной недвижимости на сумму свыше 140 млн руб., что составило почти третью часть суммы, определенной залоговой оценкой.

Вслед за Санкт-Петербургом и Москвой городские кредитные общества были созданы в других городах, в том числе Кронштадское (1875), Тифлисское (1881), Минское (1896), Николаевское (1898), Бакинское и Кишиневское (1900), Ростовское-на-Дону (1904), Симферопольское (1906). Необходимо, однако, отметить, что кредитные общества не являлись монополистами в сфере кредита под залог недвижимости. Спустя некоторое время у них появились конкуренты — земельные банки, спектр интересов которых был очень широк. В 1885 г. учрежден Государственный дворянский земельный банк. Он предоставлял дворянам ипотечные ссуды на льготных условиях в размере 60 % от стоимости их имений сроком до 66 лет. О быстром росте объема предоставляемых им кредитов свидетельствуют следующие данные: в 1887 г. банк выдал ссуды на сумму 69 млн руб.,

для несостоятельных плательщиков по ссудам — без взимания процентов. Правительство России предоставляло Государственному дворянскому земельному банку финансовую помощь через Государственный банк, который в первые годы работы нового ипотечного учреждения покрывал все убытки от операций.

Ипотечный кредит, предоставляемый Государственным дворянским земельным банком, использовался заемщиком на расширение сельскохозяйственного производства (закупку агротехники, семян, племенного скота, на затраты по мелиорации земель и т. д.).

Однако значительную часть ссуд дворяне направляли на личное, непроизводительное потребление: на покупку предметов роскоши, поездки за границу и т. д. Тем самым банковские кредиты в одних случаях способствовали капиталистическому реформированию помещичьих хозяйств, а в других сдерживали их разорение.

Ресурсы для долгосрочного кредитования банк формировал не путем привлечения средств во вклады, а посредством выпуска закладных листов, что являлось традиционным приемом ипотечных банков эпохи развитого рынка капиталов и ценных бумаг. Чтобы ускорить формирование кредитных ресурсов, российское правительство разрешило Дворянскому земельному банку прибегнуть к выигрышному облигационному государственному займу. В 1889 г. Государственный дворянский земельный банк выпустил такой заем на сумму 80 млн руб.

Со второй половины 1898 г. положение денежных рынков в Западной Европе ухудшилось. На это повлияли война США с Испанией, война в Южной Африке, события на Дальнем Востоке. В 1899–1900 гг. трудности на рынках капиталов приняли форму острого кризиса. Рыночные курсы российских ценных бумаг начали падать. Оба земельных банка (Государственный и Дворянский) занимали главное место в системе ипотечного кредитования. На 1 января 1914 г. общая сумма выпущенных в обращение закладных листов ипотечных банков составляла 5 300 млн руб.

Резкое ухудшение состояния денежного капитала произошло и в России. После промышленного подъема 90-х гг. XIX в. в России разразился острейший денежный кризис. В связи с резко возрос-

шим дефицитом свободных капиталов, ростом спроса на деньги сильно упал курс многих ценных бумаг, обанкротился ряд банков, значительно сократился объем кредитования. Вслед за денежным кризисом разразился и промышленный кризис. За 3 кризисных года закрылось 3 тыс. предприятий. Только в 1904 г. промышленность начала выходить из экономического кризиса.

В 1908 г. после кратковременного экономического оживления появились признаки нового кризиса. Они были вызваны тем, что финансы государства были истощены Русско-японской войной, сократился объем выпуска продукции тех отраслей, которые не были связаны с военным производством.

В начале 10-х гг. XX в. состояние Российской империи улучшается. Этому способствовали ряд урожайных лет, промышленный подъем 1910–1913 гг. По темпам роста промышленности страна обгоняла западноевропейские державы. Общий прирост промышленной продукции за 1908–1913 гг. составил 50,8 %. Благодаря экономическому расцвету начался процесс финансового оздоровления страны. Накопления капиталов внутри страны, их новый приток из-за рубежа способствовали восстановлению равновесия на рынке капиталов, преодолению дефицита финансовых средств, необходимых для экономического развития страны.

Отличительной чертой рассмотренного периода явилось широкое использование государственного кредита в производительных целях. Правительство различными способами поддерживало как отечественные, так и иностранные инвестиции. Это проявлялось в системе государственных гарантий, поддержке ипотечного кредитования и т. д.

Таким образом, эти годы явились уникальным и неповторимым временем в истории развития инвестиционной деятельности в России. Еще в начале данного периода правительство активно использовало нерыночные методы финансирования дефицита государственного бюджета, а частные инвестиции носили единичный характер. Также существовали архаичные способы получения иностранных кредитов. Совершенный за указанный период времени переход к развитым рынкам товаров, труда и капиталов, устойчи-

вой золотой валюте заставил российское правительство создать и практически применить широкий арсенал рыночных способов получения ресурсов для покрытия дефицита государственного бюджета. Новая кредитная политика правительства заключалась в использовании ряда новаций в организации государственного кредита, в частности выигрышных, золотых и рентных займов, в умелом обращении к отечественным и зарубежным рынкам капиталов.

1.2. Советский период развития инвестиций

Советский период развития инвестиций и инвестиционной деятельности охватывает 1917–1991 гг. С приходом к власти большевиков система частного инвестирования была полностью уничтожена, потому что все решало государство. Начальный период существования Советского государства характеризовался глубоким экономическим кризисом и падением производства во всех отраслях промышленности. После Октября 1917 г. перед Россией встали проблемы восстановления народного хозяйства страны. Для преодоления кризиса были необходимы инвестиции.

Обращение к внешним источникам капитала было обусловлено его недостатком внутри страны. Среди возможных форм экономического сотрудничества России и развитых зарубежных стран советским правительством рассматривались займы, торговля, концессии. При этом сложное внешнеполитическое положение Советского государства обусловливало преимущество концессии перед другими рассматриваемыми формами привлечения иностранного капитала. Придя к власти, большевистское правительство провело национализацию промышленных предприятий, банков, ввело государственную монополию внешней торговли и аннулировало внешние займы прежних российских правительств.

Проведенные мероприятия значительно обострили отношения между Советской страной и западными странами. Напряженность в отношениях присутствовала на всем протяжении рассматрива-

емого периода. В этих условиях предоставление России денежных и товарных кредитов было крайне затруднено, что делало невозможным и развитие внешней торговли в масштабах, необходимых для восстановления промышленности страны.

В советское время, особенно до 70-х гг., государство не допускало появления свободных денег у подавляющей массы населения. Учитывая сложившиеся обстоятельства, советское правительство выдвигало концессию как компромисс, который мог предоставить иностранному предпринимателю необходимые гарантии в форме договора на эксплуатацию конкретного промышленного предприятия, а России — необходимые капиталы для восстановления и развития промышленности.

В первые годы новой экономической политики были реальные возможности для привлечения иностранного капитала в Россию: советское руководство заявляло о желании сдавать национализированные предприятия в концессию, и многие иностранные фирмы, в том числе самые крупные, были готовы откликнуться на эти декларации. У них был дореволюционный опыт работы в России, специалисты, знающие российские условия, и средства, необходимые для восстановления ранее принадлежавших им предприятий.

На практике эти намерения не удалось реализовать, прежде всего, из-за противоречивости концепции новой экономической политики. Признавая необходимость существования смешанной экономики, власти стремились сохранить в руках государства ведущие предприятия в базовых отраслях промышленности и предоставить им благоприятные условия для развития, ограждая от возможной конкуренции со стороны концессионных предприятий. Отрицательные последствия такой конкуренции преувеличивались, а ее положительные стороны игнорировались. Немалую роль играли и идеологические факторы, желание не допустить обогащения иностранцев за счет российских природных ресурсов и предотвратить распространение буржуазных взглядов, связанное с развитием крупного частного сектора.

Новая экономическая политика (НЭП) занимает в историческом развитии России важное место. Это обусловлено, прежде всего,

тем, что НЭП был нацелен на эффективное проведение комплексного реформирования экономики. В этом смысле изучение опыта НЭПа очень актуально в настоящее время как для анализа результатов современного реформирования российской экономики, так и для определения путей экономической политики.

Как известно, развитие общества происходит по спирали, и экономическая ситуация в России в начале XXI в. во многом соответствует экономической ситуации 20-х гг. XX в., но только на уровень выше. Поэтому исследование новой экономической политики, предложенной В. И. Лениным, поможет избежать серьезных ошибок, которые привели Советское государство к экономическому застою.

Одним из признаков НЭПа являлось развитие концессий, особой формы государственной аренды, т. е. предоставление иностранным предпринимателям права эксплуатировать и строить предприятия на территории Советского государства, а также разрабатывать земные недра, добывать полезные ископаемые и т. д. Концессионная политика преследовала цель привлечь в экономику страны иностранный капитал. Проведение этой политики поручили Л. Д. Троцкому, который в 1925 г. был назначен председателем Главного концессионного комитета. Арендные и концессионные предприятия возродили государственно-капиталистический уклад экономики. Ленин рассматривал госкапитализм в качестве ближайшего союзника социалистического (государственного) уклада в новой предстоящей борьбе с мелкотоварным хозяйством.

В 1920-е гг. до 95 % советских промышленных предприятий получали западную техническую помощь, которая помогла достаточно быстро восстановить многие отрасли экономики. Но как только зарубежное оборудование и технологии осваивались нашими специалистами, советское правительство разрывало договоры о концессиях и других формах сотрудничества с иностранными партнерами.

Немаловажное значение для проведения НЭПа имело создание устойчивой денежной системы и стабилизация рубля. У истоков этой работы стоял нарком финансов Г. Я. Сокольников, еще в 1918 г. возражавший против денежной эмиссии. Но в тот момент он не был

понят, эмиссия продолжалась, и только чудом не был воплощен в жизнь план полного аннулирования денег и закрытия Наркома финансов за ненадобностью.

В 1921 г. возродилась кредитная система, был воссоздан Госбанк СССР, начавший кредитование промышленности и торговли на коммерческой основе. В 1922–1925 гг. были созданы специализированные банки (акционерные, в которых пайщиками были Госбанк, синдикаты, кооперативы, частные лица и даже одно время иностранцы) для кредитования отдельных отраслей хозяйства и районов страны; кооперативные — для кредитования потребительской кооперации; сельскохозяйственные банки, организованные на паях общества сельскохозяйственного кредита, замыкавшиеся на республиканские и центральный банки; общества взаимного кредита — для кредитования частной промышленности и торговли; сберегательные кассы — для мобилизации денежных накоплений населения. На 1 октября 1923 г. в стране действовало 17 самостоятельных банков, а доля Госбанка в общих кредитных вложениях всей банковской системы составляла 2/3. К 1 октября 1926 г. число банков возросло до 61, а доля Госбанка в кредитовании народного хозяйства снизилась до 48 %.

В новых хозяйственных условиях для оздоровления финансовой системы следовало, с одной стороны, снять запреты на все виды торговли, с другой — ликвидировать огромный бюджетный дефицит путем резкого сокращения расходов и развития эффективной налоговой системы.

После острых дискуссий к концу 1922 г. было решено проводить денежную реформу на основе золотого стандарта. Для стабилизации рубля была осуществлена деноминация денежных знаков, т. е. изменение их нарицательной стоимости по определенному соотношению старых и новых знаков. С начала в 1922 г. были выпущены совзнаки. Одновременно с выпуском совзнаков в конце ноября 1922 г. была выпущена в обращение новая советская валюта — «червонец», приравненный к 7,74 г чистого золота, или к дореволюционной десятирублевой монете. Червонцы прежде всего предназначались для кредитования промышленности и коммерческих операций

в оптовой торговле, было строго запрещено использовать их для покрытия бюджетного дефицита.

Осенью 1922 г. были созданы фондовые биржи, где разрешалась купля-продажа валюты, золота, государственных займов по свободному курсу. Уже в 1925 г. червонец стал конвертируемой валютой, он официально котировался на различных валютных биржах мира.

Заключительным этапом реформы была процедура выкупа совзнаков.

Одновременно с денежной реформой была проведена налоговая реформа. Уже в конце 1923 г. основным источником доходов государственного бюджета стали отчисления от прибыли предприятий, а не налоги с населения.

Логическим следствием возврата к рыночной экономике был переход от натурального к денежному налогообложению крестьянских хозяйств. В этот период активно разрабатываются новые источники получения денежного налога. В 1921–1922 гг. были установлены налоги на табак, спиртные напитки, пиво, спички, мед, минеральные воды и другие товары.

Кредитная система постепенно возрождалась. В 1921 г. восстановил свою работу Госбанк, который был упразднен в 1918 г. Началось кредитование промышленности и торговли на коммерческой основе. В стране возникли специализированные банки: Торгово-промышленный банк (Промбанк) для финансирования промышленности, Электробанк для кредитования электрификации, Российский коммерческий банк (с 1924 г. — Внешторгбанк) для финансирования внешней торговли и др. Эти банки осуществляли краткосрочное и долгосрочное кредитование, распределяли ссуды, назначали ссудный, учетный процент и процент по вкладам.

Летом 1922 г. был предпринят еще один шаг к стабилизации финансовой системы: была открыта подписка на первый государственный хлебный заем на общую сумму в 10 млн пудов ржи в зерне.

Была создана целая сеть акционерных банков, среди акционеров которых были Госбанк, синдикаты, кооперативы, частные лица и даже иностранные предприниматели. Эти банки кредитовали в основном отдельные отрасли промышленности.

Подтверждением рыночного характера экономики может служить конкуренция, возникавшая между банками в борьбе за клиентов, и, как следствие, предоставление им особенно выгодных условий кредитования.

Широкое распространение получил коммерческий кредит, т. е. кредитование друг друга различными предприятиями и организациями. Все это говорит о том, что в стране уже функционировал единый денежный рынок со всеми его атрибутами.

Г. Я. Сокольников неоднократно подчеркивал, что успешное экономическое развитие страны возможно лишь в том случае, если она сможет «хозяйственно примкнуть к мировому рынку». Монополия внешней торговли, по его мнению, не давала возможности полнее использовать экспортный потенциал страны, поскольку крестьяне и кустари за свои продукты получали только обесцененные советские денежные знаки, а не валюту. В. И. Ленин выступал против ослабления монополии внешней торговли, опасаясь якобы роста контрабанды. На самом же деле правительство опасалось того, что производители, получив право выхода на мировой рынок, почувствуют свою независимость от государства и вновь начнут бороться против власти. Исходя из этого, руководство страны старалось не допустить демонополизации внешней торговли.

Из-за расширения банковской эмиссии нарушилось равновесие между размерами товарооборота и находившейся в обращении денежной массой. Возникла реальная угроза инфляции, признаком чего стал рост товарных цен в сентябре 1925 г. и все больше ощущавшийся дефицит промышленных товаров первой необходимости. Крестьянство очень быстро отреагировало соответствующим образом на эту ситуацию, что привело к срыву плана хлебозаготовок. А это повлекло за собой невыполнение экспортно-импортной программы и сокращение доходов от продажи хлеба за границей.

Для поддержания устойчивого курса червонца на внутреннем рынке Госбанк был вынужден постоянно вводить в обращение золото и инвалюту, чтобы изымать денежные излишки. Но эти меры приводили не к сокращению эмиссии, а к истощению валютных резервов.

Несмотря на бурное развитие рыночных отношений, в годы НЭПа сохранялось жесткое государственное регулирование экономических процессов. Главным приоритетом в экономической жизни страны в тот период являлось восстановление и интенсивное развитие крупной промышленности, которая рассматривалась как основная опора советской власти в крестьянской стране и как источник укрепления обороноспособности. Но для развития промышленности нужны были огромные средства, которые можно было извлечь только из сельского хозяйства через налоги и сознательное установление особой ценовой политики.

Центральная власть пыталась регулировать основные пропорции экономического роста, но на практике это привело к глубоким диспропорциям и «ножницам цен». Если с 1913 по 1922 г. цены на промышленные товары по сравнению с ценами на продукцию сельского хозяйства выросли в 1,2 раза, то к концу 1923 г. «раствор» ножниц цен достиг уже 300 %: так, чтобы купить плуг в 1913 г. хватало 10 пудов ржи, а в 1923 г. требовалось уже 36 пудов ржи. Такая политика цен позволяла проводить неэквивалентный товарообмен между городом и деревней, изымать из сельского хозяйства немалые средства.

Осенью 1923 г. в стране разразился так называемый «кризис сбыта». Желание получить максимальную прибыль в условиях хозрасчета заставляло работников Высшего совета народного хозяйства (ВСНХ), руководителей трестов и синдикатов до предела поднимать цену на «свой» товар. Был собран хороший урожай, но крестьяне не торопились сдавать хлеб по низким ценам, поскольку они не компенсировали затраты на производство. Относительно низкая покупательная способность крестьян привела к затовариванию складов не только сельскохозяйственными машинами, но и самыми простыми и самыми необходимыми средствами сельхозпроизводства: косами, боронами, плугами и т. д. Государство было вынуждено вмешаться в процесс ценообразования, административным путем снизить цены на промышленные товары, повысить закупочные цены на сельскохозяйственную продукцию

и организовать дешевый кредит для крестьянства. Это обеспечило растущий спрос деревни. Кризис был преодолен.

Несомненным успехом НЭПа было восстановление разрушенной экономики. Если учесть, что после революции Россия лишилась высококвалифицированных кадров (экономистов, управленцев, производственников), то успех новой власти можно считать еще более крупным, настоящей «победой над разрухой». В то же время отсутствие тех самых высококвалифицированных кадров стало причиной просчетов и ошибок.

Финансовая система во время НЭПа имела много особенностей, тем не менее она отталкивалась от налоговой системы дореволюционной России как от исходного пункта и воспроизводила ряд ее черт. Складывающаяся система налогообложения имела слабо налаженный аппарат и характеризовалась почти полным отсутствием данных для определения финансового положения различных категорий налогоплательщиков, что предопределяло весьма примитивные способы обложения.

Фискальную политику государства в период НЭПа претворял в жизнь Народный комиссариат финансов. По Положению о Наркомфине СССР, принятому ЦИК СССР (Центральный исполнительный комитет) в ноябре 1923 г., Наркомат, возглавляемый наркомом финансов, имел коллегию и включал 12 основных структурных подразделений (в том числе управления: общее, бюджетное, валютное, государственных налогов, государственных доходов, финансово-контрольное, местных финансов; финансово-экономическое бюро; Главное управление государственными трудовыми сберегательными кассами; Главное управление государственного страхования; Госбанк и др.). Сбор налогов осуществлялся системой Народного комиссариата финансов с помощью налоговых комиссий — общественных органов, созданных в помощь финансовым (налоговым) инспекторам и исполнительным комитетам местных Советов с целью наиболее полного учета плательщиков налогов, облагаемых доходов и правильного исчисления налоговых платежей. В налоговые комиссии входили представители местных исполнительных

комитетов, профсоюзов и по два рекомендованных исполнительным комитетом плательщика.

Еще одной характерной чертой налоговой системы периода НЭПа являлась множественность налогов и сборов и многократность обложения торгово-промышленного оборота в различных его звеньях. Количество платежей, взимаемых только с обобществленного сектора, достигло 86 налогов и сборов. Систему налогов и сборов при НЭПе составляли:

1) прямые налоги: промысловый налог, единый натуральный налог, денежный подворный налог, сельскохозяйственный налог, индивидуальное обложение кулацких хозяйств сельскохозяйственным налогом, подоходно-поимущественный, единый общегражданский налог, военный налог, налог на сверхприбыль, квартирный налог, налог с наследств и дарений;

2) косвенные налоги: акцизы, налог с доходов от демонстраций кинофильмов;

3) пошлины: патентная, судебная и др.;

4) сборы: гербовый, патентный, канцелярский, прописочный, на нужды жилищного и культурно-бытового строительства.

В качестве чрезвычайных мер вводились: в 1922 г. — единовременный общегражданский налог для оказания помощи голодающим; в 1924 г. — единовременный налог на нужды населения, пострадавшего от неурожая. В 1922–1923 гг. отмечалась большая активность местных органов власти, что выражалось в появлении массы не предусмотренных никакими законами различного рода налогов и сборов.

Низкая квалификация налогового аппарата и техническое несовершенство взимания налогов при одновременном существенном росте потребности государства в доходах явились причиной введения наиболее простых видов налогов и сборов, с акцентом на реальные налоги. В этот период, кроме уже указанных выше, действовали следующие налоги: налог со строений в городской местности; налог на домашнюю прислугу; налоги с городских и пригородных садов и огородов; налог на право охоты; сбор с владельцев транспортных средств (в том числе и велосипедов); сбор с грузов,

привозимых и вывозимых по железным и водным путям сообщения; сбор за пользование общественными весами; сбор с пригоняемого на рынок для продажи скота; сбор с извозного промысла; сбор с отпускаемой на корню древесины и др.

Первым денежным налогом в условиях НЭПа был введенный в действие в июле 1921 г. промысловый налог, который взимался с частных торговых и промышленных предприятий и состоял из двух частей: патентного и уравнительного сборов. Взимание патентного сбора позволяло осуществить регистрацию предприятия в финансовых органах и получить поступления в бюджет вперед за определенный срок, что имело существенное значение в условиях большой нестабильности работы частных торговых предприятий. Уравнительный сбор позволял усилить обложение предпринимателей, получавших более крупные доходы (взимался ежемесячно в размере 3 % с оборота предприятия).

С 1922 г. промысловый налог взимался на общих основаниях также с государственных, кооперативных, коммунальных и общественных предприятий. Впоследствии уравнительный сбор дифференцировался в зависимости от типа предприятия (государственное, кооперативное, частное) и являлся действенным рычагом вытеснения частного капитала.

Другим важнейшим прямым налогом был подоходно-поимущественный. Им облагались как физические, так и юридические лица: акционерные общества, товарищества и т. п. Поимущественное обложение представляло собой прежде всего налог на капитал. Государственные предприятия были освобождены от поимущественного обложения, но платили подоходный налог в размере 8 %.

Поимущественное обложение прогрессивно возрастало по мере увеличения размера имущества. В результате всякое слияние капиталов — создание товариществ, акционерных обществ — вело к удвоению и утроению обложения. Дважды, по сути дела, облагались и доходы участников акционерных обществ: сначала как совокупный доход акционерного общества, а затем как выплаченные дивиденды. Подобный налоговый гнет толкал частных предпринимателей на путь быстрой наживы, спекуляции, препятствовал

рациональной концентрации и накоплению капитала даже на самом примитивном уровне.

Нельзя также не отметить значение важнейшего в те годы единого сельскохозяйственного налога, который был введен декретом ВЦИК и СНК от 10 мая 1923 г. взамен единого натурального налога, а также подворно-денежного, общегражданского налогов на восстановление сельского хозяйства и ряда других с целью упорядочить налогообложение в деревне.

При обложении налогом учитывались размер пашни и сенокоса (в переводе на пашню), урожайность хлебов и трав, количество рабочего и продуктивного скота. Бедняцким хозяйствам предоставлялись значительные льготы по налогу. Примерно 20 % крестьянских хозяйств (в основном не имевших скота) освобождались от уплаты. Для исчисления налога крестьянские хозяйства распределялись по группам в зависимости от обеспеченности пашней на едока (9 групп), обеспеченности скотом на хозяйство (4 группы) и средней урожайности культур в данной местности (11 разрядов). Такая система построения налога давала возможность установить размер налога в соответствии с примерной доходностью хозяйства. Налог уплачивался деньгами или натурой, а с 1 января 1924 г., с установлением в СССР твердой валюты, — в денежной форме.

Дальнейшая реорганизация сельскохозяйственного налога, осуществленная в 1924–1925 гг., ставила задачу максимально приблизить обложение к прогрессивно-подоходной форме, освободив от него бедноту. Налог стал взиматься по совокупности доходов крестьянских хозяйств с применением более резкой прогрессии. Доходы от сельского хозяйства определялись по средним нормам доходности. Расширились льготы для середняцких хозяйств и кооперированных крестьян. С 1928 г. обложение кулацких хозяйств по средним нормам доходности было заменено обложением на основе фактически полученных доходов. В условиях сплошной коллективизации сельскохозяйственный налог был коренным образом перестроен и фактически разделен на три налога: с колхозов и колхозников; с единоличных трудовых крестьянских хозяйств; с кулацких хозяйств.

В формирующейся налоговой системе РСФСР особое место занимали постоянно действующие специальные налоги. Первым из них был рентный налог, введенный в ноябре 1923 г. Основным его назначением являлось упорядочение взимания арендной платы с земель, как застроенных, так и незастроенных, находившихся в черте городских поселений и дорог. Взимался налог в виде основной и дополнительной ренты. Основная рента взималась по одной ставке для конкретного города независимо от доходности земли и поступала в государственный бюджет. При исчислении дополнительной ренты учитывали доходность участка, эта часть налога поступала в доходы местных бюджетов.

В 1925 г. был введен специальный военный налог, который уплачивали не призванные в армию мужчины в возрасте от 21 до 40 лет. В течение первых двух лет налог взимался в повышенном размере — 25 % от уплачиваемых этими лицами ставок подоходного и сельскохозяйственного налогов. Поступления от военного налога расходовались исключительно на оказание помощи инвалидам Гражданской войны.

После перехода к НЭПу и одновременно с формированием системы прямого налогообложения государство вводит косвенные налоги в виде акцизов на отдельные товары. Техника их взимания в сравнении с прямыми налогами была менее сложной, и, кроме того, они отвечали принципу массовости налогообложения. В условиях отсутствия квалифицированного налогового аппарата косвенные налоги превратились в наиболее эффективный источник доходов бюджета. В области косвенных налогов (равно как и прямых) задача финансовых органов заключалась в перенесении основной тяжести налогового бремени на имущие классы и слои населения. С этой целью акцизы дифференцировались в зависимости от качества изделий, продажной цены, круга потребителей.

Одним из основных доходных источников местных бюджетов в период НЭПа был квартирный налог. С середины 1920-х гг. местным Советам разрешалось вводить квартирный налог для увеличения средств, направляемых на жилищное строительство, за счет повышения уровня налогообложения «нетрудовых элементов».

Налог взимался с владельцев торговых и промышленных предприятий, строений в городах и сдаваемых внаем помещений вне городов. Ставки квартирного налога устанавливались на единицу площади в пределах, утвержденных общесоюзным законодательством, и дифференцировались в зависимости от величины доходов. Из поступавших сумм налога 20 % отчислялись в специальные фонды Центркомбанка СССР (Центрального коммунального банка СССР) для выдачи ссуд на строительство жилья для рабочих, 80 % зачислялись в местные фонды кредитования рабочего жилищного строительства. В ходе налоговой реформы 1930–1932 гг. квартирный налог был упразднен.

Курс правительства на свертывание НЭПа проявился во введении налога на сверхприбыль, налога с наследств и дарений, индивидуального обложения кулацких хозяйств сельскохозяйственным налогом.

В СССР налог на сверхприбыль введен в 1926 г. с целью «изъять доходы капиталистических элементов, полученные в результате применения спекулятивных цен». Плательщиками налога являлись владельцы торговых предприятий, предприятий отдельных отраслей промышленности (кожевенной, текстильной, маслобойной, мукомольной, рыбной и т. п.), а также торговые посредники и маклеры. Объектом обложения была прибыль за данный год, превышавшая норму, исчислявшуюся исходя из установленных цен.

Норма прибыли определялась губернскими финансовыми отделами совместно с органами торговли. Размер налога не должен был превышать 50 % ставки подоходного налога.

На основании постановления ЦИК и СНК СССР от 29 января 1926 г. был введен налог с имущества, переходящего в порядке наследования и дарения. Налогом облагалась вся стоимость наследства или дарения по резко прогрессивной шкале ставок, которые колебались от 1 до 90 %, в зависимости от стоимости имущества. С 1929 г. ставки в общесоюзных пределах устанавливались на подведомственной территории союзными республиками.

В качестве формы дополнительного обложения доходов «кулацких хозяйств» в 1929 г. вводится индивидуальное обложение

кулацких хозяйств сельскохозяйственным налогом. Формально эта система устанавливается с целью усилить обложение наиболее богатых хозяйств, доходы которых учитывались недостаточно полно при взимании сельскохозяйственного налога на общих основаниях по установленным нормам доходности. При этом в облагаемые включались доходы от всех источников сельского хозяйства и от всех видов неземледельческих заработков.

Основными признаками отнесения хозяйств к кулацким считались: систематическое применение в хозяйстве наемного труда; наличие в хозяйстве мельницы, маслобойки, крупорушки (устройство для дробления зерна), картофельной и плодовоовощной сушилок и других подобных предприятий, при условии применения в них механических двигателей или наемного труда; систематическая сдача внаем постоянно или на сезон специально оборудованного помещения; скупка для перепродажи; торговля или ростовщичество.

Отдельно следует остановиться на существовавшей в период НЭПа системе пошлин и сборов. В СССР пошлина представляла собой плату, взимаемую некоторыми учреждениями (судом, Госарбитражем, нотариальной конторой и др.) за определенные действия или услуги, оказываемые предприятиям, организациям, учреждениям и отдельным гражданам. До налоговой реформы 1930–1932 гг. существовало множество различных пошлин.

Патентная пошлина представляла собой плату за предоставление исключительного права на использование изобретений в соответствии с выдаваемым патентом. Патентная пошлина была введена в 1922 г. и взималась за каждую заявку на выдачу (переоформление) патента на изобретение, за подачу возражений на отказ в выдаче патента, а также за регистрацию документа о выдаче лицензии.

Судебная пошлина представляла собой плату предприятий, учреждений, организаций и граждан за рассмотрение исковых заявлений и кассационных жалоб судебными учреждениями, а также за выдачу ими копий бумаг и документов. Помимо пошлины была установлена плата за засвидетельствование народными судьями безденежных актов и документов, доверенностей на получение заработной платы, денежной и посылочной корреспонденции. Су-

дебная пошлина взималась и при рассмотрении дел в арбитражных комиссиях и исковых заявлений о правах на землепользование в соответствующих земельных комиссиях. Пошлины, действовавшие в период НЭПа, в дальнейшем были либо отменены, либо объединены в единую государственную пошлину.

К числу основных сборов, взимавшихся в 1920-е гг., относятся:

— патентный сбор;
— прописочный сбор;
— канцелярский сбор;
— гербовый сбор.

Патентный сбор представлял собой платеж в бюджет в составе промыслового налога, взимавшийся в СССР в 1921–1928 гг. с торговых и промышленных предприятий, а также с граждан, имевших доходы от занятий промыслами (уплачивался авансом за определенный период по твердым ставкам, устанавливаемым в зависимости от местонахождения и разряда предприятия).

Прописочный сбор взимался в виде платы за прописку документов — удостоверений личности. Впервые введен в декабре 1921 г. Декретом ВЦИК и СНК, предоставившим исполкомам местных Советов право взимать сбор в городских местностях.

Канцелярский сбор взимался в качестве платы за выдаваемые гражданам СССР и отдельным предприятиям (по их просьбе) копии, выписки, справки, удостоверения и другие документы (разновидность пошлины). Взимался с 1 марта 1922 г. всеми советскими государственными учреждениями, а с 1 июля 1925 г. — только таможенными учреждениями, судебными органами и учреждениями, выполнявшими судебные функции. Уплачивался специальными канцелярскими марками или наличными деньгами.

Гербовый сбор взимался в СССР в качестве платы с отдельных лиц и организаций при оформлении гражданско-правовых сделок, выдаче документов и др. В первые годы в Советской России сбор взимался по несколько измененному дореволюционному законодательству, а в октябре 1920 г. был отменен. Вновь введен с февраля 1922 г. По Уставу о государственном гербовом сборе им облагались письменные обращения частных лиц, предприятий и организаций

в правительственные учреждения и письменные ответы последних, документы и бумаги, оформляемые по гражданско-правовым сделкам. Размер сбора определялся по специальному табелю в твердых ставках (простой гербовый сбор) или в процентах к сумме сделки (пропорциональный гербовый сбор). От сбора освобождались государственные предприятия, не платившие промысловый налог, партийные, комсомольские и профсоюзные, научные и культурно-просветительные организации, а также лица, состоящие на социальном обеспечении. Сбор уплачивался гербовыми знаками либо наличными деньгами в кассы банка или другого учреждения, имевшие право принимать сбор. Доходы государственного бюджета от взимания сбора были невелики.

Источником доходов различного рода фондов государственных и общественных организаций были добровольные взносы (платежи) физических и юридических лиц (форма самообложения населения). Уплата добровольных взносов в установленном законом порядке и при соблюдении определенных ограничений могла приводить к уменьшению налогооблагаемой базы по подоходным налогам. В СССР добровольные взносы допускались только с разрешения правительства и являлись формой участия населения денежными средствами в финансировании затрат, производимых государственными и общественными организациями. В 1920-х гг. их проводили Международная организация помощи борцам революции (МОПР), Союз обществ друзей обороны и авиационно-химического строительства и др.

Наряду с широкими практическими мероприятиями, в период НЭПа разрабатывалось большое количество проектов по совершенствованию налоговой системы СССР. Значительную роль в совершенствовании механизма налогообложения сыграл Научно-исследовательский институт, возглавляемый Н. Д. Кондратьевым, автором теории больших циклов конъюнктуры, смена которых связана с качественными изменениями в хозяйственной жизни общества. Под руководством Н. Д. Кондратьева был разработан первый перспективный план развития сельского и лесного хозяйства СССР на 1923–1928 гг. Большой интерес и сегодня представляют такие

труды крупного теоретика и историка налогообложения профессора В. Н. Твердохлебова, как «Обложение городских недвижимостей на Западе» (1906–1909), «О реформе прямых налогов в России» (1916), «Финансовые очерки» (1916), «Новейшие финансовые проблемы (1914–1923)» (1923), «Местные финансы» (1927), «Государственный кредит» (1928). Однако идеи и предложения, высказываемые ведущими российскими теоретиками и практиками, не нашли применения в СССР. В 1920-е гг. вопросы налогообложения рассматривались также в трудах И. Кулишера, В. Менькова, Я. Торгулова, Д. Кузовкова, Г. Тиктина, А. Буковецкого, Д. Боголепова.

Необходимо отметить, что в первые годы НЭПа налоговые поступления являлись основным источником доходов государственного бюджета, но по мере развития народного хозяйства их доля сокращалась, а доля поступления неналоговых доходов возрастала. В последующие годы в систему взимания как прямых, так и косвенных налогов неоднократно вносились существенные изменения, связанные с усилением прогрессивности налогообложения, повышением необлагаемого минимума, введением ряда льгот для государственной и кооперативной промышленности. При всем их разнообразии суть сводилась к одному — вытеснению частного капитала.

Проводимая государством в дальнейшем финансово-кредитная политика исходила не из всесторонне взвешенного анализа жизнеспособности того или иного общественного экономического уклада, полезности его для страны, а из упрощенно понимаемых потребностей пролетарского государства в форсированной социализации народного хозяйства.

Начальный период существования Советского государства характеризовался глубоким экономическим кризисом и падением производства во всех отраслях промышленности. После Октября 1917 г. перед Россией встали проблемы восстановления народного хозяйства страны. Для преодоления кризиса были необходимы инвестиции. Обращение к внешним источникам капитала было обусловлено его недостатком внутри страны.

Среди возможных форм экономического сотрудничества России и развитых зарубежных стран советским правительством рассматривались займы, торговля, концессии. При этом сложное внешнеполитическое положение советского государства обусловливало преимущество концессии перед другими рассматриваемыми формами привлечения иностранного капитала. Придя к власти, большевистское правительство провело национализацию промышленных предприятий, банков, ввело государственную монополию внешней торговли и аннулировало внешние займы прежних российских правительств. Эти мероприятия значительно обострили отношения между Советской Россией и западными странами.

Напряженность в отношениях присутствовала на всем протяжении рассматриваемого периода. В этих условиях предоставление России денежных и товарных кредитов было крайне затруднено, что делало невозможным и развитие внешней торговли в масштабах, необходимых для восстановления промышленности страны.

Учитывая сложившиеся обстоятельства, советское правительство в качестве компромиссной формы выбрало концессию, которая могла предоставить иностранному предпринимателю необходимые ему гарантии в форме договора на эксплуатацию конкретного промышленного предприятия, а России — необходимые ей капиталы для восстановления и развития промышленности.

Концессия — это система договоров между государством и частным инвестором в отношении государственной или муниципальной собственности или монопольных видов деятельности. Таким образом, предметом (и одним из отличительных признаков) концессии является государственная или муниципальная собственность, а также вид хозяйственной деятельности, на который распространяется монополия государства.

Первые официальные предложения концессий были сделаны российской стороной 14 мая 1918 г. США и 15 мая того же года — Германии. В эти же дни Совнарком РСФСР рассмотрел вопрос о концессиях и признал возможным участие иностранного капитала в разработке отечественных ресурсов страны. С этого момента стали постепенно определяться конкретные государственно-правовые

основы будущей концессионной политики. В первой правительственной программе развития экономических связей с капиталистическими государствами в части концессий излагались следующие условия:

— концессии предоставляются лишь для создания новых предприятий с учетом общего плана развития народного хозяйства;

— концессионеры должны соблюдать советское законодательство: продавать часть произведенной продукции Правительству РСФСР по рыночным ценам;

— за советским государством оставляется право участия в доходах и выкупа предприятий по истечении срока.

Основные условия привлечения иностранного капитала в советскую промышленность на концессионной основе разрабатывались на протяжении 1918–1920 гг. Эта работа завершилась принятием 23 ноября 1920 г. декрета Совета народных комиссаров «Об основных экономических и юридических условиях концессий». Условия заключались в следующем:

1. Концессионер имел право на часть произведенной продукции, с возможностью вывозить ее за границу.

2. В случае осуществления концессионером крупных инвестиций в основной капитал, ему предоставлялись торговые льготы и преимущества.

3. Сроки концессий гарантировались достаточным статусом, чтобы концессионер окупил затраты и получил прибыль.

4. Имущество концессионного предприятия защищалось от национализации, конфискации, реквизиции.

5. Правительство гарантировало невозможность одностороннего изменения концессионного договора.

6. Концессионер получал право найма на предприятие советских рабочих и обязывался соблюдать советское трудовое законодательство.

В Декрете говорилось о намерении заключить концессионные договоры не вообще с кем-либо, а с солидными, заслуживающими доверия иностранными промышленными обществами и организациями. В соответствии с этим декретом в 1921 г. Арманду Хаммеру была предоставлена концессия на разработку Алапаевских

асбестовых рудников сроком на 20 лет. В 1923 г. были подписаны концессионные договоры на разработку лесных угодий и экспорт лесоматериалов с германскими, голландскими и норвежскими лесопромышленниками. В 1925 г. заключили концессионные договоры на разработку Чиатурского месторождения марганца, на добычу золота и других полезных ископаемых с английской компанией «Лена Голдсфилдс» сроком на 30 лет. Это была самая крупная концессия, в которую был вложен иностранный капитал на 13 млн руб.

Концессии в Советской России в период НЭПа широко использовались во многих отраслях экономики: в обрабатывающей и добывающей промышленности, сельском хозяйстве, железнодорожном строительстве и т. п. По количеству концессий и по вложенному капиталу первое место занимала обрабатывающая промышленность (24 концессии, 29 млн руб.), добывающая (14 и 28 соответственно), сельское хозяйство (7 и 2,0), торговля (7 и 1,5). Эффективность концессий была столь велика, что был разработан специальный план, чтобы добиться с их помощью сбалансированного развития различных секторов экономики на основе передовых технологий. Этот план, к сожалению, не был реализован по политическим причинам.

Статистика по созданным концессионным предприятиям 1921–1927 гг. представлена в табл. 1.

Основное число концессионных соглашений было подписано с компаниями Англии — 28 %, США — 25,2 %, Германии — 13,5 %, а также Франции, Японии. Наибольший интерес иностранный капитал проявлял к металлообрабатывающей, легкой и пищевой промышленности. Привлекательность этих сфер объяснялась про-

Таблица 1

Динамика концессионных предприятий в России в период НЭПа

Годы	Число концессионных предприятий
1921	5
1924	55
1925–1927	82

стотой сбыта продукции на мировых рынках, быстротой оборачиваемости капитала. Наименее охотно брались концессии на организацию машиностроительных производств ввиду их капиталоемкости, отсутствия квалифицированной рабочей силы, трудностей с организацией поставок комплектующих частей и т. д.

В области лесной промышленности из 5 концессионных договоров 3 реализовались в форме смешанных обществ с участием советского и иностранного капитала и 2 — как «чистые» концессии, т. е. с участием только иностранного капитала. Соглашения со смешанными обществами «Англолес» и «Голландолес» были подписаны в 1922 г., с обществом «Норвеголес» — в 1923 г. Срок договоров составлял 20 лет. Эти общества получили участки на севере европейской части страны — в бассейнах Северной Двины и Онеги. Общая площадь этих концессий составила 4,7 млн га. Договор о «чистой» концессии «Мологолес», с участием германского капитала, был подписан в 1923 г. на срок 20 лет. Концессия получила участок вдоль железной дороги Мга — Рыбинск, а также по берегу р. Мологи в Тверской и Вологодской губерниях. Площадь осваиваемых лесов в рамках данной концессии составила 1 млн га. Вторая «чистая» концессия была предоставлена японскому обществу «Рорио Рингио» в 1927 г. в Приморье, также на срок в 20 лет. Площадь лесов по этой концессии составила 1,1 млн га.

Передаваемые в концессию участки оставались в собственности государства, что давало ему возможность соблюдать свои интересы. Договоры обеспечивали платежи концессионеров в казну в виде лесной ренты, отчислений от выручки концессионеров за проданную продукцию, налогов. Причины убыточности лесных концессионных предприятий были обусловлены просчетами относительно рыночной конъюнктуры, а также недостаточной осведомленностью советских хозяйственных органов о состоянии лесных ресурсов на передаваемых в концессию участках.

Серьезную проблему представлял сбыт готовой продукции как на внутрисоюзном рынке в связи с его узостью, так и на рынке мировом ввиду конкуренции со стороны капиталистических пред-

приятий. В качестве общих условий сотрудничества с иностранными предпринимателями назывались:

— предоставление концессионеру вознаграждения долей произведенного им продукта с правом вывоза за границу;

— предоставление льгот и преимуществ концессиям, применяющим особые технические усовершенствования в крупных размерах;

— предоставление концессий на сроки, достаточные для полного возмещения затрат предпринимателя на организацию производства;

— гарантия от национализации и конфискации для имущества, вложенного в предприятие;

— предоставление концессионеру права найма рабочих и служащих для своих предприятий на территории РСФСР «с соблюдением Кодекса законов о труде или специального договора, гарантирующего соблюдение по отношению к ним определенных условий труда, ограждающих их жизнь и здоровье»;

— гарантия Правительства РСФСР не допустить одностороннего изменения какими-либо распоряжениями или декретами Правительства условий концессионного договора.

Концессионная политика проводилась специальными органами Советского государства. В 1922 г. были созданы Концессионный комитет при Госплане и Комиссия по смешанным обществам при Совете труда и обороны (СТО). В 1923 г. их объединили в Главный концессионный комитет при СНК СССР. Положение о Концессионном комитете РСФСР было утверждено постановлением СНК РСФСР от 25 января 1928 г. Концессионный комитет РСФСР ведал вопросами концессий, объекты которых находились на территории РСФСР и имели республиканское или местное значение. Он разрабатывал проекты концессионных договоров. Договор концессии означал договор на аренду определенного государственного имущества (участка земли, строений, дорог, шахт, оборудования и т. д.) с целью организации на средства иностранного предпринимателя производства какой-либо продукции. В договоре оговаривались следующие моменты:

— срок действия соглашения;

— номенклатура и объем производимой продукции;

— размер и сроки ввоза в СССР капитала, необходимого для организации соответствующего производства;

— размеры отчислений от прибыли;

— порядок реализации готовой продукции;

— обязанности концессионера соблюдать советские законы и нормы, касающиеся производственной деятельности, найма рабочей силы;

— право правительства прекратить до срока действие договора в случае нарушения концессионером его важнейших положений.

По истечении срока договора основной капитал концессии безвозмездно переходил к правительству.

Политика привлечения иностранного капитала в начале 20-х гг. допускала наряду с концессиями создание смешанных обществ с участием иностранных компаний. В 1922 г. были созданы советско-германские смешанные общества по внешней торговле и транспорту, в 1923 г. — смешанные общества «Рус-Англолес» и «Рус-Голландолес», занимавшиеся в Архангельской области добычей и экспортом леса. В 1926 г. создано советско-германское смешанное общество «Русгерстрой», ведущее строительные работы на территории страны. В 1929 г. подписано соглашение с американской фирмой «Форд» о технической помощи в производстве автомобилей.

С советской точки зрения «чистые» концессии имели определенные преимущества перед смешанными обществами, так как позволяли ограничить размер иностранной собственности на советской территории: «чистая» концессия в отличие от смешанного общества не давала иностранцам права собственности, концессионное предприятие считалось государственным имуществом, сданным в аренду.

Итоги работы иностранных концессий в России в целом были весьма скромными. На 1 октября 1928 г. инвестированный концессионерами капитал составил около 60 млн руб. В 1928 г. из 7 778 млн руб. капиталовложений в промышленность на долю концессионеров приходилось 45,3 млн руб., или 0,75 %. В объеме

продукции, реализованной промышленностью СССР, доля продукции концессионеров составляла лишь 1 %. Вместе с тем в ряде отраслей значение концессий было очень велико. Так, к концу 1927 г. они добывали 40 % марганца, 35 % золота, более 62 % свинца, около 12 % меди, производили 22 % одежды, насыщали товарный рынок, создавали рабочие места. В среднем из 13 руб. вновь созданной стоимости только один рубль вывозился за границу, остальные 12 руб. оставались в России.

Таким образом, несмотря на острый дефицит ресурсов, в СССР не были созданы условия для нормального функционирования иностранного капитала. Декларируемые правительством основные условия на самом деле зачастую оказывались не более чем заявлениями, иногда просто безответственными.

В силу подобной политики концессионные договоры не получили своего дальнейшего развития, и к 1937 г. все концессионные договоры были аннулированы. Сказывалось и крайне тяжелое экономическое положение в 1921–1922 гг., разруха, неурожай, высокая инфляция. В такой обстановке заключать многолетние концессионные соглашения можно было только на трудных для страны условиях. Их можно было бы улучшить при оздоровлении экономики за счет собственных усилий. Но когда такое оздоровление наступило, денежная реформа весной 1924 г. была успешно завершена, возникло своеобразное «головокружение от успехов». У руководства появилась уверенность, что можно будет за счет внутренних источников решить и другую сложную задачу — обновление основного капитала.

Все эти препятствия для привлечения иностранного капитала можно было преодолеть только в рамках общей политики развития НЭПа. Если бы при сохранении концепции социализма как строя, не совместимого с частной собственностью, было бы понимание того, что для строительства такого общества потребуется много лет, то тогда можно было бы, исходя из экономической целесообразности и соображений экономии сил и времени, найти оптимальные размеры привлечения иностранного капитала. Но руководство страны пошло другим путем. И хотя удалось без внешней помощи восстановить довоенный уровень производства, а затем провести

индустриализацию, но это было достигнуто за счет огромных жертв со стороны населения и подрыва сельского хозяйства.

Иностранный капитал должен привлекаться на условиях, которые обеспечивают интересы страны, но при этом важно стремиться к достижению компромисса с инвесторами. В противном случае, как показывает исторический опыт, защита отечественных интересов превращается в свою противоположность, фактически блокируя приток капиталов.

1.3. Современный период развития инвестиций

Современный российский инвестиционный рынок появился в середине 90-х гг. XX в. в результате приватизации государственной собственности. Снятие государственных ограничений на цены (либерализация цен) в начале 1992 г. привело к гиперинфляции. Большой рост цен в считаные дни и недели обесценил многолетние сбережения большинства россиян. Производящие предприятия, поменяв статус с государственного на частный, эффективнее работать не стали, зато оказались без оборотных средств. Главным направлением перестроечных реформ была не оптимизация производства, а раздел собственности и сколачивание любой ценой первоначальных капиталов. В итоге неэффективная, застойная социалистическая экономика трансформировалась в сверхнеэффективную кризисную экономику. За годы экономических реформ инвестиционная активность значительно ослабла. В 1997 г. величина инвестиций составила 24,2 % от уровня инвестиций 1990 г. Этот спад связан с сокращением бюджетного финансирования, снижением уровня рентабельности, с соответствующим уменьшением чистой прибыли на инвестиционные цели.

Реформирование экономики любой страны включает в себя три этапа: разрушение старой экономической системы, макроэкономическую нестабильность, экономический рост.

В 1991–1994 гг. основные задачи внешней инвестиционной политики заключались в максимальном содействии продвижению эконо-

мических реформ через установление статуса страны как надежного участника международных инвестиционных операций и привлечение иностранного капитала. В условиях экономической глобализации российская экономика не могла эффективно функционировать без современных процессов интеграции капитала. Чтобы перевести весь народнохозяйственный комплекс на рыночную основу, модернизировать экономику и укрепить ее социальную ориентацию, необходимы были огромные капиталовложения. В условиях глубокого экономического кризиса российская экономика утратила все возможные источники вложения капитала. Капитальные вложения 1991–1994 гг. сократились на две трети и продолжали сокращаться. В этой сложной ситуации иностранные инвестиции являлись одним из основных возможностей развития национальной экономики. В период инвестиционного кризиса в России от эффективности привлечения иностранного капитала зависели темпы и результаты проводимых экономических реформ.

Инвестиции в основной капитал за 90-е гг. снизились в шесть раз, их уровень составлял примерно 10 % ВВП, тогда как в развитых и быстро развивающихся странах этот показатель достигал 30 % и выше. При этом следует учесть, что ВВП в нашей стране за годы экономической реформы сократился в 2 раза и был очень низким. Это не обеспечивало даже процесс воспроизводства в России. Внутренний рынок продолжал сжиматься. У большинства предприятий не было оборотных средств и степень изношенности основных фондов достигала более 60 %.

В конце 1999 г. 40 % всех капиталовложений страны направлялись в нефтяную и газовую отрасль, 12 % — в электроэнергетику, а в таких отраслях, как машиностроение, химическая, легкая промышленность, станкостроение, судостроение, инвестиции снизились более чем в 6 раз и составляли лишь 15 % к уровню 1990 г., т. е. уже в тот период можно было говорить о сырьевой направленности развития экономики страны. Капитальные вложения в промышленно-производственные фонды сократились в 15–20 раз против объемов 80-х гг. Наибольший спад капиталовложений произошел в инновационных отраслях (прил. 1).

Более 60 % промышленного оборудования России нуждалось в срочной замене, но обновления основных фондов не происходило. По уровню индустриального развития Россия переместилась из стран первого десятка в шестой десяток. И если бы не удалось обеспечить приток инвестиции в экономику, то через 3–4 года страна столкнулась бы с массовым выходом из строя устаревших производственных фондов. Можно выделить следующие причины глубокого кризиса в инвестиционной сфере экономики страны:

— во-первых, негативные тенденции, сложившиеся в экономике в 70–80-е гг.;

— во-вторых, просчеты в государственной экономической политике 90-х гг., приведшие к полной потере управляемости народным хозяйством;

— в-третьих, децентрализация управления инвестициями, демонтаж системы планирования, переход к управлению на базе рыночных отношений;

— в-четвертых, приватизация, в результате которой был нанесен тяжелый удар по крупным предприятиям и появилось множество мелких предприятий, что привело к резкому ограничению инвестиций;

— в-пятых, резкое снижение производства в отраслях, поставляющих продукцию инвестиционного назначения;

— в-шестых, мощный отток капиталов за рубеж, большой объем бартера во всех рыночных сделках (до 54 % всех сделок в стране), низкий уровень инвестиций в реальный сектор и сферу услуг.

Состояние инвестиционного климата — важнейший индикатор макроэкономики и перспектив ее развития. В то же самое время инвестиционный климат формируется под воздействием различных факторов: экономических, структурно-циклических, социальных, исторических, законотворческих и др. Недостаток инвестиций — главная причина затруднения выхода экономики страны из затянувшегося экономического кризиса.

Для структурной перестройки экономики необходимы инвестиции. Государство, отдав в частные руки свою собственность, потеряло прежние функции распределителя материальных и денежных

ресурсов внутри страны. У предприятий реального сектора экономики не было средств и заинтересованности вкладывать капиталы в производство (высокие налоги на прибыль).

Переход к рыночной системе ведения хозяйства в России сопряжен с формированием новой модели инвестиционного процесса. Благоприятный инвестиционный климат стимулирует рост совокупных объемов инвестиций из различных источников: государственных, частных, иностранных.

Известно, что научно-технический потенциал является важнейшим компонентом экономического роста для любой страны. В то же самое время затраты на НИОКР в 1999 г. составляли 0,7 % ВВП, что в 2,5 раза меньше, чем в 1991 г. В развитых странах на науку расходуется 2–3 % ВВП. Доля России на мировом рынке наукоемкой продукции составляла 0,3 %, в то время как в стране проживало 13 % ученых мира. Необходимо было увеличивать инвестиции в инновационную сферу, которая в России за годы кризиса пережила особо сильный спад. В нашей стране наблюдалось слабое развитие постиндустриальных технологий. Вместе с тем в 1995–1998 гг. в промышленности задержана реализация 1896 инновационных проектов, приостановлены или прекращены 1098 проектов, а 1447 проектов не начаты, и главная причина этого — нехватка у предприятий собственных денежных средств, слабая финансовая поддержка со стороны государства, высокая стоимость нововведений. Сегодня в мире центрами притяжения капитала являются страны, успевшие создать заделы в формировании производственно-технологических систем нового технологического уклада.

Чтобы России выйти на устойчивую траекторию экономического роста, потребуется более динамичное инновационно-технологическое обновление физически изношенного и обесцененного кризисом производственного аппарата. Таким образом можно будет повысить конкурентоспособность отечественных товаропроизводителей, для этого также необходима стабильная финансовая база расширенного воспроизводства, максимальное вовлечение в инвестиционную сферу национальных сбережений. Прогнозы показывают, что выход на траекторию устойчивого экономического

роста в России потребует увеличения масштаба накоплений в ВВП в 1,5–2 раза.

Российской экономике сегодня нужна модель развития, ориентированная, прежде всего на производство высокотехнологичной и наукоемкой продукции. Это позволит добиться полной интеграции национальной экономики в мировое хозяйство, повысить ее конкурентоспособность, обеспечить равноправное сотрудничество России с развитыми странами.

Большое внимание экономистов к вопросам инвестирования связано с тяжелым состоянием инвестиционной сферы национальной экономики. Инвестиционный кризис в России, сопровождаемый всеобщим ухудшением социально-экономического положения в стране, обусловливается следующими факторами:

— недостатком финансовых ресурсов у предприятий;

— неудобной и неэффективной системой налогообложения;

— значительным моральным и физическим износом основных производственных фондов;

— неразвитостью фондового рынка и политической нестабильностью;

— падением абсолютных объемов производства продукции;

— усилением инфляционных процессов.

Одним из важнейших направлений корректировки экономических реформ в России является развитие и повышение эффективности инвестиционной деятельности. Это обусловлено прежде всего тем, что период перестройки и экономических реформ не привел к устойчивому состоянию национальной экономики и повышению эффективности ее функционирования. Подъем экономики невозможен без крупномасштабного инвестирования.

1.4. Инвестиционная деятельность как основа экономического развития

Рассматривая инвестиции, необходимо более подробно остановиться на инвестиционной деятельности. Анализ этого понятия позволит раскрыть сущность инвестиций.

Инвестиционная деятельность — это вложение инвестиций и совокупность практических действий по их реализации. В условиях рыночной экономики возможностей для инвестирования довольно много. Вместе с тем любая коммерческая организация имеет ограниченную величину свободных финансовых ресурсов, доступных для инвестирования (прил. 2).

Таким образом, является очевидным, что в качестве основного элемента инвестиционной деятельности выделяется совокупность вложенных денежных средств. Говоря об инвестиционной деятельности, необходимо остановиться на стадиях данного цикла. В целом инвестиционный процесс можно определить как период осуществления инвестиционного проекта. Академическим сообществом рассматриваются фазы инвестиционной деятельности, которые состоят из четырех стадий: исследование, планирование и разработка проекта; реализация проекта; текущий контроль и регулирование в ходе реализации проекта; оценка и анализ достигнутых результатов по завершении проекта. На рис. 1 показана инвестиционная деятельность, разделенная по стадиям осуществления.

В зарубежной литературе выделяется пять этапов осуществления инвестиционной деятельности (рис. 2). Каждый из этапов характеризуется концептуальными подходами к управлению и оценке эффективности инвестиций.

Среди ученых-экономистов существует несколько точек зрения на такие процессы, как инвестирование и финансирование. Но недопустимо эти понятия отождествлять, потому что хотя они и находятся в одном экономическом поле, но выполняют разные экономические функции.

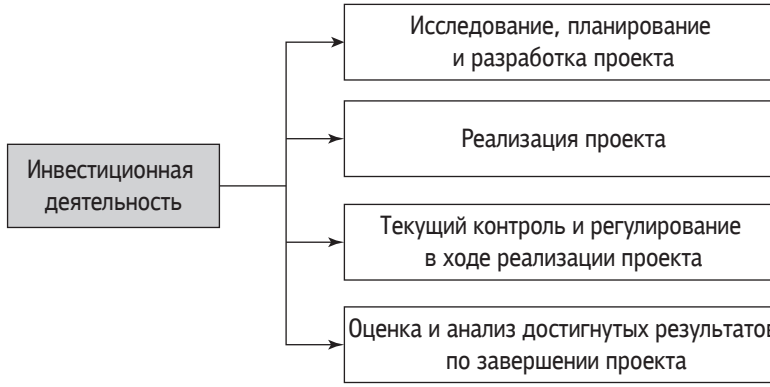


Рис. 1. Стадии осуществления инвестиционной деятельности (источник: *Колтынюк Б. А.* Инвестиционное проектирование объектов социально-культурной сферы : учебник. СПб. : Изд-во Михайлова В. А., 2000. С. 28–29)

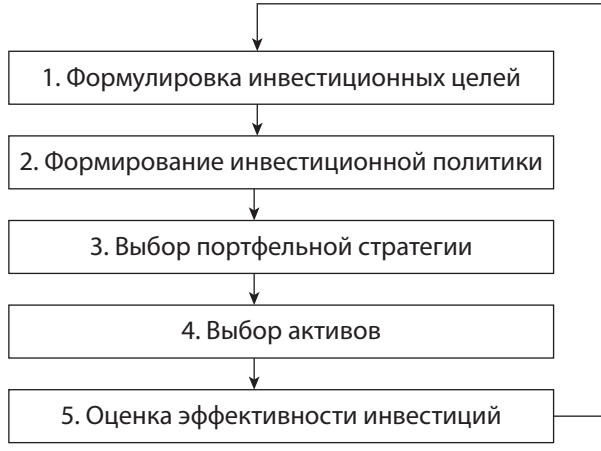


Рис. 2. Процесс осуществления инвестиционной деятельности за рубежом (источник: Управление инвестициями / под ред. Франка Дж. Фабоции. М. : Инфра-М, 2000. С. 3)

В экономической литературе под финансированием понимается обеспечение предприятия, отраслей и экономики в целом необходимыми финансовыми ресурсами[1].

Экономисты под инвестированием понимают создание или пополнение запаса капитала — ресурса, направленного на создание большего количества экономических благ[2].

Любое инвестирование предполагает вложение капитала в различные объекты предпринимательской деятельности с целью получения дохода в будущем в виде процента или других форм прибыли.

Что касается финансирования — это планомерный процесс привлечения денежных средств, обеспечение необходимыми финансовыми ресурсами различных проектов. Финансирование всегда осуществляется на принципах плановости, целевой направленности денежных средств, безвозвратности ассигнований (если выделяемые средства направляются из бюджетов разных уровней). Принцип плановости означает, что использование денежных средств предприятия должно быть запланировано, т. е. составляется финансовый план предприятия, в котором отражаются его текущие расходы, расходы, связанные с расширением бизнеса, и т. д. Принцип целевой направленности предполагает использование капитала на предусмотренные финансовым планом конкретные цели и объекты, т. е. обеспечивается соотношение между активами и пассивами предприятия. В зависимости от типа инвестора финансирование осуществляется не только частными организациями, но и государством, вследствие этого принцип безвозвратности означает, что предоставленные финансовые ресурсы (государственные инвестиции) не возмещаются.

Таким образом, процесс финансирования определяет пути, направления привлечения капитала. Инвестирование — это вложение капитала с целью получения в будущем прибыли или дохода.

---

[1] См.: Финансово-кредитный энциклопедический словарь / под общ. ред. проф. А. Г. Грязновой. М. : Финансы и статистика, 2004. С. 1010 ; *Нешитой А. С.* Инвестиции. 4-е изд., перераб. и доп. М. : Дашков и К, 2005. С. 138.

[2] *Колтынюк Б. А.* Инвестиционное проектирование объектов социально-культурной сферы. СПб. : Изд-во Михайлова В. А., 2000. С. 11.

В такой трактовке финансирование является первичным процессом, а инвестирование представляется как способ финансирования.

В своей основе инвестиционная деятельность не является феноменом новым и неизвестным практике. Новизна инвестиционного подхода заключается в следующем:

— происходит смена приоритетов в финансовой деятельности компаний: управление инвестициями занимает одно из ведущих мест в деятельности предприятий;

— в финансовой практике инвестиций широко используется теория компромиссов: суть экономических компромиссов заключается в учете интересов как различных подразделений, так и всех фирм–участниц инвестиционного процесса;

— используется комплексный подход к вопросам движения денежных средств в процессе воспроизводства, что предполагает согласование процессов, связанных с денежными потоками.

Контрольные вопросы

1. Дайте характеристику дореволюционного периода развития инвестиций в России.

2. Что означает процесс демонополизация рынка капитала?

3. Что способствовало развитию первых акционерных коммерческих банков?

4. Каково содержание и цель денежной реформы России 1895–1897 гг.? Роль зарубежных инвесторов на данном этапе.

5. Специфика облигаций кредитных обществ и их роль в развитии инвестиций.

6. Перечислите ресурсы долгосрочного кредитования в дореволюционный период развития инвестиций.

7. В чем заключается отличительная черта дореволюционного периода развития инвестиций?

8. Дайте краткую характеристику советскому периоду развития инвестиций.

9. Концессионная политика в период НЭПа: особенности проведения и участники.

10. Какие мероприятия необходимо было провести в новых хозяйственных условиях (в период НЭПа) для оздоровления финансовой системы России?

11. Какова цель создания фондовых бирж в 1922 г. и какие операции проводились?

12. В чем заключались особенности реорганизации кредитной системы в советский период развития инвестиций?

13. Какие меры предпринимал Госбанк для поддержания устойчивого курса червонца на внутреннем рынке?

14. Дайте краткую характеристику современному этапу развития инвестиций.

15. Назовите этапы реформирования экономики любой страны.

16. Какие задачи внешней инвестиционной политики ставились перед государством в 1991–1994 гг.?

17. Перечислите причины инвестиционного кризиса в конце 90-х гг.

18. Какие факторы негативно влияют на социально-экономическое положение в стране?

Список рекомендуемой литературы

Бугров А. В. Кредит в России до зарождения первых банков / А. В. Бугров // Деньги и кредит. 2000. № 11. С. 67–73.

Гитман Л. Дж. Основы инвестирования / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк. М. : Дело, 1997.

Голицын Ю. Частные инвесторы дореволюционной России / Ю. Голицын // Эксперт. 2000. № 14. С. 23–29.

Динкевич А. И. Россия 90-х: системный кризис переходной экономики / А. И. Динкевич, М. А. Игнацкая //Деньги и кредит. 1998. № 8. С. 56–63.

Дьяченко М. Ф. История финансов СССР (1917–1950) / М. Ф. Дьяченко. М. : Наука, 1978.

Колтынюк Б. А. Инвестиционное проектирование объектов социально-культурной сферы : учебник / Б. А. Колтынюк. СПб. : Изд-во Михайлова В. А., 2000.

Нешитой А. С. Инвестиции / А. С. Нешитой. 4-е изд., перераб. и доп. М. : Дашков и К, 2005.

Плакин В. Кризис инвестиционной сферы российской экономики и пути его предопределения / В. Плакин // Вопр. экономики. 1996. № 12. С. 13–19.

Управление инвестициями / под ред. Франка Дж. Фабоции. М. : Инфра-М, 2000.

Финансово-кредитный энциклопедический словарь / под общ. ред. проф. А. Г. Грязновой. М. : Финансы и статистика, 2004.

Юзвович Л. И. Иностранный концессионный капитал в период новой экономической политики / Л. И. Юзвович // Финансы и кредит. 2012. № 45 (525). С. 71–76.

Юзвович Л. И. Комплексный подход к исследованию сущности и структуры затрат на производство и реализацию продукции в условиях динамичной экономической среды / Л. И. Юзвович, А. В. Юзвович // Финансы и кредит. 2013. № 44 (572). С. 9–13.

Юзвович Л. И. Особенности реального инвестирования в условиях интеграции капитала: международный и российский аспекты : [монография] / Л. И. Юзвович, А. Н. Пятин, Ю. В. Истомина, Е. А. Юдина. М. : Изд. дом Акад. естествознания, 2014. 302 с.

Глава 2
НЕОБХОДИМОСТЬ И РОЛЬ ИНВЕСТИЦИЙ В ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИСТЕМЕ

2.1. Экономическая сущность и природа инвестиций. Структура инвестиций

Переход к рынку потребовал серьезной перестройки системы управления национальной экономики, поставил перед ее производственными звеньями целый комплекс принципиально иных проблем, с которыми они ранее не сталкивались. Объясняется это тем, что формирование в России хозяйственной системы, осно-

ванной на преобладании рыночных механизмов регулирования экономических процессов и многообразии форм собственности, сопровождалось значительным снижением доли инвестиций в ВВП. Это связано как с сокращением эффективного совокупного спроса, так и со значительным снижением объемов предложения инвестиционных товаров.

Продуманное инвестирование решает целый комплекс экономических задач на макро-, мезо- и микроуровнях, а также создает благоприятные условия для реформирования экономики и ее реструктуризации. Таким образом, целесообразно признать, что инвестиции являются элементом, обеспечивающим эффективное функционирование финансово-кредитной системы России (прил. 3).

Сложность исследования любого вопроса в области финансово-кредитных отношений связана с существованием ряда дискуссионных моментов и отсутствием в отечественной науке единого мнения. В соответствии с этим определение сущности экономических категорий становится наиболее важной научной задачей.

Определение сущности и экономического содержания инвестиций является основополагающей теоретической предпосылкой любой экономической концепции развития. Анализ инвестиционной ситуации в экономической системе невозможен без определения экономической сущности такой категории, как *инвестиции*.

Единства в понимании сущности инвестиций как экономической категории среди ученых и экономистов до сих пор не существует. В современной зарубежной и российской экономической литературе, а также в законодательных актах встречаются различные трактовки определения реальных инвестиций, которые зачастую не дают полной характеристики, а определяют одну из сторон этого многогранного понятия.

Европейская методология допускает распространение термина «инвестиции» и на долгосрочные вложения в ценные бумаги, но в строгом смысле слова это допустимо лишь в отношении приобретения участия, отражающего возможность управлять корпорацией, и, следовательно, в этом случае такое вложение капитала есть инвестиции.

Американская методология также ставит знак равенства между категориями «инвестиции» и «капиталовложения», особенно выделяя в их экономическом содержании направленность вложений в недвижимость.

Австрийская экономическая школа определяет инвестиции как обмен удовлетворения сегодняшних потребностей на удовлетворение их в будущем в большом количестве. Французский экономист П. Массе пишет: «Наиболее общее определение, которое можно дать акту вложения капитала, сводится к следующему: инвестирование представляет собой акт обмена удовлетворения в будущем с помощью инвестированных благ».

Экономист Дж. М. Кейнс, определяя сущность инвестиций, дает двойственную оценку:

— инвестиции отражают величину аккумулированного дохода на цели накопления, т. е. определяют потенциальный инвестиционный спрос;

— инвестиции являются затратами, определяющими прирост стоимости капитального имущества в результате реализации инвестиционного предложения.

Теперь обратимся к отечественной методологии. Современная российская экономическая мысль под инвестициями понимает вложение капитала во всех его формах с целью получения дохода в будущем или решения определенных социальных задач.

В рамках национальной экономической системы использовалось понятие «капитальные вложения», означающее все вложения капитала в воспроизводство основных средств, как производственного, так и непроизводственного характера, включая затраты на их капитальный ремонт. Отождествление понятий «инвестиции» и «капитальные вложения», иногда встречающееся в литературе, недопустимо. Инвестиции могут осуществляться и в оборотный капитал, и в различные финансовые инструменты, и в отдельные виды нематериальных активов. Следовательно, капитальные вложения являются более узким понятием и могут рассматриваться лишь как одна из форм инвестиций, но не аналог.

В Законе РФ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» № 39-ФЗ от 25.02.1999 г. дается следующее определение: «…инвестиции — денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения полезного эффекта».

С одной стороны, под инвестициями подразумевается увеличение объема капитала, функционирующего в экономической системе. С другой — инвестиции трактуются не как возможность расширенного потребления в будущем, а как совокупность определенных затрат в настоящем, осуществляемых при посредстве ряда инструментов.

Исходя из многосторонней сущности инвестиций, можно констатировать, что существует два определения инвестиций — экономическое и финансовое.

Согласно экономическому определению, инвестиции — это совокупность затрат, реализуемых в форме долгосрочных вложений капитала в промышленность, сельское хозяйство, транспорт и другие отрасли экономики производственной и непроизводственной сферы. Часть инвестиций, осуществляемых государством, имеет целью стабилизировать общеэкономический процесс, экологическую обстановку, социальную сферу либо создать принципиально новые направления техники и технологии, экономическая эффективность которых заранее неизвестна. Впрочем, затраты на технологический прорыв могут позволить себе и мощные фирмы, и транснациональные корпорации. В самом широком смысле инвестиции обеспечивают механизм, необходимый для финансирования роста и развития экономики страны.

С финансовой точки зрения, т. е. с точки зрения прибыльности денежного хозяйства предприятий всех форм собственности, инвестиции — это вложение денежных средств в объекты предпринимательской деятельности с целью получения дохода в будущем.

Данное определение соответствует главной цели любого бизнеса — получению прибыли.

В настоящее время осуществление инвестиций нельзя рассматривать как «произвольную» форму деятельности предприятия в том смысле, что предприятие может осуществлять или не осуществлять подобного рода операции. Неосуществление инвестиций неминуемо приводит к потерям конкурентных позиций. Поэтому все возможные инвестиции можно разбить на две группы:

— пассивные инвестиции — сдерживают снижение показателей прибыльности вложений в операции данного предприятия за счет замены устаревшего оборудования, подготовки нового персонала вместо уволившихся сотрудников и т. д.;

— активные инвестиции — обеспечивают повышение конкурентоспособности фирмы и ее прибыльности по сравнению с ранее достигнутыми показателями за счет внедрения новой технологии, организации выпуска пользующихся спросом товаров, захвата новых рынков или поглощения конкурирующих фирм.

Место и роль инвестиций на финансовых рынках. Роль инвестиций в развитии экономики любой страны заключается: во-первых, в интернационализации и глобализации мировых хозяйственных связей; во-вторых, в стабилизации и подъеме национальной экономики; в-третьих, в организации основных форм международных экономических отношений, создании стратегического партнерства, достижении межфирменного слияния; в-четвертых, в осуществлении диверсификации капиталовложений в новые сферы экономики и бизнеса.

Сущность любой экономической категории проявляется через выполняемые функции. Рассмотрим подробно содержание функций инвестиций.

Функции инвестиций:

1. Регулирующая функция. Инвестиции способствуют корректировке процессов воспроизводства капитала и поддержанию темпов его роста, развитию наиболее важных ключевых отраслей хозяйства, структурной перестройке экономики, ускорению научно-технического прогресса и улучшению социального благососто-

яния. Их регулирующая функция фактически распространяется не только на процессы производства, накопления и потребления, но и на естественно-технические и социальные явления, на развитие инфраструктуры, т. е. пронизывает все уровни и сферы жизнедеятельности общества. Таким образом, воздействие на деловую активность, оживление деятельности посредством инвестирования позволяют государству реализовать функцию регулятора.

Регулирующая функция включает важную подфункцию — стимулирование или ограничение экономических процессов с помощью различных финансовых механизмов или инструментов. Стимулирование как подфункция ориентировано на обновление средств производства, на активизацию самых подвижных и быстро изменяющихся его элементов, на развитие науки и техники. Таким образом, стимулирующая подфункция обслуживает развитие как таковое, а степень ее реализации определяет темпы роста инвестиционного капитала и его качественные характеристики.

2. Распределительная функция. Суть данной функции заключается в осуществлении распределения созданного общественного продукта в его денежной форме между отдельными собственниками, уровнями и сферами общественного производства, видами деятельности продукции и услуг. Характер распределительных процессов непосредственно зависит от целевых ориентиров, приоритетов, поставленных государством задач. Главным в реализации распределительной функции инвестиций является распределение между фондом потребления и фондом накопления. При этом инвестирование как реализация отношений распределения соответствует целям жизнедеятельности общества, выражает форму присвоения экономических благ, а также используется как способ разрешения противоречий общественного развития, в том числе с помощью инвестиций из специальных фондов поддержки.

3. Индикативная функция. Позволяет контролировать движение к цели, т. е. вырабатывать такие регулирующие механизмы, которые обеспечивают как минимум равновесное состояние экономической системы. Таким образом, в зависимости от инве-

стиционной активности развиваются или стагнируют процессы общественного развития.

Инвестиции как экономическая категория выполняют экономические, социальные, технологические и ряд других важнейших функций, имеют два уровня значимости.

На уровне микроэкономики инвестиции необходимы для достижения следующих целей:

— расширения и развития производства;

— недопущения чрезмерного морального и физического износа основных фондов;

— повышения технического уровня производства;

— повышения качества и обеспечения конкурентоспособности продукции конкретного предприятия;

— осуществления природоохранных мероприятий;

— приобретения ценных бумаг и вложения средств в активы других предприятий[1].

Инвестиции на макроуровне являются основой для осуществления политики расширенного воспроизводства, улучшения конкурентоспособности отечественной продукции, сбалансированного развития всех отраслей народного хозяйства, развития здравоохранения, культуры, высшей и средней школы, решения проблем безработицы, охраны природной среды, обеспечения обороноспособности государства и многих других[2].

Состояние инвестиционной деятельности в стране характеризуют следующие показатели:

— общий объем инвестиций;

— доля инвестиций;

— доля реальных инвестиций в общем объеме инвестиций;

— общая величина реальных инвестиций;

— доля реальных инвестиций, направляемых в основной капитал.

---

[1] *Хайман Д. Н.* Современная микроэкономика: анализ и применение : пер. с англ. : в 2 т. М. : Финансы и статистика, 1992. Т. 1. С. 63.

[2] *Шарп У., Александер Г., Бейли Дж.* Инвестиции. М. : Инфра-М., 1997. С. 32.

Некоторые ученые-экономисты вопрос о функциях инвестиций рассматривают в трех аспектах: общегосударственном, экономическом и частном.

На *общегосударственном уровне* функции инвестиций заключаются в обеспечении соответствующих условий для расширенного воспроизводства товаров и услуг; кроме того, инвестиции создают благоприятные возможности для развития различных отраслей народного хозяйства и промышленности. Как следствие, снижается уровень безработицы среди населения. Еще одна из функций инвестиций заключается в финансировании различных бесприбыльных (однако социально значимых) сфер, таких как образование, здравоохранение, и других видов социальных программ, направленных на улучшение уровня жизни населения. Инвестиции способствуют развитию научно-технического потенциала общества (если речь идет об инвестировании средств в развитие наукоемких технологий, в различные научные исследования, результаты которых будут впоследствии воплощены в материальные товары и проданы на рынке). В определенном смысле функции инвестиций обеспечивают научно-технический прогресс общества. Кроме того, инвестиции исполняют интегративную функцию, заключающуюся в размывании границ между различными государствами, народами, культурами (в случае, если речь идет о международных инвестициях).

На *экономическом уровне* (т. е. если речь идет о финансировании отдельных проектов, предприятий) функции инвестиций заключаются в обеспечении возможностей эффективного расширения и развития производства; в обеспечении возможности исследования и внедрения новых технологий производства товаров, которые делают их более конкурентоспособными и более востребованными на рынке. Соответственно, результат заключается в максимально качественном удовлетворении потребностей населения в тех или иных товарах и услугах. Одной из функций инвестиций такого уровня является снижение риска, связанного с банкротством предприятия (имеется в виду, что для снижения риска часть средств направляется на расширение сферы деятельности предприятия, на изучение новых ниш, которые косвенным образом связаны с основным видом

деятельности). Например, проектная организация (которая ранее занималась исключительно подготовкой архитектурных проектов) преобразуется в проектно-строительную, т. е. она уже не только создает проекты на бумаге, но и воплощает их в реальности.

На *частном уровне* основная функция инвестиций заключается в личностном обогащении человека. Деньги вкладываются в различные проекты для того, чтобы впоследствии получать от них прибыль. Если говорить более подробно, то можно выделить две функции инвестиций на частном уровне: это, во-первых, функция защиты средств от инфляции и, во-вторых, функция приумножения сбережений. Обе эти функции сильно взаимосвязаны между собою и сводятся к личностному обогащению человека.

Эффективность использования инвестиций зависит от их структуры. Необходимо выделять:

— структуру инвестиций в нефинансовые активы;

— структуру реальных инвестиций;

— структуру капитальных вложений;

— структуру финансовых вложений;

— структуру инвестиций в основной капитал по формам собственности;

— структуру инвестиций в основной капитал по источникам финансирования;

— структуру иностранных инвестиций.

Структура инвестиций в нефинансовые активы включают в себя: инвестиции в основной капитал; инвестиции в объекты интеллектуальной собственности; затраты на научно-исследовательские, опытно-конструкторские и технологические работы; инвестиции в другие нефинансовые активы (табл. 2).

Основное место в системе показателей, характеризующих объемы и структуру инвестиций в нефинансовые активы, занимают инвестиции в основной капитал, которые представляют собой совокупность затрат, направленных на строительство объектов и их реконструкцию (включая расширение и модернизацию), приводящую к увеличению их первоначальной стоимости; на приобретение машин, оборудования, транспортных средств, производственного

и хозяйственного инвентаря; на формирование рабочего, продуктивного и племенного стада; на выращивание многолетних культур.

Начиная с 2013 г. в инвестиции в основной капитал включаются инвестиции в объекты интеллектуальной собственности: произведения науки, литературы и искусства; программное обеспечение и базы данных для ЭВМ; изобретения; полезные модели; промышленные образцы; селекционные достижения; нематериальные поисковые затраты, затраты на научно-исследовательские, опытно-конструкторские и технологические работы и т. д.

В состав инвестиций в основной капитал включены затраты, осуществленные за счет денежных средств граждан и юридических лиц, привлеченных организациями-застройщиками для долевого строительства. Затраты на приобретение объектов незавершенного строительства и основных средств на вторичном рынке в объеме инвестиций в основной капитал не учитываются.

Структура реальных инвестиций — это соотношение между инвестициями в основной и оборотный капитал.

Структура капитальных вложений подразделяется на технологическую, отраслевую и территориальную (региональную). Под технологической структурой капитальных вложений понимается состав затрат на сооружение какого-либо объекта и их доля в общей сметной стоимости. Данная структура показывает, какая доля капитальных вложений в их общей величине направляется на строительно-монтажные работы, на приобретение машин, обо-

Таблица 2

Структура инвестиций в нефинансовые активы, % к итогу*

Показатели	2014	2015	2016
Инвестиции в нефинансовые активы	100,0	100,0	100,0
в том числе:			
инвестиции в основной капитал	98,5	97,7	98,9
инвестиции в непроизводственные нефинансовые активы	1,5	2,3	1,1

* Таблицы 2–5 составлены по: Федеральная служба государственной статистики : [офиц. сайт]. URL: www.gks.ru (дата обращения: 26.06.2017).

рудования и их монтаж, на проектно-изыскательские и прочие затраты. *Технологическая структура инвестиций* в основной капитал оказывает существенное влияние на эффективность их использования. Она формирует соотношение между активной и пассивной частью основных производственных фондов будущего предприятия.

Экономическая эффективность инвестиций зависит от отраслевой и территориальной (региональной) структуры. *Под отраслевой структурой капитальных вложений* понимается их распределение по отраслям промышленности и народного хозяйства в целом.

Под территориальной (региональной) структурой инвестиций понимается их распределение по отдельным субъектам Российской Федерации. Она зависит в первую очередь от уровня экономического развития и инвестиционной привлекательности того или иного региона.

Структура финансовых вложений — это отношение инвестиций в акции, облигации, другие ценные бумаги, а также в активы других предприятий к их общей величине (табл. 3).

Структура инвестиций в основной капитал по формам собственности — это отношение инвестиций по формам собственности к их общей сумме, т. е. какая доля инвестиций принадлежит государству, муниципальным органам, частным, юридическим или физическим лицам или относится к смешанной форме собственности (табл. 4).

Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования показывает оптимальное участие государства или частного бизнеса в инвестиционном процессе на условиях государственно-частного партнерства (табл. 5).

Структура иностранных инвестиций — это вложения капитала иностранными инвесторами, а также зарубежными филиалами российских юридических лиц в объекты предпринимательской деятельности на территории России в целях получения дохода (рис. 3).

Анализ структуры инвестиций по различным направлениям имеет важное научное и практическое значение. Теоретическая значимость анализа структуры инвестиций заключается в том, что на его основе выявляются новые факторы, влияющие на инве-

Таблица 3

Структура финансовых вложений организаций, % к итогу

Показатели	2014			2015			2016		
	всего	в том числе		всего	в том числе		всего	в том числе	
		долгосрочные	краткосрочные		долгосрочные	краткосрочные		долгосрочные	краткосрочные
Финансовые вложения, всего	100,0	12,5	87,5	100,0	10,9	89,1	100,0	11,3	88,7
в том числе по видам экономической деятельности:									
сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	0,47	0,57	0,46	0,5	0,6	0,4	0,6	0,7	0,6
рыболовство, рыбоводство	0,035	0,17	0,015	0,05	0,16	0,04	0,05	0,23	0,02
добыча полезных ископаемых	7,58	17,7	6,14	7,0	18,5	5,6	6,3	21,0	4,5
в том числе:									
добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	6,1	15,1	4,9	5,3	17,0	5,0	5,2	19,7	3,3
добыча полезных ископаемых, кроме топливно- энергетических	1,4	2,6	1,27	1,7	1,4	1,7	1,13	1,4	1,1
обрабатывающие производства	18,4	26,1	17,3	16,3	21,2	15,8	18,0	27,5	16,8
из них:									
производство пищевых продуктов (включая напитки) и табака	1,8	1,6	1,9	1,5	1,0	1,5	1,85	1,4	1,9

Окончание табл. 3

Показатели	2014			2015			2016		
	всего	в том числе		всего	в том числе		всего	в том числе	
		долгосрочные	краткосрочные		долгосрочные	краткосрочные		долгосрочные	краткосрочные
текстильное и швейное производство	0,037	0,13	0,02	0,03	0,012	0,03	0,04	0,04	0,04
производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	0,002	0,009	0,002	0,003	0,003	0,002	0,009	0,003	0,009
обработка древесины и производство изделий из дерева	0,067	0,09	0,06	0,05	0,1	0,05	0,04	0,09	0,04
целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	0,39	0,14	0,43	0,3	0,04	0,36	0,4	0,15	0,4
производство кокса и нефтепродуктов	7,9	18,5	6,4	5,7	12,3	4,9	6,4	14,3	5,4

Таблица 4

Структура инвестиций в основной капитал по формам собственности, % к итогу

Показатели	2014	2015	2016
Инвестиции в основной капитал, всего	100,0	100,0	100,0
в том числе по формам собственности инвесторов (заказчиков):			
российская	86,1	84,3	83,3
государственная	14,9	14,8	15,1
муниципальная	3,4	3,0	2,6
частная	56,3	56,8	56,3
общественных и религиозных организаций (объединений) общественных и религиозных организаций (объединений)	0,1	0,1	0,02
потребительской кооперации	0,03	0,02	0,01
смешанная российская	9,7	8,2	7,8
государственных корпораций	1,7	1,4	1,4
иностранная	7,0	8,3	7,5
совместная российская и иностранная	6,9	7,4	9,2

Таблица 5

Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования, % к итогу

Показатели	2014	2015	2016
Инвестиции в основной капитал, всего	100,0	100,0	100,0
в том числе по источникам финансирования:			
собственные средства	45,7	50,2	51,7
привлеченные средства	54,3	49,8	48,3
их них:			
кредиты банков	10,6	8,0	10,5
в том числе кредиты иностранных банков	2,6	1,7	2,8
заемные средства других организаций	6,3	6,7	5,4

Окончание табл. 5

Показатели	2014	2015	2016
бюджетные средства	16,9	18,3	15,9
в том числе:			
из федерального бюджета	9,9	11,2	8,9
из бюджетов субъектов Российской Федерации	6,5	5,7	5,9
из средств местных бюджетов	1,4	1,3	1,1
средства внебюджетных фондов	0,23	0,3	0,2
средства организаций и населения на долевое строительство	3,5	3,2	2,8
из них средства населения	2,7	2,4	2,0
прочие	15,7	12,1	12,8

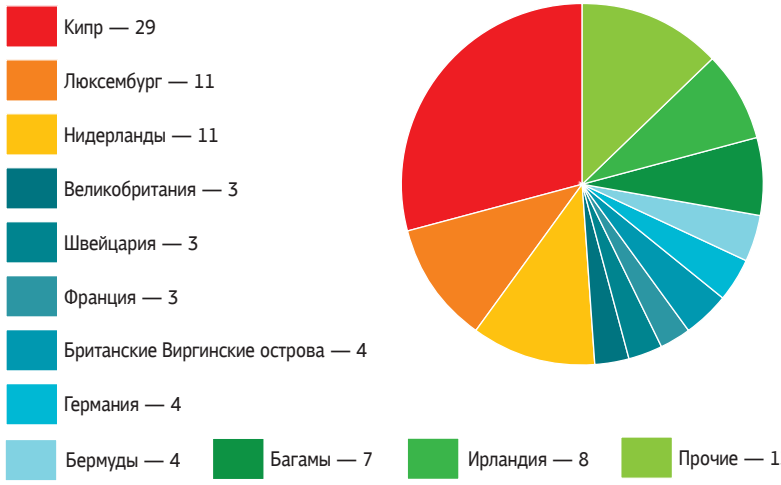


Рис. 3. Структура прямых инвестиций в РФ
по странам-инвесторам в 2016 г., %
(источник: DNR-live: Деловой портал.
URL: http://dnr-live.ru/vse-novosti (дата обращения: 02.10.2017))

стиционную деятельность и эффективность использования инвестиций, что так важно для разработки инвестиционной политики (стратегии и тактики). Практическая значимость анализа заключается в том, что он позволяет определить тенденции изменения структуры инвестиций и на этой основе разработать более эффективную инвестиционную политику.

Инвестиции являются денежными потоками, которые совершают кругооборот в экономике. Поступление денежных потоков в основном определяется тем инвестиционным климатом, который создан в национальной экономике, а также доверием, которое испытывает инвестор к государству.

2.2. Классификация инвестиций

В современной экономической литературе, хозяйственной практике, связанной с инвестиционной деятельностью, применяется значительное количество терминов, характеризующих различные виды инвестиций, однако единого, системного подхода, отражающего их сущностные характеристики, не существует[3].

Несмотря на наличие множества объектов инвестирования, в конечном счете любое инвестиционное вложение капитала осуществляется субъектами инвестирования в различных формах. Часто происходит смешение различных групп инвестиций, которое

[3] Многие ученые-экономисты в своих научных работах прямо или косвенно затрагивают вопросы классификации или систематизации инвестиций. См., например: *Булатов А. С.* Особенности капиталообразования в современной России // Деньги и кредит. 2001. № 7. С. 9–16 ; *Дворецкая А. Е.* Российский рынок капиталов: специфические проблемы как ограничители финансирования экономического роста // Банковское дело. 2007. № 3. С. 21–28 ; *Буренин А. Н.* Управление портфелем ценных бумаг. М. : Науч.-техн. об-во им. акад. С. И. Вавилова, 2005 ; *Гибсон Р. К.* Формирование инвестиционного портфеля: Управление финансовыми рисками : пер. с англ. М. : Альпина Бизнес Букс, 2005; *Брюков В.* Методика оценки управления инвестиционным портфелем // Рынок ценных бумаг. 2006. № 11. С. 17–23 ; *Лещенко А. Е.* Формирование оптимального портфеля в условиях российского фондового рынка // Финансы и кредит. 2006. № 28. С. 15–22.

осуществляется вследствие отсутствия четкого критерия, используемого при их классификации. Как любая другая сложная экономическая категория, инвестиции могут быть разделены на ряд групп. Для анализа, планирования и повышения эффективности вложения капитала предлагается классификация инвестиций по разным признакам как на макро, так и на микроуровне (рис. 4).

Для того чтобы разобраться в вопросах дальнейшего инвестиционного анализа, были проанализированы и систематизированы критерии основных видов инвестиций, разработанные отечественными и зарубежными учеными-экономистами.

По объектам вложения средств инвестиции принято делить на реальные (прямые) и финансовые (портфельные).

Реальные инвестиции — это вложение капитала частных фирм или государства в производство продукции, предполагающее образование реального капитала (здания, сооружения, товарно-материальные запасы и др.)[4]. Финансовые инвестиции — это вложение капитала в акции, облигации и другие ценные бумаги, связанные непосредственно с титулом собственника, дающим право на получение доходов от собственности, а также банковские депозиты[5]. Составные части инвестиций по объектам вложения представлены на рис. 5.

По характеру участия в инвестировании выделяют прямые и непрямые инвестиции. Прямые инвестиции — это инвестиции, сделанные прямыми инвесторами, т. е. юридическими и физическими лицами, полностью владеющими предприятием или контроль-

---

[4] В данном вопросе авторы солидарны с рядом российских исследователей. См.: *Бочаров В. В.*, *Леонтьев В. Е.* Корпоративные финансы. СПб. : Питер, 2004 ; *Царев В. В.* Оценка экономической эффективности инвестиций. СПб. : Питер, 2004 ; *Маренков Н. Л.* Инвестиции. Ростов н/Д. : Феникс, 2003 ; *Зимин И. А.* Реальные инвестиции. М. : Тандем : ЭКМОС, 2000.

[5] Следует отметить, что вопросы финансовых инвестиций и их роль в национальной экономике рассматриваются многими авторами: *В. В. Бочаровым*, *В. В. Ковалевым, В. В. Ивановым*, *А. С. Булатовым*. См. также: *Миркин Я. М.* Рынок ценных бумаг. М. : Финанс. акад., 2002 ; *Фабоции Ф.* Управление инвестициями : пер с англ. М. : Инфра-М, 2000 ; *Дворецкая А. Е.* Российский рынок капиталов: специфические проблемы как ограничители финансирования экономического роста // Банковское дело. 2007. № 3. С. 24–31.

Рис. 4. Классификация инвестиций

ным пакетом акций, что дает право на участие в управлении предприятием. Непрямые инвестиции — это инвестиции, осуществляемые через финансовых посредников (рис. 6).

По периоду инвестирования различают краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные инвестиции.

Краткосрочные инвестиции — вложения капитала на период от недели до одного года. Основу краткосрочных инвестиций предприятия составляют его краткосрочные финансовые вложения. Данные инвестиции носят, как правило, спекулятивный характер. Краткосрочный инвестор совершает инвестирование на срок от недели до нескольких месяцев. Основная задача краткосрочного инвестора — вычислить направление движения бумаги в масштабе недель и месяцев, определить точку входа с наибольшим соотношением потенциального дохода к риску.

Рис. 5. Основные составляющие инвестиций по объектам вложения

Все инвестиции сроком меньше недели называются спекуляциями. Участники инвестиционного рынка делятся на следующие группы: долгосрочный инвестор; среднесрочный инвестор; краткосрочный инвестор; спекулянт.

Последние две группы являются самыми популярными среди мелких инвесторов. Спекулянты подразделяются на следующие типы:

1) скальперы — не берут на себя риски и стремятся использовать разницу между ценами покупки и продажи в свою пользу. Покупая по цене покупателя (*цена спроса*), они тут же выставляют купленные бумаги по цене продавца (*цена предложения*). Если им удается продать купленный раннее лот, то разница цен за вычетом комиссии брокера и биржи оседает в кармане скальпера. На российском рынке торговец-скальпер в лучшем случае обречен кормить своего брокера;

2) дэй-трейдеры — так же, как и скальперы, специализируются на торговле в течение дня. Они никогда не оставляют открытых позиций на следующий день. Дэй-трейдер работает с бумагами,

Рис. 6. Прямое и непрямое инвестирование

обладающими большой стремительностью движения (*волатильностью*), которые легко продать или купить (*ликвидные акции*). Инвестиционный рынок дает возможность профессиональным дэй-трейдерам заработать от *35 до 75 %* на капитал в год;

3) свинг-трейдеры — пользуются при торговле как пятиминутными, так и часовыми графиками. Продолжительность удержания позиции у них колеблется от нескольких часов до нескольких дней. При стабильных результатах свинг-трейдеры могут заработать более *30 %* дохода на капитал за 1 месяц.

Среднесрочные инвестиции представляют собой вложение денежных средств на срок от одного года до пяти лет. Среднесрочные инвесторы используют в своей работе недельные и месячные графики движения цен бумаг. Время удержания позиции у них составляет от нескольких недель до нескольких кварталов. Среднесрочный инвестор ориентируется в первую очередь на фундаментальный анализ компании-эмитента и сравнение фундаментальных показателей с данными предыдущих отчетных периодов.

Долгосрочные инвестиции — это вложения от 5 лет и более. Основной формой долгосрочных инвестиций предприятия являются его капитальные вложения в воспроизводство основных средств. Долгосрочный инвестор осуществляет операции на временных интервалах, измеряемых годами. У долгосрочного инвестора кругозор должен быть намного шире, чем у простого спекулянта и краткосрочного инвестора. Ему приходится принимать во внимание как фундаментальные показатели компании, ее конкурентоспособность и перспективы развития, так и политическую стабильность государства.

Рассмотрим место инвесторов на рынке и факторы, на которых основана торговля (табл. 6).

По формам собственности инвестора выделяют совместные, иностранные, государственные и частные инвестиции. Совместные инвестиции — это вложения денежных средств, осуществляемые субъектами данной страны и иностранных государств с целью получения определенного дохода. Следует отметить, что совместные (смешанные) инвестиции могут осуществляться не только с иностранными государствами на условиях совместной деятельности,

но данный подвид инвестиций может быть рассмотрен как концессия — государственно-частное партнерство, т. е. с привлечением национальных государственных инвестиций и частных российских инвесторов.

Иностранные инвестиции — это вложение капитала иностранными инвесторами в объекты предпринимательской и других видов деятельности в целях получения прибыли[6]. В данном случае могут быть рассмотрены инвестиции международных валютно-кредитных и финансовых организаций, осуществляемые например, Всемирным банком, Международным валютным фондам (МВФ), МФК, ЕБРР и другими организациями, имеющими аналогичный статус.

Таблица 6

Совокупность факторов, на которых основана торговля разных типов инвесторов

№ п/п	Тип инвестора	Срок удержания	Факторы, на которых основана торговля
1	Дэй-трейдер	Минута — час	Мгновенная ситуация на рынке. Текущие новости
2	Свинг-трейдер	Час — день	Ожидаемые новости. Технический анализ
3	Краткосрочный инвестор	Дни — недели	Технический анализ. Фундаментальный анализ
4	Среднесрочный инвестор	Недели — месяцы	Фундаментальный анализ. Технический анализ
5	Долгосрочный инвестор	Кварталы — годы	Общеэкономический и политический анализ. Фундаментальный анализ

[6] Вопросы привлечения иностранного капитала и его роль в национальной экономике рассматриваются многими авторами. См.: *Славянов А.* Влияние прямых иностранных инвестиций на развитие стран с переходной экономикой // Инвестиции в России. 2008. № 8. С. 11–19 ; *Зименков Р.* Роль России и США в мировых инвестиционных процессах // Там же ; *Ильин А., Выскребенцева И.* Иностранные инвестиции в России // Там же. 2009. № 2. С. 23–31 ; *Артеменко Н.* Мобилизация иностранных инвестиционных ресурсов на развитие машиностроительного комплекса: плюсы и минусы // Там же. 2010. № 5. С. 42–44.

Государственные инвестиции осуществляются органами государственной власти и управления за счет средств бюджетов, внебюджетных фондов и заемных средств, а также в виде ценных бумаг. Частные инвестиции — это вложения средств, осуществляемые физическими или юридическими лицами с целью получения дохода в будущем.

В данном признаке классификации инвестиций пропорции сочетания государственных, частных и иностранных инвестиций показывают направление развития общества, уровень государственного вмешательства в экономику, определяют перспективы экономического развития.

По хронологическому признаку инвестиции подразделяются на начальные, т. е. направленные на создание предприятия или сооружение нового объекта, и текущие, направленные на поддержание уровня его технической оснащенности.

По целям инвестирования выделяют инвестиции на возмещение основного капитала, на расширение производства, на приобретение ценных бумаг других предприятий, на инновационные технологии[7].

По уровню инвестиционного риска инвестиции подразделяются на безрисковые, низкорисковые, среднерисковые и высокорисковые[8].

По характеру использования капитала в инвестиционной деятельности выделяют первичные инвестиции, реинвестиции, дезинвестиции.

Первичные инвестиции представляют собой использование вновь сформированного капитала для инвестиционных целей. Реинвестиции — это повторное использование капитала в инвести-

[7] Анализ экономической литературы показал, что целевая направленность инвестиций не вызывает особых споров среди российских ученых-экономистов, так или иначе инвестиции в основном направляются в реальный или финансовый сектора экономики, но иногда выделяются уровни целей инвестиций — стратегические и тактические.

[8] Некоторые представители современной экономической науки под высокорисковыми инвестициями понимают венчурные инвестиции. Как правило, это вложение капитала в создание наукоемких высоких технологий, где уровень риска существенно превышает среднерыночный на инвестиционном рынке, а ожидаемый уровень инвестиционного дохода наивысший.

ционных целях при условии предварительного его высвобождения в процессе реализации ранее выбранных инвестиционных проектов[9]. Дезинвестиции представляют собой процесс изъятия ранее инвестированного капитала из инвестиционного оборота без последующего его использования в инвестиционных целях, например, для покрытия убытков предприятия. Кроме вышеназванных, выделяют множество более мелких подвидов инвестиций, которые не влияют на сущность инвестиционной деятельности (инвестиции по уровню привлекательности, валовые, реновационные, чистые, индуцированные, фактические инвестиции и т. д.).

Подобная классификация инвестиций позволяет не только грамотно их учитывать, но и анализировать уровень их эффективного использования и на этой основе получать объективную информацию для разработки и реализации эффективной инвестиционной политики.

2.3. Виды инвестиций

2.3.1. Реальные инвестиции

В настоящее время реальные и финансовые инвестиции являются основными подвидами инвестиционного потока, существующими в любой рыночной экономике.

Основу инвестиционной деятельности предприятия составляет реальное инвестирование, для многих организаций оно является единственным направлением инвестиционной деятельности. Благодаря реальному инвестированию предприятие осваивает новые

[9] В соответствии с российским законодательством (ФЗ «Об иностранных инвестициях» № 160 от 19.07.1999 г.), реинвестиции относятся к прямым инвестициям: реинвестирование в объекты предпринимательской деятельности, финансируемые за счет доходов или прибыли иностранного инвестора, которые получены на территории принимающей страны. Прибыль считается реинвестированной, если инвестор, получив прибыль по итогам определенного периода времени, не расходует ее на выплату дивидендов, а оставляет в компании, таким образом, реинвестируя средства в дальнейшее ее развитие.

товарные рынки и обеспечивает увеличение своей рыночной стоимости. Таким образом, реальное инвестирование — это основной вид осуществления инвестиционной деятельности в современном предпринимательстве.

Реальные инвестиции — это долгосрочные вложения, представляющие собой совокупность организационных, технических и финансовых мероприятий, направленных на преобразование инвестиционных ресурсов путем их размещения в отрасли материального и нематериального производства с целью достижения определенного экономического эффекта.

Предложенное определение реальных инвестиций трактуется как производная экономическая категория, хотя и она связана с технологическими и социальными аспектами осуществления инвестиционной деятельности или процесса, поскольку данная категория входит в понятийный аппарат экономических отношений, экономической деятельности. Следовательно, выступая носителем экономических интересов, инвестиции являются субъектом экономического управления на разных уровнях экономических систем.

В зависимости от того, какие задачи ставятся перед организацией в процессе инвестирования, все реальные инвестиции можно разбить на следующие основные группы: обязательные инвестиции[10], инвестиции в повышение эффективности деятельности фирмы[11], инвестиции в расширение и модернизацию производства[12].

---

[10] Инвестиции, необходимые предпринимательской фирме для продолжения своей деятельности. Сюда можно отнести инвестиции для улучшения труда работников, в экологическую безопасность деятельности компании и т. д.

[11] Следует отметить, что целью данных инвестиций является снижение затрат (совершенствование технологий, улучшение организации труда, обновление оборудования). Данные инвестиции просто необходимы организации для конкурентной борьбы.

[12] Данные инвестиции используются, если необходимо увеличить объем выпуска товаров в рамках уже существующих производств и сформировавшихся рынков. К ним также можно отнести и создание новых производств. В результате создаются новые предприятия для выпуска нового вида продукции или оказания нового вида услуг.

Основное направление реальных инвестиций — это капитальные вложения[13]. Любая предпринимательская деятельность, независимо от ее масштабов, места, организационно-правовой формы осуществления и отраслевых особенностей, становится возможной только в том случае, если в производство продукции или оказание услуг были вложены средства, т. е. осуществлены инвестиции. Реальные действия предпринимателя по инвестированию хозяйственных средств предшествуют началу производственной деятельности, а сами эти действия связываются с необходимостью подготовки инвестиционного решения или инвестиционного проекта. Реализация любого проекта всегда происходит в условиях воздействия множества факторов внешней среды, анализ состояния, основные тенденции и изменения которой должны учитываться в управлении инвестиционной деятельностью.

Особая роль в экономике каждого предприятия отводится реальным инвестициям — долгосрочным вложениям инвестиционных ресурсов в его основной капитал. Реальные активы: здания, сооружения, технологическое оборудование, патенты, лицензии, права пользования природными ресурсами и т. д. — все это имущество предприятия является основой для осуществления хозяйственной деятельности. Именно эти активы, являясь результатом реального инвестирования, способны в течение длительного периода времени (срока службы) приносить доход, который превысит затраты на их создание и эксплуатацию.

Реальные инвестиции осуществляются предприятиями в разнообразных формах. Выбор конкретных форм реального инвестирования

[13] Федеральный закон РФ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» трактует капитальные вложения как инвестиции и основной капитал (основные средства), в том числе затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательские работы и другие затраты. Поэтому к капитальным вложениям относятся инвестиции, которые осуществляются в форме нового строительства, расширения организации, реконструкции, технического перевооружения и приобретения действующих предприятий.

предприятием определяется задачами отраслевой, товарной и региональной диверсификации его деятельности (направленными на расширение объема операционного дохода), возможностями внедрения новых ресурсо- и трудосберегающих технологий (направленными на снижение уровня операционных затрат), а также потенциалом формирования инвестиционных ресурсов (денежных и иных активов, привлекаемых для осуществления вложений в объекты реального инвестирования). На рис. 7 представлены основные формы осуществления реальных инвестиций в российской экономической системе.

Формы реального инвестирования могут быть сведены к трем основным его направлениям: капитальному инвестированию или капитальным вложениям, инновационному инвестированию, инвестированию прироста оборотных активов.

Специфический характер реального инвестирования и его форм предопределяют конкретные особенности его осуществления на предприятии, которые зависят от свойств реального инвестирования, отличающих его от других форм инвестирования. Основными из них являются следующие:

- Реальное инвестирование — главная форма реализации стратегии экономического развития предприятия[14]. Именно эта форма инвестирования позволяет предприятию успешно проникать на новые товарные и региональные рынки, обеспечивать постоянное возрастание своей рыночной стоимости.
- Реальное инвестирование находится в тесной взаимосвязи с операционной деятельностью предприятия. Задачи увеличения объема производства и реализации продукции, расширения ассортимента производимых изделий и повышения их качества, снижения текущих операционных затрат решаются, как правило, в результате такого инвестирования[15].

[14] Следует отметить, что основная цель этого развития обеспечивается осуществлением высокоэффективных реальных инвестиционных проектов, а сам процесс стратегического развития предприятия представляет собой не что иное, как совокупность реализуемых во времени инвестиционных проектов.

[15] Данная особенность является преимущественной, поскольку, в свою очередь, от реализованных предприятием реальных инвестиционных проектов во многом

• Реальные инвестиции обеспечивают более высокий уровень рентабельности в сравнении с финансовыми инвестициями[16].

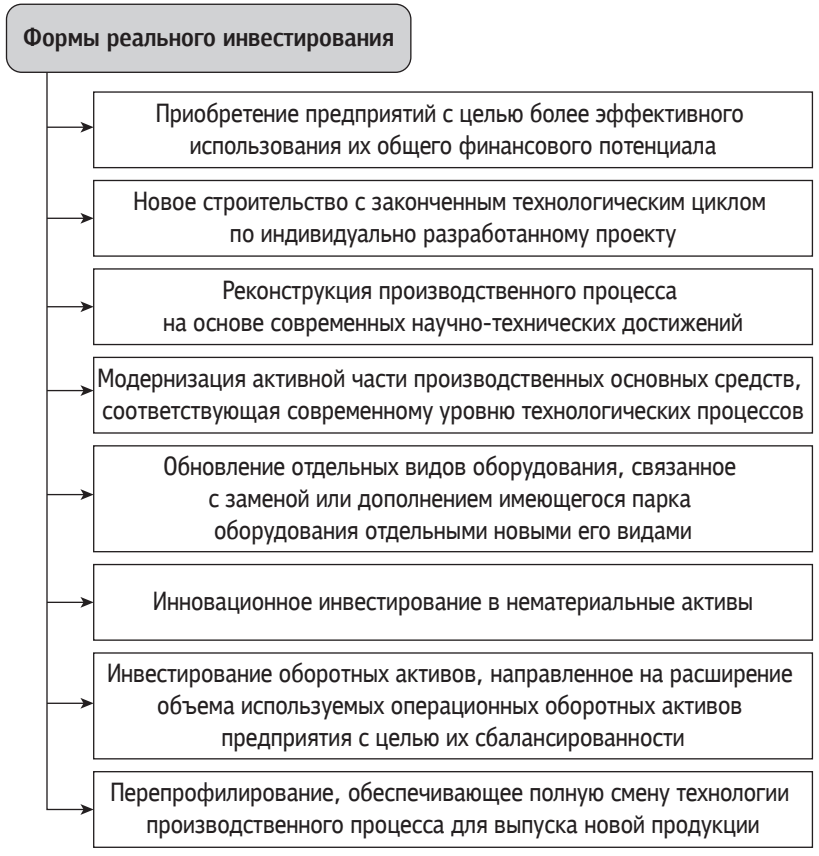


Рис. 7. Основные формы реального инвестирования

зависят параметры будущего операционного процесса, потенциал возрастания объемов его операционной деятельности.

[16] Дело в том, что способность генерировать большую норму прибыли является одним из побудительных мотивов к предпринимательской деятельности в реальном секторе экономики.

• Реализованные реальные инвестиции обеспечивают предприятию устойчивый чистый денежный поток[17].

• Реальные инвестиции подвержены высокому уровню риска морального старения. Этот риск сопровождает инвестиционную деятельность как на стадии реализации реальных инвестиционных проектов, так и на стадии постинвестиционной их эксплуатации, поскольку стремительный технологический прогресс сформировал тенденцию к увеличению уровня этого риска именно в процессе реального инвестирования.

• Реальные инвестиции имеют высокую степень защиты от инфляции. Опыт показывает, что в условиях инфляционной экономики темпы роста цен на многие объекты реального инвестирования не только соответствуют, но во многих случаях даже обгоняют темпы роста инфляции, реализуя ажиотажный инфляционный спрос предпринимателей на материализованные объекты предпринимательской деятельности.

• Реальные инвестиции являются наименее ликвидными. Это связано с узкоцелевой направленностью большинства форм этих инвестиций, практически не имеющих в незавершенном виде альтернативного хозяйственного применения. В связи с этим компенсировать в финансовом отношении неверные управленческие решения, связанные с началом осуществления реальных инвестиций, крайне сложно.

С целью повышения эффективности управления реальными инвестициями в рамках инвестиционной стратегии предприятия разрабатывается специальная политика. Политика управления реальными инвестициями представляет собой часть общей инвестиционной политики предприятия, обеспечивающей подготовку, оценку и реализацию наиболее эффективных реальных инвестиционных проектов. При высокой инвестиционной активности предприятия политика управления инвестициями заключается

[17] Этот чистый денежный поток формируется за счет амортизационных отчислений от основных средств и нематериальных активов даже в те периоды, когда эксплуатация реализованных инвестиционных проектов не приносит предприятию прибыль.

в выработке стратегии управления реальными инвестициями в сочетании со стратегией их финансирования, что в совокупности должно обеспечить формирование оптимального размера стоимости и структуры капитала. Дело в том, что в данном процессе особую роль играет инвестиционная стратегия предприятия, включающая разнообразные инвестиционные кластерные подходы к реализации политики управления реальными инвестициями[18]. Процесс формирования политики управления реальными инвестициями предприятия включает в себя несколько основных этапов (рис. 8).

В процессе анализа состояния реального инвестирования в предшествующий период оценивается уровень инвестиционной активности предприятия и степень завершенности начатых ранее реальных инвестиционных проектов и программ[19].

Основой определения общего объема реального инвестирования в предстоящий период является планируемый объем прироста основных средств предприятия в разрезе отдельных их видов, а также нематериальных и оборотных активов, обеспечивающий прирост объемов его производственно-коммерческой деятельности[20].

---

[18] К ним относятся реновационная инвестиционная политика, политика инновационного инвестирования, политика инвестирования оборотных активов, политика формирования портфеля денежных инструментов инвестирования, политика формирования инвестиционных ресурсов, политика формирования собственных инвестиционных ресурсов, политика привлечения заемных инвестиционных ресурсов, политика управления инвестиционными рисками, политика управления рисками реального инвестирования.

[19] Данный этап формирования политики управления реальными инвестициями имеет три стадии: на первой стадии изучается динамика инвестирования капитала в прирост реальных активов, удельный вес реального инвестирования в общем объеме инвестиций предприятия в предплановом периоде; на второй стадии рассматривается степень реализации отдельных инвестиционных проектов и программ, уровень освоения инвестиционных ресурсов, предусмотренных на эти цели, в разрезе объектов реального инвестирования; на третьей стадии определяется уровень завершенности начатых ранее реальных инвестиционных проектов и программ, уточняется необходимый объем инвестиционных ресурсов для полного их завершения.

[20] Объем этого прироста уточняется с учетом объема ранее не оконченного капитального строительства (незавершенных капитальных вложений).

Формы реального инвестирования определяются исходя из конкретных направлений инвестиционной деятельности предприятия, обеспечивающих воспроизводство его основных средств и нема-

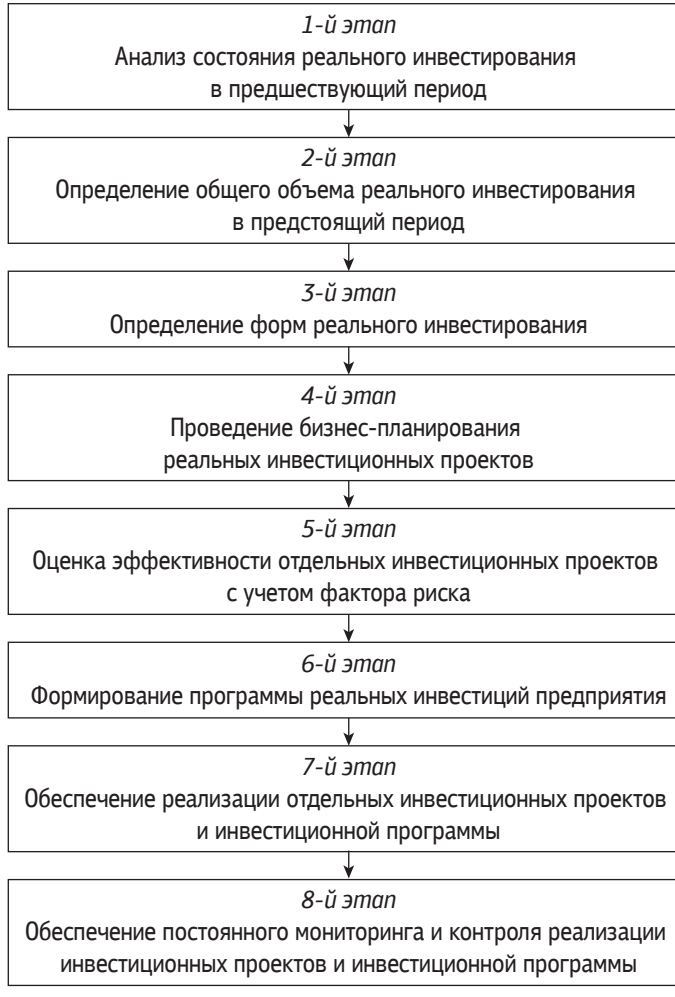


Рис. 8. Основные этапы формирования политики управления реальными инвестициями

териальных активов, а также расширение объема собственных оборотных активов.

Следует отметить, что проведение бизнес-планирования крупных реальных инвестиций (кроме обновления отдельных видов механизмов и оборудования в связи с их износом) рассматривается как особый инструмент финансового планирования на предприятии, поскольку финансовый план как отдельный элемент бизнес-плана является сложным управленческим инструментом. Он предусматривает решение как стратегических, так и тактических задач, стоящих перед предприятием.

Разработанные или подобранные на предварительном этапе инвестиционные проекты подвергаются подробному анализу и оценке с позиций их эффективности по критерию обеспечения роста рыночной стоимости предприятия. Параллельно идентифицируются и оцениваются риски, присущие каждому конкретному инвестиционному проекту, проверяется соответствие общего их уровня ожидаемому уровню доходности проектов.

В процессе управления реальными инвестициями наряду с рисками отдельных инвестиционных проектов оцениваются риски, связанные с реальным инвестированием предприятия в целом[21]. Кроме того, финансирование отдельных инвестиционных проектов осуществляется часто за счет привлечения значительного объема заемного капитала, что может привести к снижению финансовой устойчивости предприятия в долгосрочном периоде. Поэтому в процессе управления следует заранее прогнозировать, какое влияние инвестиционные риски окажут на доходность, платежеспособность и финансовую устойчивость предприятия.

На основе оценки отдельных инвестиционных проектов в процессе этого этапа управления проводится их ранжирование по критерию уровня доходности, риска и ликвидности, соответствия об-

[21] Это направление инвестиционной деятельности связано с отвлечением собственного капитала в больших размерах и, как правило, на длительный период, что может привести к снижению уровня платежеспособности предприятия по текущим обязательствам.

щим целям инвестиционной политики предприятия и т. п. Исходя из объективных ограничений — общего объема планируемого реального инвестирования и возможного объема формирования инвестиционных ресурсов, в инвестиционную программу предприятия включаются инвестиционные проекты, обеспечивающие наибольшие темпы его развития в стратегическом периоде и рост рыночной стоимости[22]. На основе всесторонней оценки каждого из рассматриваемых реальных инвестиционных проектов осуществляется их окончательный отбор в формируемую предприятием инвестиционную программу.

Процесс формирования программы реальных инвестиций предприятия основывается на определенных принципах (табл. 7).

В соответствии с табл. 7 главный критерий отбора проектов должен быть связан с показателями их эффективности, отражающими темп или объем прироста капитала в процессе инвестиционной деятельности. В практике инвестиционного менеджмента такое предпочтение отдается обычно показателю чистого приведенного дохода (иногда в этих целях используется также показатель внутренней ставки доходности). Выбор в качестве главного критерия отбора проектов в инвестиционную программу предприятия показателя чистого приведенного дохода связан с тем, что он дает наиболее наглядное представление о возможностях прироста собственного капитала как в абсолютном, так и в относительном выражении.

Система ограничений, устанавливаемая в процессе отбора реальных инвестиционных проектов в формируемую инвестиционную программу предприятия, включает обычно основные и вспомогательные нормативные показатели. В качестве основных ограничивающих нормативных показателей устанавливаются следующие: один из альтернативных показателей эффективности проекта (например,

[22] Если эта программа сформирована по определяющей приоритетной цели (максимизация доходности, минимизация инвестиционного риска и т. п.), то необходимости в дальнейшей оптимизации программы реальных инвестиций не возникает. Если же необходимо сбалансировать отдельные цели, то инвестиционная программа предприятия оптимизируется по различным целевым критериям, после чего принимается к непосредственной реализации.

при главном критериальном показателе — чистый приведенный доход, ограничивающим показателем эффективности может быть избрана минимальная внутренняя ставка доходности); максимально допустимый уровень общего риска проекта; максимально допустимый период или минимальный коэффициент ликвидности инвестиций. В качестве вспомогательных ограничивающих нормативных показателей могут быть использованы следующие: уровень готовности инвестиционного проекта к реализации; предполагаемый период осуществления инвестиционной стадии проекта; уровень реализуемости проекта; инновационный уровень проекта; возможность диверсификации риска инвестиционной программы предприятия за счет отраслевой или региональной направленности проекта; синхронность формирования предусматриваемых денежных потоков по реализации инвестиционного проекта и его финансированию из различных источников; возможность отсрочки реализации инвестиционного проекта без существенного ущерба для реализации стратегических целей развития предприятия.

Возвратный поток инвестированного капитала, обеспечивающий предусматриваемую эффективность каждого инвестиционного проекта и инвестиционной программы в целом, должен быть обеспечен выпуском и реализацией соответствующей продукции в запланированных объемах и сроках. Поэтому в процессе формирования инвестиционной программы необходимо синхронизировать ее основные параметры с соответствующими параметрами производственной и финансовой программ развития предприятия.

Дифференциация количественных значений главного критерия отбора производится по независимым, взаимосвязанным и взаимоисключающим инвестиционным проектам. По независимым инвестиционным проектам количественным значением главного критерия отбора выступает обычно целевой стратегический норматив эффективности инвестиционной деятельности. По взаимозависимым инвестиционным проектам аналогичный критерий принимается не по каждому конкретному инвестиционному проекту, а по всему взаимосвязанному их комплексу. По взаимоисключающим инвестиционным проектам отбор осуществляется

Таблица 7

Принципы формирования программы реального инвестирования на предприятии

№ п/п	Принцип	Экономическое содержание
1	Многокритериальность отбора проектов в инвестиционную программу	Данный принцип позволяет учесть в процессе формирования инвестиционной программы всю совокупность основных целей инвестиционной стратегии предприятия, а также характер задач инвестиционной деятельности, возникающих под влиянием изменений внешних и внутренних факторов ее осуществления в среднесрочном периоде. Принцип основан на ранжировании целей (задач) инвестиционной деятельности по их значимости, выделении главного целевого показателя в качестве основного критерия отбора инвестиционных проектов и использовании отдельных целевых показателей как системы соответствующих ограничений в процессе осуществления их отбора
2	Учет объективных ограничений инвестиционной деятельности предприятия	При формировании программы реальных инвестиций основными из объективных ограничений инвестиционной деятельности предприятия, требующими учета, являются следующие: — предполагаемые объемы инвестиционной деятельности в соответствии с инвестиционной стратегией; — направления и формы отраслевой и региональной диверсификации инвестиционной деятельности; — потенциал формирования собственных инвестиционных ресурсов; — возможности привлечения заемного капитала к финансированию отдельных инвестиционных проектов; — основные государственные нормативные требования к реализации реальных инвестиционных проектов

Окончание табл. 7

№ п/п	Принцип	Экономическое содержание
3	Обеспечение взаимосвязи инвестиционной программы с производственной и финансовой программой предприятия	Инвестиционная деятельность предприятия осуществляется в неразрывной связи с операционной и финансовой его деятельностью. Эта связь обеспечивается комплексным формированием денежных потоков по рассматриваемым видам деятельности предприятия в рамках конкретных временных периодов. Так, реализация каждого инвестиционного проекта и инвестиционной программы в целом должна быть обеспечена соответствующим финансированием, синхронизированным с ней во времени
4	Дифференциация критериев отбора по видам инвестиционных проектов	Осуществляется в разрезе конкретных форм реального инвестирования по независимым, взаимосвязанным и взаимоисключающим инвестиционным проектам
5	Обеспечение сбалансированности инвестиционной программы по важнейшим параметрам	Внутренняя сбалансированность инвестиционной программы предприятия обеспечивается прежде всего эффективным соотношением таких важнейших ее параметров, как уровень доходности, риска и ликвидности. Такое соотношение параметров инвестиционной программы в целом определяется по шкале «доходность — риск» и «доходность — ликвидность» с учетом избранной инвестиционной стратегии (агрессивной, умеренной или консервативной). В процессе обеспечения сбалансированности инвестиционной программы по рассматриваемым параметрам должны быть изысканы резервы снижения уровня риска и повышения уровня ликвидности при заданном значении уровня ее доходности

по наивысшим значениям избранного главного критериального показателя (на основе сравнительной его оценки).

Уровень доходности инвестиционной программы определяется на основе общего показателя чистого приведенного дохода или чистой инвестиционной прибыли по всем включенным в нее инвестиционным проектам (рассчитанным в единой размерности времени). Уровень риска инвестиционной программы определяется путем расчета коэффициента вариации (по ожидаемому уровню вариабельности показателей чистого денежного потока или чистой инвестиционной прибыли). Уровень ликвидности инвестиционной программы определяется на основе средневзвешенного коэффициента ликвидности инвестиций по отдельным проектам.

Окончательное формирование инвестиционной программы предприятия осуществляется с учетом всех ее параметров исходя из приоритетов, определяемых предприятием. Этот процесс характеризуется в инвестиционном менеджменте как наиболее предпочтительный для предприятий, реализующих инвестиционные проекты в рамках инвестиционной программы, обеспечивающей реализацию их инвестиционной стратегии.

Вместе с тем следует обратить особое внимание, что основными инструментами, обеспечивающими реализацию каждого конкретного реального инвестиционного проекта, являются избранная схема его финансирования[23], а также разработанные капитальный бюджет и календарный график реализации инвестиционного проекта[24].

---

[23] Схема финансирования проекта определяет финансовую базу его осуществления и является основой формирования необходимых инвестиционных ресурсов и разработки бюджетов выполнения отдельных работ.

[24] Дело в том, что капитальный бюджет разрабатывается обычно на период до одного года и отражает все расходы и поступления средств, связанные с реализацией реального проекта. Календарный график реализации инвестиционного проекта (программы) определяет базовые периоды времени выполнения отдельных видов работ и возложение ответственности исполнения (а соответственно, и рисков невыполнения отдельных этапов работ) на конкретных представителей заказчика (предприятия) или подрядчика в соответствии с их функциональными обязанностями, изложенными в контракте на выполнение работ.

Особого внимания заслуживает этап обеспечения постоянного мониторинга и контроля реализации инвестиционных проектов и инвестиционной программы. В результате реализации процесса управления реальными инвестициями на предприятии осуществляется инвестиционный контроллинг по основным результативным показателям каждого инвестиционного проекта (до завершения его жизненного цикла) и инвестиционной программы в целом.

В условиях динамичной экономической среды можно выделить преимущества реальных инвестиций перед другими видами инвестиционных вложений:

1. Учитывая, что реальное инвестирование может быть, а зачастую и является основой инвестиционной деятельности предприятия, именно оно обеспечивает его стабильное экономическое развитие. Эта форма инвестиций позволяет предприятию увеличивать свое влияние на различных рынках товаров и услуг и завоевывать новые сегменты региональных и товарных рынков. Таким образом, реальное инвестирование способствует увеличению стоимости самого предприятия и его капитала.

2. Реальное инвестирование решает задачи операционной деятельности предприятия. Именно реальные инвестиции обеспечивают необходимый доход, который позволяет расширять производство, увеличивать ассортимент продукции. То есть реальное инвестирование способно решать стратегические задачи предприятия.

3. Большая прибыль, которую способно дать предприятию реальное инвестирование, обеспечивает высокий уровень рентабельности. Финансовые инвестиции не дают такого уровня рентабельности. Именно поэтому большинство предпринимателей склонны инвестировать свои финансовые активы именно в реальные инвестиционные объекты.

4. Основной риск всех способов реального инвестирования — это риск морального старения, связанный с высокими темпами технологического развития и модернизации.

5. Реальное инвестирование обеспечивает предприятию стабильный чистый денежный поток, который создается за счет амортизационных отчислений и нематериальных активов. Причем это

может продолжаться уже после окончания реализации инвестиционных проектов.

6. Реальные инвестиции практически не подвержены риску инфляции. Реальные объекты инвестирования зачастую обеспечивают такой рост цен на инвестиционный продукт, который в разы превышает темпы инфляции. Это нередко приводит к ажиотажу вокруг объектов предпринимательской деятельности, основой развития которых является реальное инвестирование.

В своей основе реальные инвестиции не являются феноменом новым, не известным практике. Как было сказано выше, раньше реальные инвестиции определялись как капитальные вложения. Новизна инвестиционного подхода заключается в следующем:

— реальные инвестиции рассматриваются как производная экономическая категория, т. е. определение носит макроэкономический характер;

— определение указывает на преобразование ресурсов во вложения в разнообразные виды деятельности;

— в определении делается акцент на определенность риска, прогноза и эффекта инвестиций;

— конкретизируются цели осуществления инвестиционных вложений;

— используется комплексный подход к вопросам движения денежных средств в процессе воспроизводства, что предполагает согласование процессов, связанных с денежными потоками.

Таким образом, целесообразно признать, что реальные инвестиции являются элементом, обеспечивающим эффективное функционирование финансово-кредитной системы национальной экономики. Понимание того, что реальные инвестиции представляют собой не столько затраты, сколько вложения в будущее, поможет эффективнее организовать инвестиционный процесс (прил. 4).

Модернизация рыночных отношений вызвала потребность в формировании комплексного подхода к эффективности использования реальных инвестиций, что обусловлено существенным изменением инвестиционного статуса государства и негосударственных структур, разделением их функций в инвестиционной деятельности.

Практическую значимость эффективности использования инвестиций в различных видах и подвидах для определения тенденций развития финансирования реальных инвестиций в целом рассмотрим в последующих главах данного учебника.

2.3.2. Финансовые инвестиции

Инвестиции, как уже отмечалось выше, представляют собой вложения капитала, направленные на получение дохода/прибыли или иного полезного эффекта в будущем. На текущем этапе развития экономики расширение инвестиционной деятельности выступает одним из факторов ее эффективности.

В зависимости от того, какие источники привлекает инвестор для финансирования своей инвестиционной деятельности, принято выделять три основные формы финансирования инвестиций:

а) самофинансирование — полностью за счет собственных финансовых ресурсов;

б) кредитное — в процессе осуществления краткосрочных инвестиционных проектов с высокой рентабельностью;

в) смешанное (долевое) — в виде совокупности нескольких источников финансирования.

Финансовые инвестиции часто рассматриваются как активная форма эффективного использования временно свободного капитала, поэтому, как правило, это вложения в акции, облигации и другие ценные бумаги, эмитируемые юридическими лицами, органами государственной власти и местного самоуправления, в уставный капитал юридических лиц, созданный на территории страны или за рубежом, в объекты тезаврации и банковские депозиты (см. прил. 5).

Финансовые инвестиции представляют собой:

1) банковские вклады (депозиты) — денежные средства, размещаемые на счете в банке для хранения;

2) облигации — долговые обязательства по выплате определенного дохода в форме процента/купона и полного погашения их стоимости по истечении определенного срока;

3) акции — ценные бумаги, удостоверяющие вклад в капитал предприятия, дающие право на получение части прибыли;

4) кредит — форму движения ссудного капитала;

5) дебиторскую задолженность — сумму долга, причитающуюся предприятию, и др.

Особенностью финансовых инвестиций является независимость по отношению к основному виду хозяйственной деятельности инвестора, в частности по отношению к операционной деятельности.

Уильям Ф. Шарп в своем исследовании отмечает: «В примитивных экономиках основная часть инвестиций относится к реальным, в то время как в современной экономике большая часть инвестиций представлена финансовыми инвестициями».

В зависимости от срока финансовые инвестиции делятся на долгосрочные — более одного года и краткосрочные (текущие) — до одного года. В финансовых инвестициях особо выделяют иностранные инвестиции, которым посвящен отдельный параграф нашего исследования.

О каком бы виде инвестиций ни шла речь, необходимо постоянно контролировать объем инвестиций, их структуру и темпы изменения, а также определять их экономическую эффективность.

Для оценки эффективности инвестиций можно использовать следующую систему показателей:

1. Срок окупаемости инвестиций — это время, в течение которого инвестор возмещает сумму своего первоначального вложения; определяется отношением суммы вложенного капитала к величине чистой прибыли, полученной от инвестирования:

$$Т_{ок} = \frac{И}{Пр},$$

где $Т_{ок}$ — срок окупаемости инвестиций; И — сумма инвестиций; Пр — чистая прибыль. Чем меньше срок окупаемости, тем эффективнее вложение.

2. Годовая и среднегодовая рентабельность инвестиций. Годовая рентабельность инвестиций оценивается процентным отношением чистой прибыли *i*-того года к сумме инвестиций. Логично исполь-

зовать значение чистой прибыли с добавлением к ней суммы амортизационных отчислений *i*-того года, поскольку амортизационные отчисления остаются в распоряжении инвестора и фактически представляют собой часть его прибыли, предназначенной к реинвестированию:

$$\text{Р}_i = \frac{(\text{Пр}_i + A_i) \times 100\,\%}{\text{И}},$$

где P_i — рентабельность инвестиций в *i*-том году; Пр_i — чистая прибыль в *i*-том году; A_i — амортизационные отчисления в *i*-том году; И — сумма инвестиций. Чем выше уровень рентабельности, тем эффективнее вложение.

3. Учетная норма прибыли — это отношение средней величины чистой прибыли, полученной в результате капитальных инвестиций, к средней или первичной стоимости инвестиций:

$$\text{У} = \frac{\text{Пр} - \text{А}}{\text{И}},$$

где У — учетная норма прибыли; Пр — чистая прибыль; А — годовая сумма обесценения капитала; И — сумма инвестиций. Чем больше учетная норма прибыли, тем эффективнее вложение капитала.

4. Чистая текущая стоимость — это разница между текущей стоимостью будущего притока денежных средств и суммой первоначального вложения капитала. При годовой серии равновеликих периодических поступлений денежных средств чистая текущая стоимость определяется в текущих ценах по формуле

$$\text{С} = \frac{\text{И}_i}{(1+n)^i} \text{ или } \text{С} = \text{Д}\sum_{i=1}^{\text{Т}} \frac{1}{(1+n)^i},$$

где С — чистая текущая стоимость, т. е. оценка величины дохода, планируемого к получению в *i*-том году; Д — доход, планируемый к получению в *i*-том году; *n* — коэффициент дисконтирования; Т — общее число лет; *i* — фактор времени; $1/(1 + n)_i$ — дисконти-

рующий множитель (как правило, используются таблицы с заранее исчисленными значениями). Инвестиции считаются эффективными, если величина чистой текущей стоимости положительна.

В основном доход от инвестиций в финансовые активы представлен процентной величиной: это могут быть проценты по депозитам, проценты по ценным бумагам, кроме акций, проценты по ссудам, дивиденды по акциям и проценты по товарному кредиту.

Таким образом, показатель, характеризующий доходность финансовых инвестиций в общем виде, определяется нормой процента (дохода) на вложенные средства, по следующей формуле:

$$Д = \frac{П}{И},$$

где Д — доход от финансовых инвестиций (норма процента); П — годовой доход от финансовых инвестиций; И — сумма инвестиций.

Отметим, что чаще всего именно ценные бумаги занимают значимую долю среди активов, в которые производятся вложения денежных средств. Вложение денежных средств в различные виды ценных бумаг, свободно обращающихся на фондовом рынке, характеризуется следующими особенностями:

а) большим выбором альтернативных ценных бумаг;

б) высоким уровнем государственного регулирования;

в) развитой инфраструктурой фондового рынка;

г) возможностью оперативного получения информации о состоянии и конъюнктуре фондового рынка.

К основным показателям, позволяющим оценить качество ценных бумаг, можно отнести следующие:

— коэффициент «цена/прибыль» (P/F, «Price/Farning Ratio») — это соотношение цены акции и прибыли на одну акцию;

— доходность по дивидендам («Dividend yield») — это отношение годового дивиденда на одну акцию к ее средней рыночной цене;

— коэффициент «рыночная цена/балансовая стоимость акций» («Market to Book Ratio») — это отношение рыночного курса акции к цене в бухгалтерском отчете предприятия;

— отношение количества заявок на покупку и продажу ценных бумаг определенного вида;

— спред, отражающий разницу между ценой предложения и ценой спроса на конкретную ценную бумагу.

Инвестору, осуществляющему финансовые инвестиции, необходимо знать величину ожидаемого дохода ценной бумаги, чему равен риск и насколько ожидаемый доход компенсирует предполагаемый риск. При этом любой инвестор стремится к получению максимально возможной доходности с минимальным риском.

Доход ценной бумаги состоит из двух элементов: дивидендов и дохода, связанного с изменением цены актива. Для аналитических целей предпочтение отдается показателю доходности — соотношению дохода и первоначальной цены актива, так как доход, выраженный в абсолютном отношении, может существенно меняться, т. е. последний нельзя использовать при сравнительном анализе, а в инвестировании это немаловажно.

Количественно доходность рассчитывается по формуле средней арифметической, а для оценки риска применяется дисперсия или среднее квадратическое отклонение.

Для снижения уровня риска финансовые инвестиции обычно осуществляются путем вложения средств в различные финансовые инструменты, совокупность которых составляет инвестиционный портфель.

Инвестиционный портфель — это управляемая совокупность разных активов, ликвидность и срочность которых различаются. Если ни одна составляющая портфеля не является доминирующей, то такой портфель считают диверсифицированным. Инвестиционный портфель может быть «агрессивным», т. е. рискованным, но максимально доходным, и «консервативным» — с минимальным риском, но стабильным, с не слишком большим доходом.

Диверсифицировать инвестиционный портфель можно по различным критериям:

— по типам активов;

— по отраслям;

— по инструментам;

— по эмитентам.

В любом случае основной целью инвестора при управлении портфелем является сохранение баланса между доходностью, ликвидностью и риском.

Финансовые инвестиции можно рассматривать с двух аспектов:

1) как стоимость ресурсов, потраченных на приобретение активов. С этой позиции финансовые инвестиции определяют финансовые потоки, представленные интервальным рядом, и определяются по сумме фактических затрат инвестора на их приобретение;

2) как стоимость активов, представляющих финансовые права, которыми располагает инвестор на определенный момент времени. В этом случае финансовые инвестиции — это накопленная величина, которая характеризуется моментным рядом и определяется по балансовой стоимости инвестиций на конкретную дату.

Немаловажно при оценке финансовых инвестиций учитывать, что они могут быть рассчитаны как в валовом, так и в чистом выражении, т. е. с учетом и без учета принятых финансовых обязательств.

Структура финансовых инвестиций может быть определена группировкой по срокам, видам активов и направлениям инвестирования (табл. 8). Темпы изменения финансовых инвестиций рассчитываются с помощью динамических показателей.

Таблица 8

Структура финансовых вложений, млрд руб.*

Показатель	2014	2015	2016
Финансовые вложения, всего	78 604,3	127 113,6	136 718,8
долгосрочные	9805,4	13 804,1	15 517,2
краткосрочные	68 798,9	113 309,4	121 201,6

* Составлено по: Россия в цифрах. 2017 // Федеральная служба государственной статистики : [сайт]. URL: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2017/rusfig/rus17.pdf (дата обращения: 02.10.2017).

Как и любым финансовым процессом, финансовым инвестированием необходимо управлять. Представим процесс управления финансовым инвестированием в виде следующих этапов:

1) анализ состояния финансового инвестирования в предшествующем периоде: анализ тенденций динамики масштабов, форм и эффективности;

2) прогнозирование объемов финансового инвестирования на предстоящий период;

3) определение форм финансового инвестирования исходя из целей и задач инвестора;

4) создание портфеля финансовых инвестиций.

2.3.3. Коллективные инвестиции

Возможности инвестиционного рынка постоянно расширяются. Этому способствует применение новых инструментов инвестирования, расширение круга участников, появление современных законодательных и нормативных актов, регулирующих операции инвестиционного рынка, что обусловлено как экономическими, так и юридическими предпосылками.

В современных условиях коллективные инвестиции являются весьма важной частью полноценных экономических отношений. Это достаточно многоаспектная сфера экономического хозяйствования и общественной деятельности, поскольку объектом купли-продажи на финансовом рынке, даже на общем фоне активов и инструментов, обращающихся на нем, является весьма специфичный и разнообразный товар. Это предопределено тем, что в зависимости от вида коллективного инвестиционного института товаром могут выступать выпущенные ценные бумаги, страховая защита, свободные кредитные ресурсы, а также инвестиционные услуги, связанные с указанными объектами.

История формирования и развития коллективных инвестиций. Точка отсчета в процессе формирования и развития отрасли коллективных инвестиций, рассматриваемой в ракурсе исторических аспектов мирового финансового рынка, является весьма неоднозначной. Это обусловлено наличием широкого спектра раз-

нящихся мнений относительно перечня инвестиционных форм и финансовых институтов, относящихся к данной отрасли.

Если рассматривать коллективные инвестиции строго с позиции наиболее полного соответствия финансовых институтов квалифицирующим сущностным характеристикам, тогда точка отсчета будет определяться временным моментом, когда зафиксировано создание первых инвестиционных фондов, — это 20–30-е гг. XX в. Если же использовать гибкость и определенные отступления при квалификации финансовых институтов отрасли коллективного инвестирования, включая в их число кооперативные формы, тогда точка отсчета будет определяться временным моментом, которым датируется учреждение первых финансовых кооперативных обществ (кредитных союзов/кооперативов). В этом случае точка отсчета приходится на вторую половину XIX в.

В отечественной истории формирование и дальнейшее развитие отрасли началось в связи с изменением политического строя и введением права частной собственности. Иными словами, ее образование было неотъемлемым элементом исторического перехода к капиталистическим принципам хозяйствования в национальной экономике. Основным катализатором выступило то, что коллективные инвестиции явились необходимым инструментом в процессе приватизации государственного имущества.

Указ Президента РФ «О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий» от 07.08.1992 г. № 1186 подготовил первичный правовой базис отраслевого регулирования. На этом базисе были сформированы первые институты коллективного инвестирования, представленные двумя разновидностями инвестиционных фондов: акционерными инвестиционными фондами (АИФ) и чековыми инвестиционными фондами (ЧИФ).

В это время для ускорения передачи государственного имущества гражданам и привлечения к процессу приватизации широких слоев населения в рамках государственной программы приватизации предприятий, находящихся в государственной и муниципаль-

ной собственности, была введена в действие система приватизационных чеков (ваучеров).

Данные государственные ценные бумаги целевого назначения безвозмездно передавались населению, большая часть которого мучилась вопросом, куда вложить доставшийся актив. В связи с этим ко времени и к месту пришлись именно чековые фонды, ведь их особенностью являлось то, что в оплату уставного капитала наравне с денежными средствами, ценными бумагами и недвижимым имуществом принимались и приватизационные чеки.

Этот факт во многом определил глобальное распространение данной категории фондов, но большее влияние на их распространение оказало то, что организаторы фондов зачастую использовали их как «первый кирпич», закладывающийся в основание финансовой пирамиды. Поэтому в середине 1990-х гг. огромное количество сформированных фондов оказались несостоятельными, инвесторы потеряли свои активы, а вся инвестиционная деятельность фондов попала в разряд криминальной.

Именно тогда с принятием Указа Президента «Об утверждении комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров» от 21.03.1996 г. № 408 в российском законодательстве впервые появляется термин «коллективное инвестирование». Настоящий указ имел два основных момента: во-первых, констатировался факт того, что на российском финансовом рынке уже действует неэффективная, требующая реструктуризации система коллективных инвестиций; во-вторых, определялись действующие и новые формы коллективного инвестирования, которые с точки зрения государства являлись наиболее перспективными.

Так повелось, что регулирование данной отрасли находится у государства на особом счету. И причина не только в обанкротившихся фондах и последовавших за этим народных волнениях. Дело в том, что любое государственное регулирование начинается с выработки концепции, которая в целом отражает позицию государства в отношении объекта регулирования и определяет его пределы. На этом этапе производится обоснование необходимости регулирования, определение цели, основных принципов и направлений регули-

рования, а также фиксация конечных результатов, на достижение которых оно направлено. Более того, все акты, регулирующие сферу экономики и финансов (вместе с экономическим обоснованием), вносятся на рассмотрение уполномоченного органа.

Применительно к отрасли коллективных инвестиций государство выработало четкую позицию, которая была сформулирована в постановлении Правительства РФ «О государственной программе защиты прав инвесторов на 1998–1999 годы» от 17.07.1998 г. № 785. Согласно этой позиции, «…суть коллективного инвестирования заключается в объединении средств отдельных инвесторов для осуществления эффективного управления ими профессионалами. Наиболее привлекательными являются схемы коллективного инвестирования для мелких инвесторов, которые не в состоянии участвовать в прямом инвестировании как из-за недостаточности средств, так и из-за недостаточности знаний. Таким образом, в участие в схемах коллективного инвестирования обычно вовлечены широкие массы инвесторов, в том числе физические лица».

Из вышесказанного следует, что государство рассматривает коллективные инвестиции как необходимый элемент экономики, который позволяет основной массе населения получить то, что ей не могут дать инструменты, рассчитанные на частного инвестора.

Более того, с отдельными институтами государство связывает большие надежды, встраивая их в качестве самостоятельного элемента государственных реформ. Так, например, по поводу негосударственных пенсионных фондов в государственной программе сказано: «Развитие негосударственных пенсионных фондов выгодно как для государства, так и для населения в целом, поскольку помимо решения важной социальной задачи по организации дополнительного пенсионного обеспечения граждан негосударственные пенсионные фонды также в состоянии осуществлять долгосрочные вложения в экономику. Такая двойственная природа негосударственных пенсионных фондов обусловливает ряд специфических условий их деятельности, а именно консервативный и долгосрочный характер инвестирования пенсионных накоплений, надежную защиту участников фондов и т. д.».

Если рассматривать отрасль коллективных инвестиций с позиции текущего исторического момента, то, прежде всего, нужно отметить, что отрасль представляет собой самостоятельный сегмент финансовых рынков. Это обусловлено многими факторами и прежде всего спецификой представленных здесь финансовых институтов и спецификой оказываемых ими финансовых услуг. Ведь общие особенности регулирования этих институтов, организационное единство, механизмы деятельности, их место в перераспределительном процессе, целевое назначение и потребительская направленность услуг — все это не позволяет рассматривать данную отрасль вне отдельного сегмента финансовых рынков.

Коллективные инвестиции — это система инвестирования посредством использования финансовых институтов, основанных на принципе объединения капитала. Иными словами, базисом этой системы является идея консолидации однотипных активов разных инвесторов в рамках единого инвестиционного портфеля.

Таким образом, на сегодняшний день в РФ действует две полноценные формы коллективного инвестирования — инвестиционные фонды и негосударственные пенсионные фонды. Данные формы коллективного инвестирования обладают общими регулятивными и технологическими признаками. Прежде всего, деятельность всех указанных фондов основывается на прохождении процедур лицензионно-разрешительного порядка, отнесенного к компетенции регулятора.

Общие технологические признаки инвестиционных и пенсионных фондов касаются специфики инвестиционного процесса. Непосредственного участия в процессе инвестирования сами фонды не принимают либо имеют крайне ограниченные полномочия. Функции по инвестированию возлагаются на управляющую компанию, обязательным условием деятельности которой является наличие лицензии на управление активами данных фондов — лицензии на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами.

Поскольку данный тип лицензии предоставляет право на одновременное управление активами как инвестиционных, так и пенсионных фондов, к управляющей компании предъявляются общие требования.

Еще одним общим технологическим признаком является то, что в ходе осуществления деятельности указанных фондов к участию привлекаются специальные субъекты.

В процессе инвестирования учет и хранение активов фондов, а также контроль за распоряжением их имуществом осуществляется особым юридическим лицом — специализированным депозитарием.

Проверка достоверности финансовой и специализированной отчетности возлагается на аудиторскую организацию, обладающую лицензией на проведение обязательного аудита фондов и управляющих компаний.

В тех случаях, когда для определения достоверной (рыночной) стоимости имущества, находящегося в фонде, необходимо заключение компетентного независимого лица, к оценке активов привлекается независимый оценщик. Участие независимого оценщика обусловлено невозможностью фондов определить стоимость актива самостоятельно (например, в отношении объектов недвижимого имущества).

Порядок, сроки и компетенция участия указанных субъектов определяются на основании законодательства и внутренних документов, регулирующих деятельность фондов.

Вместе с тем авторы при рассмотрении коллективных инвестиций используют гибкий подход и определенные отступления при квалификации финансовых институтов. В связи с этим нельзя обойти вниманием кооперативные формы коллективных инвестиций, а именно кредитные кооперативы, которые за предшествующие 5–10 лет получили весьма широкое распространение на рынке.

Рынок коллективных инвестиций — рынок, реализующий схему инвестирования, при которой несколько участников, которые могут быть частными лицами или крупными компаниями, вкладывают свое имущество в единый фонд под управлением профессиональ-

ного управляющего для последующего вложения этого имущества с целью получения прибыли.

Все инвесторы подразделяются на индивидуальных и институциональных. К первым относятся физические лица, приобретающие акции, облигации, векселя, сберегательные сертификаты.

Существует мнение, что индивидуальному инвестору трудно ориентироваться на фондовом рынке и сформировать собственный инвестиционный портфель так, чтобы получить максимальный доход при умеренном риске. Поэтому с развитием фондового рынка возникает все больше институциональных инвесторов, которых также можно назвать финансовыми посредниками.

Группу институциональных инвесторов составляют предприятия различных форм собственности, банки, страховые компании, пенсионные фонды, а также инвестиционные компании и фонды. Регулирование деятельности институциональных инвесторов в нашей стране в настоящее время делегировано Центральному банку Российской Федерации (ЦБ РФ).

Инвестиционные компании — это профессиональные участники рынка ценных бумаг, определяющие условия и подготовку новых выпусков ценных бумаг, гарантирующие их размещение, создающие синдикаты по подписке групп в рамках продажи новых выпусков. Эти компании имеют право осуществлять брокерскую и дилерскую деятельность, должны обладать достаточно крупным капиталом. Они привлекают средства индивидуальных инвесторов и приобретают на них финансовые активы.

Для индивидуального инвестора есть четыре преимущества вложения средств в такие компании (по сравнению с прямым инвестированием):

— надежность — в большинстве стран (в том числе и в России) коллективные инвесторы являются объектом законодательства и регулирования, направленного на защиту индивидуальных инвесторов;

— экономия на издержках — при управлении значительным числом мелких инвестиций как одним крупным портфелем эконо-

мия возникает за счет масштаба операций, соответственно плата за управление может быть снижена;

— профессиональное управление активами — профессиональные посредники обладают большими навыками и знаниями, чем индивидуальные инвесторы;

— больше возможностей диверсификации портфеля — индивидуальные инвесторы не могут самостоятельно снизить риск путем диверсификации в силу крупных затрат на проведение операций при небольшом количестве активов.

Основная функция инвестиционных компаний — андеррайтинг, т. е. обеспечение полного или частичного размещения ценных бумаг на фондовых рынках по фиксированной цене. Доход андеррайтера складывается из комиссионного вознаграждения в зависимости от размещенного объема акций и облигаций и разницы между ценой покупки и продажи бумаг у эмитента и ценой реализации на рынке.

Несколько инвестиционных компаний могут образовать инвестиционный синдикат — объединение, носящее временный характер. В его пределах инвестиционные компании могут разделить ответственность, связанную с размещением ценных бумаг, и риск, связанный с их неразмещением.

Эмиссионный синдикат включает в себя группу покупки, куда входят андеррайтеры и инвестиционные компании, менеджеры и члены синдиката, и группу продажи, состоящую из финансовых брокеров. Компании, входящие в группу покупки, берут на себя обязательства выкупить весь выпущенный пакет акций или его часть. Группа продажи принимает поручения членов синдиката по первичному размещению ценных бумаг.

Негосударственный пенсионный фонд (НПФ) — специализированные организации социального страхования, особая организационно-правовая форма некоммерческой организации социального обеспечения, исключительным видом деятельности которой является негосударственное пенсионное обеспечение участников фонда на основании договоров о негосударственном пенсионном обеспечении населения с вкладчиками фонда в пользу участников фонда.

Основные законодательные и нормативные акты, регулирующие деятельность НПФ: Закон «О негосударственных пенсионных фондах» № 75-ФЗ от 07.05.1998 г., Постановление Правительства РФ «Об утверждении Правил размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за их размещением» № 63 от 01.02.2007 г., приказ Федеральной службы по финансовым рынкам РФ «Об утверждении Правил расчета рыночной стоимости активов, в которые размещены средства пенсионных резервов и совокупной рыночной стоимости пенсионных резервов НПФ» № 10-37/пз-н от 08.06.2010 г., положение Банка России «Об оценке соответствия деятельности НПФ требованиям к участию в системе гарантирования прав застрахованных лиц» № 417-П от 03.04.2014 г. и др.

В зависимости от состава участников все НПФ условно делятся на:

— фонды закрытого типа (профессиональные пенсионные системы или производственные фонды), которые создаются только для участников, сгруппированных по определенному принципу;

— фонды открытого типа, которые не имеют ограничений для состава участников.

В России, по данным ЦБ РФ на сентябрь 2014 г., зарегистрировано 120 НПФ, собственное имущество которых составляет 2150,5 млрд руб., пенсионные накопления по балансовой стоимости — 1123,0 млрд руб., количество застрахованных лиц — 22,1 млн человек.

Инвестиционный фонд — организация, выпускающая акции с целью мобилизации денежных средств инвесторов и их вложения от имени фонда в ценные бумаги, а также размещения на банковских счетах и вкладах, при этом все риски, связанные с такими вложениями, все доходы и убытки от изменения рыночной оценки таких вложений в полном объеме относятся на счет владельцев (акционеров) этого фонда и реализуются ими посредством изменения текущей цены акций фонда.

Инвестиционный фонд — это инструмент коллективного инвестирования. Он дает возможность индивидуальным инвесторам получить доход от крупных вложений.

В мировой финансовой практике наибольшее распространение получили фонды, создаваемые и регулируемые в британской, западноевропейской и американской юрисдикциях.

В Соединенных Штатах Америки они представлены Взаимными фондами (Mutual funds), которые могут иметь корпоративную (акционерную) или паевую природу, фиксированный или неограниченный капитал и т. д. Особое положение среди инвестиционных фондов данной юрисдикции занимают ETF-фонды (exchange-traded fund), которые выступили прототипом российских биржевых паевых инвестиционных фондов.

В Соединенном Королевстве, а также в юрисдикциях многих из бывших британских колоний отрасль представлена инвестиционными трастами (investment trust). Они организуются в форме публичных компаний с ограниченной ответственностью (plc.) либо в паевой форме (unit trust).

В западноевропейской юрисдикции и странах Бенилюкса отрасль представлена в двух основных формах инвестиционных фондов, которые образованы на корпоративных (SICAF) или паевых началах (SICAV).

Депозитарий инвестиционного фонда кроме депозитарных функций выполняет также специфическую функцию контроля за деятельностью компании по управлению имуществом инвестиционного фонда.

В инвестиционных фондах осуществляется диверсификация вложений и профессиональное управление инвестиционным портфелем. Поэтому возникают ограничения на минимальный размер суммы вхождения в фонд. Состав и структура активов инвестиционных фондов регулируются государством. Практика показывает, что самый распространенный вид коллективных инвестиций — это инвестиционные фонды.

Открытые инвестиционные фонды обязуются в любой момент времени выкупать свои акции по цене, равной или близкой стоимости их чистых активов. Свои акции открытые фонды продают непосредственно на рынке или с помощью посредников.

Закрытые инвестиционные фонды не выкупают свои акции в любой момент времени по желанию их владельца. Их акции обращаются на бирже или внебиржевом рынке. Такие фонды не ограничены по сроку существования. Дивиденды и проценты, получаемые закрытым фондом на ценные бумаги своего портфеля, а также чистая прибыль от прироста капитала распределяются среди акционеров.

Российская практика во многих сферах строилась на заимствовании иностранного опыта, поэтому сфера отечественных инвестиционных фондов в большей степени является отражением накопленного мирового опыта.

Деятельность инвестиционных фондов в России регулируется Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ, Постановлением Правительства РФ «О типовых правилах доверительного управления открытым паевым инвестиционным фондом» № 633 от 27.08.2002 г., Постановлением Правительства РФ «О типовых правилах доверительного управления интервальным паевым инвестиционным фондом» № 684 от 18.09.2002 г. Постановлением Правительства РФ «О типовых правилах доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом» № 564 от 25.07.2002 г., Постановлением Правительства РФ «Об утверждении типовых правилах доверительного управления биржевым паевым инвестиционным фондом» № 600 от 15.07.2013 г., указанием Банка России «О перечне изменений и дополнений, вносимых управляющей компанией в правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом» № 3208-У от 05.03.2014 г. и др.

Согласно ст. 1 Федерального закона «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ, инвестиционный фонд — это находящийся в собственности акционерного общества либо в общей долевой собственности физических и юридических лиц имущественный комплекс, пользование и распоряжение которым осуществляются управляющей компанией исключительно в интересах акционеров этого акционерного общества или учредителей доверительного управления. Указанный закон предусматривает две разновидности

инвестиционных фондов — акционерные инвестиционные фонды и паевые инвестиционные фонды.

В Российской Федерации могут функционировать акционерные и паевые инвестиционные фонды.

Акционерный инвестиционный фонд (АИФ) — открытое акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты. Акционерный инвестиционный фонд не вправе осуществлять иные виды предпринимательской деятельности.

Одним из обязательных атрибутов акционерного фонда является его наименование, которое в обязательном порядке должно содержать указание на то, что данное акционерное общество является инвестиционным фондом.

Акционерный инвестиционный фонд вправе осуществлять свою деятельность только на основании лицензии, выдаваемой Федеральной службой по финансовым рынкам.

Лицензионные требования и условия, предъявляемые к акционерным инвестиционным фондам:

— соблюдение фондом требований к организационно-правовой форме (ОАО);

— наличие у фонда на дату подачи документов в лицензирующий орган собственных средств в размере не менее 35 млн руб.;

— наличие в уставе фонда положения о том, что исключительным предметом его деятельности является инвестирование в имущество, определенное законодательством и предусмотренное инвестиционной декларацией фонда;

— соответствие содержания инвестиционной декларации фонда и соблюдения порядка ее утверждения требованиям законодательства;

— наличие у лица, осуществляющего функции единоличного исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда, за исключением случаев передачи полномочий такого органа управляющей компании, высшего профессионального образования и его соответствие установленным регулятором квалификационным требованиям и требованиям к профессиональному опыту;

— отсутствие в числе лиц, осуществляющих функции единоличного исполнительного органа, а также входящих в состав совета директоров (наблюдательного совета) и коллегиального исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда, следующих категорий:

работники специализированного депозитария, регистратор, оценщик и аудитор фонда, а также лица, привлекаемые указанными организациями для выполнения работ по гражданско-правовым договорам;

аффилированные лица специализированного депозитария, регистратор, оценщик и аудитор фонда;

лица, которые осуществляли функции единоличного исполнительного органа или входили в состав коллегиального исполнительного органа управляющей компании, специализированного депозитария, акционерного инвестиционного фонда, профессионального участника рынка ценных бумаг, кредитной организации, страховой организации, негосударственного пенсионного фонда (далее — финансовые организации) в момент совершения финансовыми организациями нарушений, за которые у них были аннулированы лицензии на осуществление соответствующих видов деятельности, если с даты такого аннулирования прошло менее трех лет;

лица, в отношении которых не истек срок, в течение которого они считаются подвергнутыми административному наказанию в виде дисквалификации;

лица, имеющие судимость за умышленные преступления;

— отсутствие факта осуществления акционерным обществом иных видов предпринимательской деятельности, кроме деятельности инвестиционного фонда;

— соблюдение акционерным фондом требований, предъявляемых к виду и категории ценных бумаг, эмитируемых фондом, а также соблюдение требований, предъявляемых к способу и порядку их размещения;

— недопущение при осуществлении деятельности совершения сделки, в результате которой будут нарушены требования к составу активов акционерных инвестиционных фондов, установленные фе-

деральными законами и принятыми в соответствии с ними нормативными правовыми актами Правительства Российской Федерации и федеральных органов исполнительной власти;

— соблюдение требований к распространению, предоставлению и раскрытию информации, предусмотренных федеральными законами и нормативными правовыми актами Российской Федерации;

— соблюдение сроков представления отчетов, предусмотренных федеральными законами и принятыми в соответствии с ними нормативными правовыми актами Российской Федерации, при осуществлении деятельности акционерного инвестиционного фонда;

— соблюдение сроков представления уведомлений в Федеральную службу по финансовым рынкам, обязанность представления которых предусмотрена федеральными законами и принятыми в соответствии с ними нормативными правовыми актами Российской Федерации, при осуществлении деятельности акционерного инвестиционного фонда.

Условия, предъявляемые к акционерным инвестиционным фондам в процессе их деятельности:

— отсутствие в числе акционеров фонда специализированного депозитария, регистратора, оценщика и аудитора, заключивших соответствующие договоры с фондом;

— количество аффилированных лиц управляющей компании, а также работников управляющей компании или ее аффилированных лиц, включая лиц, привлекаемых ими для выполнения работ (оказания услуг) по гражданско-правовым договорам, не может составлять более одной четвертой от числа членов совета директоров (наблюдательного совета) и коллегиального исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда;

— обязательное использование акционерным инвестиционным фондом при взаимодействии с регистратором, специализированным депозитарием и управляющей компанией, осуществляющей доверительное управление активами акционерного инвестиционного фонда, документов в электронно-цифровой форме с электронной цифровой подписью;

— наличие сайта в сети Интернет, электронный адрес которого включает доменное имя, права на которое принадлежат этому акционерному фонду;

— соблюдение фондом требований к передаче активов в доверительное управление управляющей компании, за исключением случая заключения с управляющей компанией договора о передаче ей полномочий единоличного исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда;

— соблюдение установленных законодательством требований к порядку и срокам определения стоимости активов, а также стоимости чистых активов фонда;

— соблюдение требований к хранению имущества в специализированном депозитарии, за исключением отдельных видов имущества, хранение которых в соответствии с законодательством может осуществляться иными лицами;

— соблюдение обязанности направлять в регулятор уведомления об изменении состава совета директоров (наблюдательного совета) и исполнительных органов акционерного инвестиционного фонда не позднее пяти рабочих дней с даты наступления указанных событий;

— соблюдение иных требований нормативных правовых актов, регулирующих деятельность инвестиционных фондов.

При осуществлении свой деятельности акционерный инвестиционный фонд руководствуется законодательством, уставом, а также инвестиционной декларацией, которая содержит:

— описание целей инвестиционной политики акционерного инвестиционного фонда;

— перечень объектов инвестирования;

— описание рисков, связанных с инвестированием в указанные объекты инвестирования;

— требования к структуре активов инвестиционного фонда.

Инвестиционная декларация, изменения или дополнения к ней утверждаются общим собранием акционеров акционерного инвестиционного фонда, если ее утверждение не отнесено его уставом к компетенции совета директоров (наблюдательного совета) этого

фонда. Инвестиционная декларация, а также все изменения или дополнения к ней в 10-дневный срок со дня утверждения представляются в регулятор.

Если же уставом акционерного инвестиционного фонда утверждение инвестиционной декларации (изменений и дополнений к ней) отнесено к компетенции совета директоров (наблюдательного совета) акционерного инвестиционного фонда, текст инвестиционной декларации с учетом внесенных в нее изменений и дополнений доводится до сведения акционеров этого акционерного инвестиционного фонда в 10-дневный срок со дня утверждения советом директоров (наблюдательным советом) соответствующих изменений и дополнений в порядке, предусмотренном для сообщения о проведении общего собрания акционеров.

В основе данного инвестиционного института лежит экономическая категория, именуемая акционерным капиталом. Имущество (акционерный капитал) фонда формируется в результате эмиссии ценных бумаг.

Акционерный инвестиционный фонд не вправе размещать иные ценные бумаги, кроме обыкновенных именных акций. Размещение акций инвестиционного фонда должно осуществляться только путем открытой подписки, за исключением случаев размещения акций, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

При размещении акций акционерного инвестиционного фонда их оплата может производиться только денежными средствами или имуществом, которое предусмотрено инвестиционной декларацией фонда. Неполная оплата акций при их размещении не допускается.

Устав акционерного инвестиционного фонда может предусматривать, а в случаях, установленных нормативными правовыми актами регулятора, должен предусматривать, что акции этого фонда предназначены для квалифицированных инвесторов.

Внесение в устав акционерного инвестиционного фонда или исключение из него указания на то, что акции акционерного инвестиционного фонда предназначены для квалифицированных инвесторов, после размещения акций такого фонда не допускается.

Акции акционерного инвестиционного фонда, предназначенные для квалифицированных инвесторов, могут принадлежать только квалифицированным инвесторам. Указанное ограничение должно содержаться в соответствующем решении о выпуске акций такого акционерного инвестиционного фонда.

Сделки с акциями, ограниченными в обороте, т. е. с акциями инвестиционного фонда, предназначенными для квалифицированных инвесторов, при их обращении осуществляются с учетом ограничений и правил, предусмотренных Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ для ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

Говоря о сущности данной категории инвестиционных фондов, нужно сказать, что, по сути, акционерный инвестиционный фонд только аккумулирует те активы, которые были внесены акционерами. Непосредственное инвестирование имущества фонда осуществляет управляющая компания. Поэтому все имущество акционерного инвестиционного фонда подразделяется на две категории.

Первую категорию составляют инвестиционные резервы, т. е. имущество, предназначенное для инвестирования и передаваемое в доверительное управление управляющей компании.

Для расчетов по операциям, связанным с доверительным управлением активами акционерного инвестиционного фонда, открываются отдельные банковские счета, а для учета прав на ценные бумаги, составляющие активы акционерного инвестиционного фонда, отдельные счета депо. Такие счета открываются на имя управляющей компании с указанием на то, что она действует в качестве доверительного управляющего, и с указанием наименования акционерного инвестиционного фонда.

Вторую категорию составляет имущество, предназначенное для обеспечения деятельности органов управления и иных органов фонда. Данная категория имущества остается в распоряжении указанных органов.

Одной из отличительных особенностей акционерного инвестиционного фонда является то, что процесс инвестирования его активов может осуществляться вне отношений по доверительному

управлению. Управляющей компании законодательством предоставлена возможность приобрести права и обязанности по управлению активами фонда на основании договора о передаче ей полномочий единоличного исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда.

При этом для расчетов по операциям с активами акционерного инвестиционного фонда открываются отдельные банковские счета, а для учета прав на ценные бумаги, составляющие активы акционерного инвестиционного фонда, отдельные счета депо. Такие счета открываются на имя акционерного инвестиционного фонда.

При рассмотрении данной категории фондов необходимо учитывать, что сочетание статуса инвестиционного фонда и статуса акционерного общества определяет двойственный характер их правового регулирования. Это значит, что в своей деятельности акционерный инвестиционный фонд должен руководствоваться в том числе Федеральным законом «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ (далее — закон об акционерных обществах), но с учетом особенностей, установленных Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ. Например, к таким особенностям относятся положения о выкупе инвестиционным фондом акций у своих акционеров, о проведении общего собрания акционеров, об исключительной компетенции совета директоров, а также нормы, регулирующие вопросы реорганизации и ликвидации акционерного инвестиционного фонда.

Акционеры акционерного инвестиционного фонда вправе требовать выкупа принадлежащих им акций в случаях, предусмотренных законом об акционерных обществах, а также в случае принятия общим собранием акционеров акционерного инвестиционного фонда решения об изменении инвестиционной декларации, если они голосовали против принятия соответствующего решения или не принимали участия в голосовании по этому вопросу. В случае, если уставом акционерного инвестиционного фонда утверждение инвестиционной декларации (изменений и дополнений к ней) отнесено к компетенции совета директоров (наблюдательного совета), акционер вправе предъявить требование о выкупе акций

в 45-дневный срок с даты принятия советом директоров (наблюдательным советом) соответствующего решения.

Выкуп акций у акционеров акционерного инвестиционного фонда осуществляется в порядке, предусмотренном законом об акционерных обществах.

К особенностям проведения общего собрания акционеров фонда относится то, что решение общего собрания акционеров акционерного инвестиционного фонда может быть принято путем проведения заочного голосования по любым вопросам, относящимся к компетенции общего собрания акционеров акционерного инвестиционного фонда.

Письменное уведомление о созыве общего собрания акционеров акционерного инвестиционного фонда направляется специализированному депозитарию, оценщику и аудитору в порядке, форме и сроки, которые предусмотрены законом об акционерных обществах и уставом акционерного инвестиционного фонда для уведомления акционеров акционерного инвестиционного фонда.

Повторное общее собрание акционеров акционерного инвестиционного фонда, проведенное взамен несостоявшегося из-за отсутствия кворума, за исключением общего собрания акционеров, повестка дня которого включала вопросы о реорганизации и ликвидации акционерного инвестиционного фонда, о назначении ликвидационной комиссии, о внесении изменений и дополнений в инвестиционную декларацию, правомочно независимо от количества акционеров, принявших в нем участие.

Повторное общее собрание акционеров акционерного инвестиционного фонда с числом акционеров более 10 тыс., созванное взамен не состоявшегося из-за отсутствия кворума, при принятии решений по любым вопросам, относящимся к компетенции общего собрания акционеров акционерного инвестиционного фонда, правомочно независимо от количества акционеров, принявших в нем участие.

Особенностью положений об исключительной компетенции совета директоров (наблюдательного совета) акционерного инвестиционного фонда является то, что сюда наряду с решением вопросов,

предусмотренных законом об акционерных обществах, отнесено принятие решений о заключении и прекращении соответствующих договоров с управляющей компанией, специализированным депозитарием, регистратором, оценщиком и аудитором.

Реорганизация акционерного инвестиционного фонда в форме слияния, разделения и выделения допускается при условии, что в результате такой реорганизации будет создан (будут созданы) акционерный инвестиционный фонд (акционерные инвестиционные фонды).

Реорганизация акционерного инвестиционного фонда в форме присоединения допускается при условии присоединения к реорганизуемому акционерному инвестиционному фонду другого акционерного инвестиционного фонда (акционерных инвестиционных фондов).

Реорганизация акционерного инвестиционного фонда в форме преобразования не допускается.

В случае добровольной ликвидации акционерного инвестиционного фонда ликвидационная комиссия (ликвидатор) этого фонда назначается по согласованию с регулятором.

О принятом решении о реорганизации или ликвидации акционерный инвестиционный фонд должен уведомить регулятор не позднее пяти рабочих дней с даты принятия указанного решения. К указанному уведомлению прилагается копия принятого решения о реорганизации или ликвидации, копия устава вновь создаваемого акционерного инвестиционного фонда, заверенные уполномоченным органом акционерного инвестиционного фонда.

Размещение дополнительных акций, созданных путем реорганизации акционерных инвестиционных фондов, в том числе в форме слияния, разделения и выделения, может осуществляться только после государственной регистрации выпуска акций таких фондов и получения лицензии акционерного инвестиционного фонда вновь созданными акционерными обществами.

В случае рассмотрения судом иска о реорганизации или ликвидации акционерного инвестиционного фонда регулятор может

быть привлечен судом к участию в деле или вступать в дело по своей инициативе либо по инициативе лиц, участвующих в деле.

Завершая анализ акционерных инвестиционных фондов, нужно заметить, что вопросы регулирования их деятельности рассматривались с точки зрения сущности акционерных фондов. Иными словами, приводились те положения законодательства, которые в основной своей массе применимы только к акционерным фондам.

Однако законодательство об инвестиционных фондах содержит большое количество норм, которые определяют единые требования и к акционерным и к паевым инвестиционным фондам. Это, например, требования к составу и структуре активов инвестиционных фондов, к порядку определения стоимости чистых активов фондов, к оценке активов, к управляющей компании, к контролю за распоряжением имуществом инвестиционных фондов и т. д. В разрезе указанных вопросов регулирование деятельности акционерных инвестиционных фондов основывается на тех же нормах, что и регулирование закрытых паевых инвестиционных фондов. Поэтому их рассмотрение будет освящено в следующем разделе.

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) представляет собой обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителями (пайщиками) с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, а также состоящий из имущества, полученного в процессе такого управления. При этом доля в праве собственности на это имущество удостоверяется ценной бумагой, именуемой инвестиционным паем.

Паевой инвестиционный фонд должен иметь название (индивидуальное обозначение), идентифицирующее его по отношению к иным паевым инвестиционным фондам.

Ни одно лицо, за исключением управляющей компании паевого инвестиционного фонда, не вправе привлекать денежные средства и иное имущество, используя слова «паевой инвестиционный фонд» в любом сочетании.

Название (индивидуальное обозначение) паевого инвестиционного фонда должно содержать указание на состав и структуру

его активов (далее — категория паевого инвестиционного фонда) в соответствии с нормативными правовыми актами регулятора и не может содержать недобросовестную, неэтичную, заведомо ложную, скрытую или вводящую в заблуждение информацию.

В отличие от акционерного инвестиционного фонда, в основе паевого инвестиционного фонда лежит правовой институт доверительного управления. Иными словами, в рамках паевых фондов все инвестиционные отношения строятся на основе договора доверительного управления. Срок действия договора доверительного управления ограничен и составляет не более 15 лет с начала срока формирования паевого инвестиционного фонда. В отношении фондов закрытого типа законодательство также устанавливает минимальный срок действия договора доверительного управления, который составляет не менее 3 лет.

Если это предусмотрено правилами доверительного управления открытым и интервальным паевыми инвестиционными фондами, срок действия соответствующего договора доверительного управления считается продленным на тот же срок, если владельцы инвестиционных паев не потребовали погашения всех принадлежащих им инвестиционных паев.

Кардинальным отличием паевого фонда от акционерного является то, что паевой фонд не является юридическим лицом. Здесь можно провести некоторый сравнительный анализ. Например, акционерный инвестиционный фонд, как и любое другое юридическое лицо, предстает перед нами в нескольких формах:

1) юридическое лицо — это субъект права, т. е. является полноценным участником хозяйственных отношений, имеет права, принимает обязательства, участвует в сделках и т. д.;

2) юридическое лицо — это некий обособленный комплекс различного имущества, представляющий собой совокупность зданий, цехов, машин, механизмов и другого имущества;

3) юридическое лицо — это совокупность персонала, предстает перед нами в лице директора, бухгалтеров, менеджеров и прочих сотрудников.

Таблица 9

Отличительные черты открытых, интервальных и закрытых паевых инвестиционных фондов

Критерии операционной структуры	Открытые (ОПИФ)	Интервальные (ИПИФ)	Закрытые (ЗПИФ)
Приобретение и погашение паев	В любой рабочий день	В любой рабочий день в пределах интервала (но не реже 1 раза в год)	Приобретение при размещении, погашение при ликвидации фонда
Форма оплаты паев	Денежные средства	Денежные средства	Денежные средства и иное имущество, предусмотренное инвестиционной декларацией
Возможность управления фондом	Не предусмотрена	Не предусмотрена	Собрание пайщиков
Количество выдаваемых паев	Не ограничено	Не ограничено	Определяется правилами доверительного управления
Объекты инвестирования	Государственные ценные бумаги РФ и субъектов РФ; муниципальные ценные бумаги; акции и облигации российских хозяйственных обществ; ценные бумаги иностранных государств; акции иностранных АО и облигации иностранных коммерческих организаций; иные ценные бумаги, предусмотренные нормативно-правовыми актами ФСФР	По аналогии с открытыми паевыми фондами + иное имущество, предусмотренное нормативно-правовыми актами Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР)	По аналогии с открытыми паевыми фондами + иное имущество, предусмотренное нормативно-правовыми актами ФСФР + недвижимое имущество и имущественные права на него

Окончание табл. 9

Критерии операционной структуры	**Открытые (ОПИФ)**	**Интервальные (ИПИФ)**	**Закрытые (ЗПИФ)**
Выплата дохода (дивидендов)	Не предусмотрена	Не предусмотрена	Если это предусмотрено правилами доверительного управления фондом
Ограничение паев в обороте	Может быть установлено федеральным законом	Паи, предназначенные для квалифицированных инвесторов	Паи, предназначенные для квалифицированных инвесторов
Обмен паев	Обмен паев ОПИФа на паи других ОПИФов этой же управляющей компании, но только если это предусмотрено правилами доверительного управления	Обмен паев ИПИФов на паи других ИПИФов этой же управляющей компании, но только если это предусмотрено правилами доверительного управления	Не предусмотрен

Паевой же фонд предстает перед нами только в одном виде — в виде имущественного комплекса, т. е. совокупности денежных средств, ценных бумаг, недвижимости и прочих объектов в зависимости от типа паевого инвестиционного фонда.

Изначально законодательством было установлено три типа паевых фондов, каждый из которых имеет определенную операционную структуру: 1) открытые, 2) интервальные и 3) закрытые. В основе их разграничения лежит ряд отличительных черт (табл. 9).

Однако новации, внесенные впоследствии в законодательство, привели к образованию четвертого типа паевых инвестиционных фондов — биржевых. В части регулятивных принципов данный тип фондов ближе к закрытым паевым фондам. В частности, как и в случае с закрытыми фондами, в доверительное управление биржевым фондом могут передаваться не только денежные средства, но и иное имущество, предусмотренное инвестиционной декларацией. Более того, в отношении этих фондов также предусмотрена возможность выплаты доходов от доверительного управления владельцам паев.

Наиболее отличительными чертами биржевых фондов являются иной подход к определению правового статуса пайщиков и взаимосвязанная с ним иная система формирования самих фондов. Если в трех предыдущих типах фондов владельцы паев равны по своему правовому статусу, т. е. обладают равными правами, то в случае с биржевыми фондами правовой статус зависит от категории пайщика. В частности, здесь появляется особая категория пайщиков — уполномоченные лица управляющей компании. Только указанные лица обладают правом на приобретение паев при их выдаче и правом предъявить управляющей компании требование о погашении паев. Владелец инвестиционного пая биржевого фонда, не являющийся уполномоченным лицом, соответственно обладает правом предъявить требование о покупке (выкупе) пая уполномоченному лицу либо продать пай на бирже.

Допускается изменение типа паевого инвестиционного фонда с закрытого паевого инвестиционного фонда на интервальный паевой инвестиционный фонд или на открытый паевой инвестиционный фонд, с интервального паевого инвестиционного фонда —

на открытый паевой инвестиционный фонд. Указанные изменения осуществляются путем внесения изменений и дополнений в правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

Особо необходимо обратить внимание на такую отличительную черту закрытых паевых инвестиционных фондов, как возможность управления фондом со стороны пайщиков. Эта возможность реализуется путем созыва общего собрания пайщиков. Общее собрание владельцев инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда созывается управляющей компанией, а в случае, предусмотренном законом, — специализированным депозитарием или владельцами инвестиционных паев.

Созыв общего собрания управляющей компанией осуществляется по собственной инициативе или по письменному требованию владельцев инвестиционных паев, составляющих не менее 10 % общего количества инвестиционных паев на дату подачи требования о созыве общего собрания. Созыв общего собрания по требованию владельцев инвестиционных паев осуществляется в срок, который определен правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом и не может превышать 40 дней с даты получения такого требования, за исключением случаев, когда в созыве общего собрания было отказано. При этом такой отказ допускается в случае, если требование владельцев инвестиционных паев о созыве общего собрания не соответствует законодательству об инвестиционных фондах или ни один вопрос, предлагаемый для включения в повестку дня, не относится к компетенции общего собрания.

Созыв общего собрания осуществляется специализированным депозитарием для решения вопроса о передаче прав и обязанностей по договору доверительного управления паевым инвестиционным фондом другой управляющей компании по письменному требованию владельцев инвестиционных паев, составляющих не менее 10 % общего количества инвестиционных паев на дату подачи требования о созыве общего собрания, а в случае аннулирования лицензии управляющей компании на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами

или принятия судом решения о ликвидации управляющей компании — по собственной инициативе. Созыв общего собрания по требованию владельцев инвестиционных паев осуществляется в срок, определенный правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, который не может превышать 40 дней с даты получения такого требования, за исключением случая, когда в созыве общего собрания было отказано. При этом такой отказ допускается в случае, если требование владельцев инвестиционных паев о созыве общего собрания не соответствует закону.

В случае аннулирования лицензии управляющей компании и лицензии специализированного депозитария общее собрание для принятия решения о передаче прав и обязанностей по договору доверительного управления паевым инвестиционным фондом другой управляющей компании может быть созвано владельцами инвестиционных паев, составляющих не менее 10 % общего количества инвестиционных паев на дату подачи требования о созыве общего собрания.

Специализированный депозитарий и владельцы инвестиционных паев, которые имеют право на созыв общего собрания, обладают полномочиями, необходимыми для созыва и проведения общего собрания.

Расходы, связанные с созывом и проведением управляющей компанией общего собрания, оплачиваются за счет имущества, составляющего закрытый паевой инвестиционный фонд, а в случае проведения общего собрания специализированным депозитарием или владельцами инвестиционных паев, которые имеют право на созыв общего собрания, возмещаются за счет указанного имущества.

Письменное требование владельцев инвестиционных паев о созыве общего собрания должно содержать повестку дня общего собрания. Письменное требование о созыве общего собрания должно быть направлено управляющей компании и специализированному депозитарию закрытого паевого инвестиционного фонда.

Сообщение о созыве общего собрания должно быть раскрыто в соответствии с требованиями закона, а в случае, если инвестиционные паи закрытого паевого инвестиционного фонда огра-

ничены в обороте, сообщение предоставляется всем владельцам инвестиционных паев в порядке и форме, которые предусмотрены правилами доверительного управления таким паевым инвестиционным фондом. О созыве общего собрания должны быть уведомлены специализированный депозитарий этого фонда, а также регулятор.

Общее собрание принимает решения по вопросам:

1) утверждения изменений и дополнений, вносимых в правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом, связанных:

— с изменением инвестиционной декларации, за исключением случаев, когда такие изменения обусловлены изменениями нормативных правовых актов регулятора, которыми устанавливаются дополнительные ограничения состава и структуры активов паевых инвестиционных фондов;

— с увеличением размера вознаграждения управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщика и аудитора;

— с расширением перечня расходов управляющей компании, подлежащих оплате за счет имущества, составляющего закрытый паевой инвестиционный фонд;

— с введением скидок в связи с погашением инвестиционных паев или увеличением их размеров;

— с изменением типа паевого инвестиционного фонда;

— с введением, исключением или изменением положений о необходимости получения одобрения владельцев инвестиционных паев на совершение сделок с имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд;

— с определением количества дополнительных инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда, которые могут быть выданы после завершения (окончания) его формирования;

— с изменением иных положений правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, предусмотренных нормативными правовыми актами регулятора;

2) передачи прав и обязанностей по договору доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом другой управляющей компании;

3) досрочного прекращения или продления срока действия договора доверительного управления этим паевым инвестиционным фондом.

Решение общего собрания может быть принято путем проведения заочного голосования.

Решение общего собрания принимается большинством голосов от общего количества голосов, предоставляемых их владельцам в соответствии с количеством принадлежащих им инвестиционных паев на дату принятия решения о созыве общего собрания, если большее количество голосов не предусмотрено правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. При этом количество голосов, предоставляемых владельцу инвестиционных паев при голосовании, определяется количеством принадлежащих ему инвестиционных паев.

Копия протокола общего собрания должна быть направлена в регулятор не позднее трех рабочих дней со дня его проведения.

В случае принятия решения об утверждении изменений и дополнений в правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом или решения о передаче прав и обязанностей по договору доверительного управления паевым инвестиционным фондом другой управляющей компании владельцы инвестиционных паев, голосовавшие против принятия соответствующего решения, приобретают право требовать погашения инвестиционных паев. Порядок выплаты денежной компенсации в указанных случаях определяется в соответствии с нормативными правовыми актами регулятора.

Дополнительные требования к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания устанавливаются федеральным органом исполнительной власти.

Инициатором создания паевого инвестиционного фонда выступает управляющая компания. Данный этап реализуется путем регистрации в Федеральной службе по финансовым рынкам Пра-

вил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, на основе которых в дальнейшем будут регулироваться все вопросы его существования и осуществления операций с его имуществом. Указанные правила отражают условия договора доверительного управления фондом, присоединение к которому осуществляется путем приобретения инвестиционных паев.

Правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом должны содержать:

1) полное и краткое название паевого инвестиционного фонда;

2) тип и категорию паевого инвестиционного фонда;

3) полное фирменное наименование управляющей компании;

4) полное фирменное наименование специализированного депозитария;

5) полное фирменное наименование лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев;

6) полное фирменное наименование аудитора;

7) инвестиционную декларацию;

8) порядок и срок формирования паевого инвестиционного фонда, в том числе стоимость имущества, передаваемого в оплату инвестиционных паев, необходимую для завершения (окончания) формирования этого фонда;

9) права владельцев инвестиционных паев;

10) права и обязанности управляющей компании;

11) срок действия договора доверительного управления;

12) порядок подачи заявок на приобретение, заявок на погашение и заявок на обмен инвестиционных паев;

13) порядок и сроки передачи имущества в оплату инвестиционных паев, а также его возврата, если инвестиционные паи не могут быть выданы в соответствии с законом;

14) порядок и сроки включения имущества в состав паевого инвестиционного фонда;

15) порядок и сроки выплаты денежной компенсации в связи с погашением инвестиционных паев;

16) порядок определения расчетной стоимости инвестиционного пая, суммы, на которую выдается инвестиционный пай, а также

суммы денежной компенсации, подлежащей выплате в связи с погашением инвестиционного пая;

17) порядок и сроки внесения в реестр владельцев инвестиционных паев записей о приобретении, об обмене и о погашении инвестиционных паев;

18) размер вознаграждения управляющей компании и общий размер вознаграждения специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, аудитора, а также оценщика, если инвестиционная декларация паевого инвестиционного фонда предусматривает возможность инвестирования в имущество, оценка которого в соответствии с законом осуществляется оценщиком;

19) размер вознаграждения лица, осуществляющего прекращение паевого инвестиционного фонда;

20) перечень расходов, подлежащих оплате за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд;

21) основные сведения о порядке налогообложения доходов инвесторов;

22) порядок раскрытия и (или) предоставления информации о паевом инвестиционном фонде;

23) иные условия и (или) сведения в соответствии с законом.

Правила доверительного управления интервальным паевым инвестиционным фондом дополнительно должны содержать сведения:

1) о сроках приема заявок на приобретение и заявок на погашение инвестиционных паев, а также, если указанными правилами предусмотрен обмен инвестиционных паев, сведения о сроках приема заявок на обмен инвестиционных паев;

2) об оценщике, если инвестиционная декларация этого фонда предусматривает инвестирование в имущество, оценка которого в соответствии с законом осуществляется оценщиком.

Правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом дополнительно должны содержать:

1) сведения о количестве выданных инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда;

2) положение о порядке созыва и проведения общего собрания владельцев инвестиционных паев;

3) сведения об оценщике, если инвестиционная декларация этого фонда предусматривает инвестирование в имущество, оценка которого в соответствии с законом осуществляется оценщиком;

4) положение о выплате не реже одного раза в год дохода от доверительного управления имуществом, составляющим данный фонд, если инвестиционная декларация этого фонда предусматривает сдачу недвижимого имущества в аренду и указанный фонд в соответствии с нормативными правовыми актами регулятора относится к категории рентных паевых инвестиционных фондов;

5) сроки приема заявок на приобретение и заявок на погашение инвестиционных паев в соответствии с нормативными правовыми актами регулятора;

6) положение о преимущественном праве владельцев инвестиционных паев приобретать инвестиционные паи этого фонда, выдаваемые после завершения (окончания) его формирования, а также порядок осуществления указанного права.

Типовые правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом каждого типа утверждаются Правительством Российской Федерации. Правительство Российской Федерации вправе установить дополнительные к предусмотренным законом условия и (или) сведения, которые должны содержаться в правилах доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом должны соответствовать типовым правилам.

Правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом могут предусматривать право управляющей компании провести дробление инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда. Условия и порядок дробления инвестиционных паев устанавливаются нормативными правовыми актами регулятора.

Правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом могут предусматривать положения:

1) о количестве инвестиционных паев, которое управляющая компания вправе выдавать после завершения (окончания) формирования паевого инвестиционного фонда дополнительно к количеству выданных инвестиционных паев, указанных в правилах доверительного управления этим паевым инвестиционным фондом (дополнительные инвестиционные паи);

2) о возможности оплаты инвестиционных паев, выдаваемых после завершения (окончания) формирования закрытого паевого инвестиционного фонда неденежными средствами в случаях, установленных нормативными правовыми актами регулятора;

3) о возможности досрочного частичного погашения инвестиционных паев в случаях и порядке, которые установлены нормативными правовыми актами регулятора;

4) об ограничениях управляющей компании по распоряжению недвижимым имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд;

5) иные положения, предусмотренные законом и типовыми правилами доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом.

Управляющая компания вправе внести изменения и дополнения в правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом. В случаях, предусмотренных законом, изменения и дополнения в правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом утверждаются общим собранием владельцев инвестиционных паев этого фонда.

Внесение в правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом или исключение из них указания на то, что инвестиционные паи этого фонда предназначены для квалифицированных инвесторов, не допускается.

Управляющая компания обязана внести изменения и дополнения в правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом в части, касающейся количества выданных инвестиционных паев, в течение шести месяцев с даты погашения части инвестиционных паев этого фонда, если по окончании ука-

занного срока количество выданных инвестиционных паев не соответствует сведениям, содержащимся в правилах.

Правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом, инвестиционные паи которого ограничены в обороте, дополнительно могут предусматривать:

1) неполную оплату инвестиционных паев при их выдаче;

2) необходимость одобрения всеми либо несколькими владельцами инвестиционных паев сделок с имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд.

Инвестиционные паи закрытого паевого инвестиционного фонда, правила доверительного управления которым предусматривают неполную оплату инвестиционных паев при их выдаче, могут оплачиваться только денежными средствами. Правила доверительного управления таким фондом должны предусматривать обязанность владельцев инвестиционных паев оплатить неоплаченную часть каждого инвестиционного пая и срок исполнения этой обязанности, а если такой срок определен моментом предъявления управляющей компанией требования, должен быть определен срок, в течение которого владельцы инвестиционных паев обязаны исполнить указанное требование. При этом правилами доверительного управления таким фондом может быть предусмотрено взыскание неустойки за неисполнение обязанности оплатить неоплаченные части инвестиционных паев.

В случае неисполнения владельцем инвестиционных паев обязанности оплатить неоплаченные части инвестиционных паев в срок часть принадлежащих ему инвестиционных паев погашается без выплаты денежной компенсации независимо от того, заявил ли владелец таких инвестиционных паев требование об их погашении. Количество инвестиционных паев, подлежащих погашению, определяется путем деления суммы денежных средств, подлежащих передаче в оплату инвестиционных паев, обязанность по передаче которых не исполнена в срок (с учетом неустойки), на стоимость одного инвестиционного пая. При этом стоимость одного инвестиционного пая определяется на дату окончания срока надлежащего исполнения указанной обязанности. Порядок расчета указанной

стоимости устанавливается нормативными правовыми актами регулятора.

Не полностью оплаченные инвестиционные паи могут отчуждаться только владельцам инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда либо иным лицам с согласия всех владельцев инвестиционных паев этого фонда в порядке, предусмотренном правилами доверительного управления этим фондом, или в случае универсального правопреемства и при распределении имущества ликвидируемого юридического лица.

До полной оплаты всех инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда выдача инвестиционных паев этого фонда после завершения (окончания) его формирования осуществляется по стоимости, определенной в соответствии с правилами доверительного управления этим фондом.

Если правилами доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом предусмотрена необходимость одобрения всеми или несколькими владельцами инвестиционных паев (инвестиционный комитет) сделок с имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд, указанными правилами должны быть определены:

1) сделки, совершение которых требует одобрения, а также порядок их одобрения;

2) порядок формирования инвестиционного комитета.

По сделкам, совершенным в нарушение положений правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, предусматривающих одобрение сделок инвестиционным комитетом, управляющая компания несет обязательства лично и отвечает только принадлежащим ей имуществом. Долги, возникшие по таким обязательствам, не могут погашаться за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд.

Правилами доверительного управления интервальным паевым инвестиционным фондом, инвестиционные паи которого ограничены в обороте, может быть предусмотрено максимальное количество инвестиционных паев, подлежащих погашению по окончании срока приема заявок на приобретение и заявок на погашение

инвестиционных паев, которое не может быть менее 20 % общего количества выданных инвестиционных паев этого фонда на дату начала срока приема заявок на приобретение и заявок на погашение инвестиционных паев. Если общее количество инвестиционных паев, на которое поданы заявки на погашение, превышает количество инвестиционных паев, которое может быть погашено в соответствии с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, заявки на погашение инвестиционных паев удовлетворяются пропорционально заявленным требованиям.

Управляющая компания вправе предлагать заключить договор доверительного управления паевым инвестиционным фондом только при условии регистрации федеральным органом исполнительной власти правил доверительного управления этим паевым инвестиционным фондом.

Изменения и дополнения в правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом вступают в силу при условии их регистрации федеральным органом исполнительной власти.

Порядок регистрации правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, а также изменений и дополнений в них, включая требования к составу и содержанию представляемых на регистрацию документов, устанавливается федеральным органом исполнительной власти.

Регистрация правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, а также изменений и дополнений в них осуществляется на основании заявления, подаваемого управляющей компанией.

Регулятор несет ответственность за соответствие зарегистрированных им правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, а также изменений и дополнений в них требованиям закона.

Регулятор должен принять решение о регистрации правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом или изменений и дополнений в них либо принять мотивированное решение об отказе в их регистрации:

1) не позднее 25 рабочих дней со дня принятия документов, за исключением случаев, когда законом установлен срок в 5 рабочих дней;

2) не позднее 5 рабочих дней со дня принятия документов, если эти изменения и дополнения касаются следующих положений:

— изменения наименований управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщика и аудитора, а также иных сведений об указанных лицах;

— количества выданных инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда;

— уменьшения размера вознаграждения управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщика и аудитора, а также уменьшения размера и (или) сокращения перечня расходов, подлежащих оплате за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд;

— отмены скидок (надбавок) или уменьшения их размеров;

— иных положений, предусмотренных нормативными правовыми актами регулятора.

В течение указанных сроков регулятор вправе проводить проверку сведений, содержащихся в правилах доверительного управления паевым инвестиционным фондом и иных представленных документах. Уведомление регулятора о принятии решения о регистрации правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом или изменений и дополнений в них либо об отказе в их регистрации направляется управляющей компании в течение 3 рабочих дней со дня принятия соответствующего решения.

В регистрации правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом либо изменений и дополнений, вносимых в них, может быть отказано в случаях:

1) несоответствия представленных документов закону, типовым правилам доверительного управления паевым инвестиционным фондом, нормативным правовым актам регулятора, а также несо-

ответствия названия паевого инвестиционного фонда требованиям закона;

2) наличия в представленных документах сведений, не соответствующих действительности или вводящих в заблуждение;

3) отсутствия у управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев этого фонда, соответствующих лицензий, а также несоответствия оценщика или аудитора этого фонда требованиям федеральных законов, регулирующих их деятельность;

4) превышения количества дополнительных инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда по результатам их выдачи над количеством инвестиционных паев, которые могут быть выданы в соответствии с правилами доверительного управления этим фондом.

Отказ в регистрации правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом или изменений и дополнений в них, а также уклонение от принятия решения об их регистрации могут быть обжалованы в суд.

Регулятор ведет реестр паевых инвестиционных фондов, правила доверительного управления которыми им зарегистрированы. Порядок ведения реестра паевых инвестиционных фондов и предоставления выписок из него устанавливается федеральным органом исполнительной власти.

Сообщение о регистрации изменений и дополнений, вносимых в правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом, раскрывается в соответствии с требованиями закона, а если инвестиционные паи ограничены в обороте, указанное сообщение предоставляется всем владельцам таких инвестиционных паев в порядке и форме, которые предусмотрены правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

Изменения и дополнения, вносимые в правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом, по общему правилу вступают в силу со дня раскрытия сообщения об их регистрации, за исключением отдельных случаев, в том числе при внесении изменений и дополнений, связанных:

1) с изменением инвестиционной декларации;

2) с увеличением размера вознаграждения управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщика и аудитора;

3) с увеличением расходов и (или) расширением перечня расходов, подлежащих оплате за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд;

4) с введением скидок в связи с погашением инвестиционных паев или увеличением их размеров;

5) с иными изменениями и дополнениями, предусмотренными нормативными правовыми актами регулятора.

Перечисленные изменения и дополнения, вносимые в правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом, вступают в силу:

1) для открытого и закрытого паевых инвестиционных фондов — по истечении одного месяца со дня раскрытия сообщения о регистрации таких изменений и дополнений;

2) для интервального паевого инвестиционного фонда — со дня, следующего за днем окончания ближайшего после раскрытия указанного сообщения срока приема заявок, но не ранее трех месяцев со дня раскрытия указанного сообщения.

Те изменения и дополнения, в отношении которых закон устанавливает пятидневный срок принятия федеральным органом исполнительной власти решения об их регистрации, вступают в силу со дня их регистрации.

Изменения и дополнения, вносимые в правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом, инвестиционные паи которого ограничены в обороте, вступают в силу со дня их регистрации, если более поздний срок не предусмотрен указанными правилами.

Приобретение, обмен и погашение инвестиционных паев осуществляется на основании безотзывных заявок, подаваемых в адрес управляющей компании и (или) агентов по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев этого паевого инвестиционного

фонда. В отношении инвестиционных паев, находящихся в обращении, операции, в результате которых указанные ценные бумаги меняют своего владельца, осуществляются путем совершения соответствующих гражданско-правовых сделок. Иными словами, заявки являются правовым основанием для проведения операции с инвестиционными паями, где одной из сторон выступает управляющая компания этого инвестиционного фонда.

Проведение операций с инвестиционными паями сопровождается соответствующими записями в реестре владельцев инвестиционных паев. Реестр владельцев инвестиционных паев представляет собой систему записей о паевом инвестиционном фонде, общем количестве выданных и погашенных инвестиционных паев этого фонда, о владельцах инвестиционных паев и количестве принадлежащих им инвестиционных паев, номинальных держателях и иных зарегистрированных лицах, о количестве зарегистрированных на них инвестиционных паев, дроблении инвестиционных паев, приобретении, обмене, передаче или погашении инвестиционных паев.

Осуществление функций по ведению реестра в рамках договора возлагается на специального субъекта, именуемого регистратором. Ведение реестра владельцев инвестиционных паев вправе осуществлять только юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление деятельности по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг (регистратор), или специализированный депозитарий этого паевого инвестиционного фонда.

Лицо, осуществляющее ведение реестра владельцев инвестиционных паев, обязано зарегистрировать в федеральном органе исполнительной власти правила ведения реестра владельцев инвестиционных паев, содержащие порядок ведения указанного реестра, формы применяемых документов и порядок документооборота. Изменения и дополнения, вносимые в указанные правила, вступают в силу при условии их регистрации в федеральном органе исполнительной власти.

На основании договора поручения или агентского договора с лицом, осуществляющим ведение реестра владельцев инвестиционных паев, агент по выдаче, погашению и обмену инвестиционных

паев вправе осуществлять сбор документов, необходимых для совершения операций, связанных с переходом права собственности на инвестиционные паи, проводить идентификацию лиц, подающих указанные документы, а также заверять и передавать выписки и информацию из реестра владельцев инвестиционных паев, которые получены от лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев.

Лицо, осуществляющее ведение реестра владельцев инвестиционных паев, обязано использовать при взаимодействии с управляющей компанией, специализированным депозитарием, агентом по выдаче, обмену и погашению инвестиционных паев, номинальными держателями инвестиционных паев документы в электронно-цифровой форме с электронной цифровой подписью.

Лицо, осуществляющее ведение реестра владельцев инвестиционных паев, возмещает лицам, права которых учитываются на лицевых счетах в указанном реестре (в том числе номинальным держателям инвестиционных паев, доверительным управляющим и иным зарегистрированным лицам), а также приобретателям инвестиционных паев и иным лицам, обратившимся для открытия лицевого счета, убытки, возникшие в связи:

1) с невозможностью осуществить права на инвестиционные паи, в том числе в результате неправомерного списания инвестиционных паев с лицевого счета зарегистрированного лица;

2) с невозможностью осуществить права, закрепленные инвестиционными паями;

3) с необоснованным отказом в открытии лицевого счета в указанном реестре.

Лицо, осуществляющее ведение реестра владельцев инвестиционных паев, несет ответственность, если не докажет, что надлежащее исполнение им обязанностей по ведению указанного реестра оказалось невозможным вследствие непреодолимой силы либо умысла владельца инвестиционных паев или иных лиц.

Управляющая компания несет субсидиарную ответственность с лицом, осуществляющим ведение реестра владельцев инвестиционных паев. Управляющая компания, возместившая убытки, имеет

право обратного требования (регресса) к лицу, осуществляющему ведение реестра владельцев инвестиционных паев, в размере суммы, уплаченной ею владельцам инвестиционных паев или иным лицам.

Управляющая компания возмещает приобретателям инвестиционных паев или их владельцам убытки, причиненные в результате неисполнения или ненадлежащего исполнения обязанности по выдаче (погашению) инвестиционных паев, если не докажет, что надлежащее исполнение ею указанных обязанностей оказалось невозможным вследствие непреодолимой силы либо умысла приобретателя или владельца инвестиционных паев. Управляющая компания, возместившая убытки в этом случае, имеет право обратного требования (регресса) к лицу, осуществляющему ведение реестра владельцев инвестиционных паев, в размере суммы, уплаченной ею приобретателю или владельцу инвестиционных паев, если убытки причинены действием (бездействием) лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев.

Договор о ведении реестра владельцев инвестиционных паев не может ограничивать право обратного требования (регресса).

Суд вправе уменьшить размер возмещения, предусмотренного законодательством, если приобретатель или владелец инвестиционного пая умышленно или по неосторожности содействовал увеличению причиненных ему убытков, либо не принял разумных мер к их уменьшению.

Таким образом, учет прав на инвестиционные паи осуществляется на лицевых счетах в реестре владельцев инвестиционных паев и, если это предусмотрено правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, на счетах депо депозитариями, которым для этих целей в реестре владельцев инвестиционных паев открываются лицевые счета номинальных держателей. При этом депозитарии, за исключением расчетных депозитариев, не вправе осуществлять учет прав на инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов на счетах депо, открытых другим депозитариям, выполняющим функции номинальных держателей инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов, принадлежащих их клиентам (депонентам).

В случаях, если в соответствии с федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации требуется составление списка владельцев инвестиционных паев, депозитарий, которому в реестре владельцев инвестиционных паев открыт счет номинального держателя, обязан представить лицу, осуществляющему ведение указанного реестра, сведения, необходимые для составления списка владельцев инвестиционных паев, не позднее двух рабочих дней с даты получения соответствующего требования.

Инвестиционный пай является именной ценной бумагой, удостоверяющей долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, предоставляющей право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом, право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом со всеми владельцами инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда (прекращении паевого инвестиционного фонда). К особенностям этой ценной бумаги относится то, что инвестиционный пай не является эмиссионной ценной бумагой, не имеет номинальной стоимости, а выпуск производных от инвестиционных паев ценных бумаг не допускается.

Инвестиционные паи свободно обращаются по окончании формирования паевого инвестиционного фонда. Ограничения обращения инвестиционных паев могут устанавливаться федеральным законом. В частности, ст. 14.1 Федерального закона «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ определяет, что Правилами доверительного управления закрытым и интервальным паевыми инвестиционными фондами может быть предусмотрено, а в случаях, установленных нормативными правовыми актами регулятора, должно быть предусмотрено, что инвестиционные паи таких фондов предназначены для квалифицированных инвесторов.

Инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда, предназначенные для квалифицированных инвесторов (инвестиционные паи, ограниченные в обороте), могут выдаваться (отчуждаться)

только квалифицированным инвесторам, за исключением случаев, предусмотренных законом.

Признать лиц квалифицированными инвесторами при выдаче инвестиционных паев, ограниченных в обороте, вправе только управляющая компания в порядке, установленном законом о рынке ценных бумаг.

Сделки с инвестиционными паями, ограниченными в обороте, при их обращении осуществляются с учетом ограничений и правил, предусмотренных законом о рынке ценных бумаг для ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

Последствием выдачи управляющей компанией паевого инвестиционного фонда инвестиционных паев, ограниченных в обороте, неквалифицированному инвестору является возложение на управляющую компанию следующих обязанностей:

1) погасить принадлежащие неквалифицированному инвестору инвестиционные паи интервального паевого инвестиционного фонда, инвестиционные паи которого ограничены в обороте, в ближайший после дня обнаружения факта выдачи инвестиционных паев неквалифицированному инвестору срок, в который в соответствии с правилами доверительного управления этим фондом у владельцев инвестиционных паев возникает право требовать от управляющей компании их погашения, а инвестиционные паи закрытого паевого инвестиционного фонда, инвестиционные паи которого ограничены в обороте, не позднее шести месяцев после дня обнаружения факта выдачи инвестиционных паев неквалифицированному инвестору;

2) уплатить за свой счет сумму денежных средств, переданных неквалифицированным инвестором в оплату инвестиционных паев, ограниченных в обороте (включая величину надбавки, удержанной при их выдаче), и процентов на указанную сумму, размер и срок начисления которых определяются в соответствии с правилами ст. 395 Гражданского кодекса Российской Федерации, за вычетом суммы денежной компенсации, выплаченной при погашении инвестиционных паев, ограниченных в обороте, принадлежащих неквалифицированному инвестору.

Указанные обязанности управляющая компания исполняет независимо от того, заявил ли владелец инвестиционных паев, ограниченных в обороте, требование об их погашении.

Последствия выдачи управляющей компанией паевого инвестиционного фонда инвестиционных паев, ограниченных в обороте, неквалифицированному инвестору не применяются в случае признания управляющей компанией лица квалифицированным инвестором на основании представленной этим лицом недостоверной информации. Признание управляющей компанией лица квалифицированным инвестором в результате представления этим лицом недостоверной информации не является основанием недействительности сделки по приобретению указанным лицом инвестиционных паев, ограниченных в обороте, при их выдаче.

Особенности учета и перехода прав на инвестиционные паи, ограниченные в обороте, лицами, осуществляющими ведение реестра владельцев инвестиционных паев, ограниченных в обороте, и депозитариями устанавливаются федеральным органом исполнительной власти.

Каждый инвестиционный пай удостоверяет одинаковую долю в праве общей собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, и одинаковые права. Иными словами, пайщик, которому принадлежит наибольшее количество паев, обладает наибольшей долей. При этом количество инвестиционных паев, принадлежащих одному владельцу, может выражаться дробным числом.

Дробное число, выражающее количество инвестиционных паев, может округляться с точностью, определенной правилами доверительного управления соответствующим паевым инвестиционным фондом, но не менее пяти знаков после запятой.

Учредитель доверительного управления (пайщик) передает имущество управляющей компании для включения его в состав паевого инвестиционного фонда с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления.

Имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, является общим имуществом владельцев инвестиционных паев

и принадлежит им на праве общей долевой собственности. Присоединяясь к договору доверительного управления паевым инвестиционным фондом, физическое или юридическое лицо тем самым отказывается от осуществления преимущественного права приобретения доли в собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд. Раздел имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и выдел из него доли в натуре не допускаются.

Управляющая компания обязана приступить к формированию паевого фонда не позднее 6 месяцев с момента регистрации Федеральной службой по финансовым рынкам Правил доверительного управления. Иными словами, законодательство предоставляет управляющей компании возможность самостоятельно определить наиболее благоприятный период для размещения паев на рынке.

Срок непосредственного формирования паевого фонда составляет не более 3 месяцев. Относительно закрытых паевых инвестиционных фондов в случаях, предусмотренных нормативными актами регулятора, срок формирования не может превышать 6 месяцев.

Денежные средства, переданные в оплату инвестиционных паев паевого инвестиционного фонда при его формировании, должны поступать на транзитный счет, открытый для формирования этого паевого инвестиционного фонда, бездокументарные ценные бумаги — на отдельный счет депо, открытый в специализированном депозитарии этого фонда (далее — транзитный счет депо), документарные ценные бумаги передаются на хранение в указанный специализированный депозитарий.

Договор об открытии транзитного счета (транзитного счета депо), а также договор хранения документарных ценных бумаг заключаются управляющей компанией для формирования одного паевого инвестиционного фонда без указания на то, что такая управляющая компания действует в качестве доверительного управляющего.

Транзитный счет депо открывается специализированным депозитарием на имя управляющей компании. Управляющая компания

не является владельцем ценных бумаг, учет прав на которые осуществляется на транзитном счете депо.

Специализированный депозитарий при поступлении ценных бумаг на транзитный счет депо обязан открыть лицу, передавшему указанные ценные бумаги, субсчет депо для учета его прав на эти ценные бумаги (далее — субсчет депо). Открытие субсчета депо осуществляется на основании Федерального закона «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ, без заключения депозитарного договора.

С момента зачисления ценных бумаг на субсчет депо производится блокирование операций по списанию и (или) обременению ценных бумаг по этому субсчету депо, за исключением совершения операций по списанию ценных бумаг в случаях обращения взыскания на эти ценные бумаги по долгам их владельца, конвертации эмиссионных ценных бумаг, а также в случае их включения в состав паевого инвестиционного фонда или возврата лицу, передавшему их в оплату инвестиционных паев.

Лица, права на ценные бумаги которых учитываются на субсчете депо, осуществляют все права, закрепленные указанными ценными бумагами.

До завершения (окончания) срока формирования паевого инвестиционного фонда доходы и иные выплаты по ценным бумагам, переданным в оплату инвестиционных паев, зачисляются на транзитный счет, а после завершения (окончания) срока его формирования включаются в состав этого фонда, за исключением случая, когда ценные бумаги, переданные в оплату инвестиционных паев, были возвращены лицу, передавшему их в оплату инвестиционных паев.

Учет имущества, переданного в оплату инвестиционных паев при формировании паевого инвестиционного фонда, осуществляется в отношении каждого лица, передавшего такое имущество в оплату инвестиционных паев. Управляющая компания обязана вести учет находящихся на транзитном счете денежных средств каждого лица, передавшего их в оплату инвестиционных паев.

Управляющая компания не вправе перечислять (передавать) на транзитный счет (транзитный счет депо) собственные денежные

средства (ценные бумаги) или денежные средства (ценные бумаги), находящиеся у нее по иным основаниям.

На имущество, переданное в оплату инвестиционных паев, в том числе находящееся на транзитном счете (транзитном счете депо), не может быть обращено взыскание по долгам управляющей компании или по долгам специализированного депозитария.

В случае признания управляющей компании или специализированного депозитария банкротом денежные средства (ценные бумаги), находящиеся на транзитном счете (транзитном счете депо), и иное имущество, переданное в оплату инвестиционных паев, в конкурсную массу не включаются и подлежат возврату лицам, передавшим их в оплату инвестиционных паев.

Порядок и условия открытия транзитного счета депо, осуществления операций по указанному счету, порядок учета денежных средств, ценных бумаг и иного имущества каждого лица, передавшего указанное имущество в оплату инвестиционных паев, а также порядок передачи имущества, за исключением денежных средств, для включения его в состав паевого инвестиционного фонда, порядок определения стоимости имущества, переданного в оплату инвестиционных паев, устанавливаются нормативными правовыми актами регулятора.

Управляющая компания не вправе распоряжаться имуществом, переданным в оплату инвестиционных паев, за исключением случая включения такого имущества в состав паевого инвестиционного фонда или возврата лицу, передавшему указанное имущество в оплату инвестиционных паев.

Имущество, переданное в оплату инвестиционных паев, включается в состав паевого инвестиционного фонда при его формировании только при соблюдении всех перечисленных ниже условий:

1) если приняты заявки на приобретение инвестиционных паев и документы, необходимые для открытия лицевых счетов в реестре владельцев инвестиционных паев;

2) если имущество, переданное в оплату инвестиционных паев согласно указанным заявкам, поступило управляющей компании, а если таким имуществом являются неденежные средства, также

получено согласие специализированного депозитария на включение такого имущества в состав паевого инвестиционного фонда;

3) если стоимость имущества, переданного в оплату инвестиционных паев, достигла размера, необходимого для завершения (окончания) формирования паевого инвестиционного фонда.

При формировании паевого инвестиционного фонда выдача инвестиционных паев должна осуществляться в день включения в состав этого фонда всего подлежащего включению имущества, переданного в оплату инвестиционных паев, или в следующий за ним рабочий день.

Датой завершения (окончания) формирования паевого инвестиционного фонда является дата направления управляющей компанией в регулятор отчета о завершении (окончании) формирования паевого инвестиционного фонда, а для закрытых паевых инвестиционных фондов — дата регистрации изменений и дополнений в правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом в части, касающейся количества выданных инвестиционных паев этого фонда.

По результатам формирования фонда управляющая компания составляет отчет о завершении формирования фонда. Отчет о завершении (окончании) формирования паевого инвестиционного фонда подписывается уполномоченными лицами управляющей компании и специализированного депозитария и направляется в регулятор не позднее трех рабочих дней с даты выдачи инвестиционных паев. Одновременно с отчетом о завершении (окончании) формирования закрытого паевого инвестиционного фонда в регулятор направляются изменения и дополнения в правила доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом в части, касающейся количества выданных инвестиционных паев этого фонда, для их регистрации.

Регулятор на основании отчета о завершении (окончании) формирования паевого инвестиционного фонда вносит соответствующую запись в реестр паевых инвестиционных фондов, а также осуществляет регистрацию изменений и дополнений в правила закрытого паевого инвестиционного фонда в части, касающейся

количества выданных инвестиционных паев такого паевого инвестиционного фонда.

Основная задача управляющей компании в процессе формирования фонда — достичь установленного минимального норматива стоимости имущества, в противном случае фонд будет признан несформированным. Приказом ФСФР РФ «О минимальной стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по достижении которой паевой инвестиционный фонд является сформированным» от 02.11.2006 г. № 06-125/пз-н для разных типов фондов установлены разные нормативы, млн руб.:

— 10 — для открытого паевого инвестиционного фонда;
— 15 — для интервального паевого инвестиционного фонда;
— 25 — для закрытого паевого инвестиционного фонда;

В случае, если на определенную правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом дату окончания срока формирования паевого инвестиционного фонда стоимость имущества, переданного в оплату инвестиционных паев, оказалась меньше стоимости имущества, необходимой для завершения (окончания) его формирования, управляющая компания обязана:

1) направить в регулятор уведомление об этом не позднее следующего рабочего дня с даты окончания срока формирования паевого инвестиционного фонда;

2) возвратить имущество, переданное в оплату инвестиционных паев, а также доходы, в том числе доходы и выплаты по ценным бумагам, лицам, передавшим указанное имущество в оплату инвестиционных паев, в порядке и сроки, которые установлены правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

По завершении процесса формирования управляющая компания приступает к этапу доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

Денежные средства, переданные в оплату инвестиционных паев одного паевого инвестиционного фонда после завершения (окончания) его формирования, должны поступать на отдельный банковский счет, открытый управляющей компании этого фонда на основании договора, заключенного без указания на то, что управ-

ляющая компания действует в качестве доверительного управляющего (далее — транзитный счет). Это требование не применяется в случае передачи денежных средств в оплату неоплаченной части инвестиционных паев.

Управляющая компания обязана вести учет находящихся на транзитном счете денежных средств каждого лица, передавшего их в оплату инвестиционных паев.

Управляющая компания не вправе давать распоряжение о перечислении на транзитный счет собственных денежных средств или денежных средств, находящихся у нее по иным основаниям.

На денежные средства, находящиеся на транзитном счете, не может быть обращено взыскание по долгам управляющей компании. В случае признания управляющей компании банкротом денежные средства, находящиеся на транзитном счете, в конкурсную массу не включаются.

Управляющая компания не вправе распоряжаться денежными средствами, находящимися на транзитном счете, за исключением следующих случаев:

1) перевода денежных средств на отдельный банковский счет, открытый для расчетов по операциям, связанным с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом, для включения в состав паевого инвестиционного фонда;

2) выплаты надбавки к расчетной стоимости выдаваемых инвестиционных паев, если такая надбавка предусмотрена правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом;

3) возврата лицу, внесшему их в оплату инвестиционных паев, в случае, предусмотренном законом;

4) выплаты денежной компенсации владельцам инвестиционных паев при погашении инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда, осуществления обязательных платежей, связанных с указанной выплатой, если возможность выплаты денежной компенсации и осуществления платежей с транзитного счета предусмотрена правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. При этом осуществление таких выплат (платежей) производится в порядке, установленном нормативны-

ми правовыми актами регулятора, в пределах суммы, подлежащей включению в состав паевого инвестиционного фонда.

Включение денежных средств, переданных в оплату инвестиционных паев, в состав паевого инвестиционного фонда осуществляется на основании надлежаще оформленной заявки на приобретение инвестиционных паев и документов, необходимых для открытия приобретателю (номинальному держателю) лицевого счета в реестре владельцев инвестиционных паев.

При выдаче инвестиционных паев закрытого паевого инвестиционного фонда после завершения (окончания) его формирования, если правилами доверительного управления указанным фондом предусматривается возможность оплаты таких паев неденежными средствами, передача имущества в оплату инвестиционных паев, а также включение его в состав паевого инвестиционного фонда осуществляются в соответствии с правилами, предусмотренными для этапа формирования фонда.

Доверительное управление паевым инвестиционным фондом осуществляется путем совершения любых юридических и фактических действий в отношении составляющего его имущества.

Управляющая компания осуществляет также все права, удостоверенные ценными бумагами, составляющими паевой инвестиционный фонд, включая право голоса по голосующим ценным бумагам. Управляющая компания вправе предъявлять иски и выступать ответчиком по искам в суде в связи с осуществлением деятельности по доверительному управлению паевым инвестиционным фондом. При совершении сделок с имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд, от своего имени управляющая компания указывает при этом, что она действует в качестве доверительного управляющего.

Непосредственная реализация этапа управления фондом осуществляется путем накопления инвестиционного дохода в результате инвестирования средств фонда в активы, соответствующие категории фонда и предусмотренные его инвестиционной декларацией.

Согласно приказу ФСФР РФ от 28.12.2010 г. № 10-79/пз-н «Об утверждении Положения о составе и структуре активов акционер-

ных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов», в зависимости от состава и структуры активов акционерные и инвестиционные фонды подразделяются на следующие категории: 1) фонд денежного рынка; 2) фонд облигаций; 3) фонд акций; 4) фонд смешанных инвестиций; 5) фонд прямых инвестиций; 6) фонд особо рисковых (венчурных) инвестиций; 7) фонд фондов; 8) рентный фонд; 9) фонд недвижимости; 10) ипотечный фонд; 11) индексный фонд; 12) кредитный фонд; 13) фонд товарного рынка; 14) хедж-фонд; 15) фонд художественных ценностей; 16) фонд долгосрочных прямых инвестиций.

Паевые фонды, относящиеся к категориям фондов прямых инвестиций, ипотечных фондов, фондов особо рисковых (венчурных) инвестиций, рентных фондов, фондов недвижимости и кредитных фондов, могут быть только закрытыми инвестиционными фондами. Фонды, относящиеся к категории хедж-фондов и фондов товарного рынка, могут быть только закрытыми и интервальными паевыми инвестиционными фондами.

Инвестиционные паи инвестиционных фондов, относящихся к категориям фондов прямых инвестиций, фондов особо рисковых (венчурных) инвестиций, кредитных фондов и хедж-фондов, предназначены только для квалифицированных инвесторов, что должно быть предусмотрено правилами доверительного управления инвестиционным фондом.

Кроме требований о составе активов, к каждой из указанных категории фондов предъявляются требования о структуре активов, т. е. требования о максимальной, а в некоторых случаях и минимальной доле конкретного актива в структуре инвестиционного портфеля фонда.

В процессе управления паевым фондом имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, обособляется от имущества управляющей компании этого фонда, имущества владельцев инвестиционных паев, имущества, составляющего иные паевые инвестиционные фонды, находящиеся в доверительном управлении этой управляющей компании, а также иного имущества, находящегося в доверительном управлении или по иным основаниям у указанной

управляющей компании. Имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, учитывается управляющей компанией на отдельном балансе и по нему ведется самостоятельный учет.

Для расчетов по операциям, связанным с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом, открывается отдельный банковский счет (счета), а для учета прав на ценные бумаги, составляющие паевой инвестиционный фонд, — отдельный счет (счета) депо. Такие счета, за исключением случаев, установленных законодательством Российской Федерации, открываются на имя управляющей компании паевого инвестиционного фонда с указанием на то, что она действует в качестве доверительного управляющего, и с указанием названия паевого инвестиционного фонда. Имена (наименования) владельцев инвестиционных паев при этом не указываются. При государственной регистрации прав на недвижимое имущество для включения такого имущества в состав паевого инвестиционного фонда в подразделе II Единого государственного реестра прав на недвижимое имущество и сделок с ним указывается название паевого инвестиционного фонда, в состав которого включается данное имущество, и делается следующая запись: «Собственники данного объекта недвижимости и данные о них, предусмотренные Федеральным законом от 21 июля 1997 года № 122-ФЗ "О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним", устанавливаются на основании данных лицевых счетов владельцев инвестиционных паев в реестре владельцев инвестиционных паев и счетов депо владельцев инвестиционных паев». Орган, осуществляющий государственную регистрацию прав на недвижимое имущество, после завершения (окончания) формирования паевого инвестиционного фонда вправе требовать от лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, список владельцев инвестиционных паев, содержащий данные о них, предусмотренные законом. Указанное лицо обязано представить этот список не позднее пяти рабочих дней с даты получения требования.

Обращение взыскания по долгам владельцев инвестиционных паев, в том числе при их несостоятельности (банкротстве), на иму-

щество, составляющее паевой инвестиционный фонд, не допускается. По долгам владельцев инвестиционных паев взыскание касается принадлежащих им инвестиционных паев. В случае несостоятельности (банкротства) владельцев инвестиционных паев в конкурсную массу включаются принадлежащие им инвестиционные паи.

В случае признания управляющей компании паевого инвестиционного фонда несостоятельной (банкротом) имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, в конкурсную массу не включается.

Управляющая компания паевого инвестиционного фонда несет перед владельцами инвестиционных паев ответственность в размере реального ущерба в случае причинения им убытков в результате нарушения законодательства РФ и правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом, в том числе за неправильное определение суммы, на которую выдается инвестиционный пай, и суммы денежной компенсации, подлежащей выплате в связи с погашением инвестиционного пая, а в случае нарушения требований, установленных в отношении паев, предназначенных для квалифицированных инвесторов, — в размере, предусмотренном законом для данного нарушения.

Долги по обязательствам, возникшим в связи с доверительным управлением имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд, погашаются за счет этого имущества. В случае недостаточности имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, взыскание может быть обращено только на собственное имущество управляющей компании.

Прекращение деятельности паевого инвестиционного фонда осуществляется в случаях, если:

— принята (приняты) заявка (заявки) на погашение всех инвестиционных паев;

— аннулирована лицензия управляющей компании открытого или интервального паевого инвестиционного фонда;

— аннулирована лицензия управляющей компании закрытого паевого инвестиционного фонда и права и обязанности данной управляющей компании по договору доверительного управления

этим фондом в течение трех месяцев со дня аннулирования указанной лицензии не переданы другой управляющей компании;

— аннулирована лицензия специализированного депозитария и в течение трех месяцев со дня аннулирования лицензии управляющей компанией не приняты меры по передаче другому специализированному депозитарию активов паевого инвестиционного фонда для их учета и хранения, а также по передаче документов, необходимых для осуществления деятельности нового специализированного депозитария;

— истек срок действия договора доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом;

— управляющей компанией принято соответствующее решение при условии, что право принятия такого решения предусмотрено правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом;

— наступили иные основания, предусмотренные законодательством.

Прекращение паевого инвестиционного фонда, в том числе реализация имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, удовлетворение требований кредиторов, которые должны удовлетворяться за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и распределение денежных средств между владельцами инвестиционных паев осуществляется управляющей компанией, за исключением случаев, установленных законодательством.

В случае аннулирования лицензии управляющей компании прекращение паевого инвестиционного фонда осуществляет специализированный депозитарий этого фонда в соответствии законом.

В случае аннулирования лицензий управляющей компании и специализированного депозитария прекращение паевого инвестиционного фонда осуществляет временная администрация, назначенная в соответствии с законом.

Размер вознаграждения лица, осуществляющего прекращение паевого инвестиционного фонда, за исключением установленных законом случаев, определяется правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом и не может превышать 3 %

суммы денежных средств, составляющих паевой инвестиционный фонд и поступивших в него после реализации составляющего его имущества, за вычетом:

1) задолженности перед кредиторами, требования которых должны удовлетворяться за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд;

2) сумм вознаграждений управляющей компании, специализированного депозитария, лица, осуществляющего ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщика и аудитора, начисленных им на день возникновения основания прекращения паевого инвестиционного фонда;

3) сумм, предназначенных для выплаты денежной компенсации владельцам инвестиционных паев, заявки которых на погашение инвестиционных паев были приняты до дня возникновения основания прекращения паевого инвестиционного фонда.

Регулятор вправе направить своего представителя для контроля за исполнением обязанностей по прекращению паевого инвестиционного фонда лицом, осуществляющим прекращение паевого инвестиционного фонда.

Со дня возникновения основания прекращения паевого инвестиционного фонда не допускается распоряжение имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд, за исключением его реализации и распределения в соответствии с законом.

Лицо, осуществляющее прекращение паевого инвестиционного фонда, обязано:

1) в течение пяти рабочих дней со дня возникновения основания прекращения этого фонда уведомить об этом регулятор;

2) раскрыть в соответствии с законом сообщение о прекращении паевого инвестиционного фонда;

3) принять меры по выявлению кредиторов, требования которых должны удовлетворяться за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и погашению дебиторской задолженности.

Срок предъявления кредиторами требований, которые должны удовлетворяться за счет имущества, составляющего паевой

инвестиционный фонд, не может быть менее двух месяцев со дня раскрытия сообщения о прекращении паевого инвестиционного фонда.

По окончании срока предъявления кредиторами требований, которые должны удовлетворяться за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и до начала расчетов с ними лицо, осуществляющее прекращение паевого инвестиционного фонда, составляет и направляет в регулятор баланс имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, который должен содержать сведения об имуществе, составляющем паевой инвестиционный фонд, о предъявленных кредиторами требованиях и результатах их рассмотрения. Если прекращение паевого инвестиционного фонда осуществляет управляющая компания, указанный баланс должен быть согласован со специализированным депозитарием.

Лицо, осуществляющее прекращение паевого инвестиционного фонда, обязано реализовать имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, и осуществить расчеты в срок, не превышающий шести месяцев со дня раскрытия сообщения о прекращении паевого инвестиционного фонда. Указанный срок может быть продлен по решению регулятора, если прекращение паевого инвестиционного фонда осуществляется в связи с аннулированием лицензии управляющей компании.

Специализированный депозитарий при осуществлении прекращения паевого инвестиционного фонда действует от своего имени и осуществляет полномочия управляющей компании по прекращению паевого инвестиционного фонда, в том числе совершает от своего имени сделки по реализации имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, включая недвижимое имущество, распоряжается денежными средствами на счетах и во вкладах в банках и иных кредитных организациях, а также совершает операции с ценными бумагами, составляющими паевой инвестиционный фонд, без поручения (распоряжения) управляющей компании. Государственная регистрация сделок и (или) перехода прав собственности на недвижимое имущество, составляющее паевой

инвестиционный фонд, осуществляется при предоставлении специализированным депозитарием заверенной федеральным органом исполнительной власти копии решения об аннулировании лицензии управляющей компании.

При осуществлении специализированным депозитарием прекращения паевого инвестиционного фонда списание денежных средств, находящихся на транзитном счете или банковском счете, открытом управляющей компании, производится по распоряжению специализированного депозитария. Указанные операции проводятся банком или иной кредитной организацией при предоставлении специализированным депозитарием заверенной федеральным органом исполнительной власти копии решения об аннулировании лицензии управляющей компании.

Временная администрация при осуществлении прекращения паевого инвестиционного фонда действует от имени управляющей компании без доверенности и осуществляет полномочия управляющей компании по прекращению паевого инвестиционного фонда, в том числе совершает от имени управляющей компании сделки по реализации имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, включая недвижимое имущество, распоряжается денежными средствами на счетах и во вкладах в банках и иных кредитных организациях, распоряжается ценными бумагами, составляющими паевой инвестиционный фонд. Вознаграждение временной администрации не выплачивается.

В случае прекращения паевого инвестиционного фонда имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, подлежит реализации.

Денежные средства, составляющие паевой инвестиционный фонд и поступившие в него после реализации имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, распределяются в следующем порядке:

1) в первую очередь — кредиторам (за исключением управляющей компании этого паевого инвестиционного фонда), требования которых должны удовлетворяться за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, в том числе специализированному

депозитарию, лицу, осуществляющему ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщику и аудитору вознаграждений, начисленных им на день возникновения основания прекращения паевого инвестиционного фонда, а также лицам, заявки которых на погашение инвестиционных паев были приняты до дня возникновения основания прекращения паевого инвестиционного фонда, причитающихся им денежных компенсаций;

2) во вторую очередь — лицу, осуществлявшему прекращение паевого инвестиционного фонда, соответствующего вознаграждения, за исключением случаев, когда в соответствии с законом выплата вознаграждения не производится;

3) в третью очередь — управляющей компании вознаграждения, начисленного ей на день возникновения основания прекращения паевого инвестиционного фонда, а также специализированному депозитарию, лицу, осуществляющему ведение реестра владельцев инвестиционных паев, оценщику и аудитору вознаграждений, начисленных им после дня возникновения основания прекращения паевого инвестиционного фонда;

4) в четвертую очередь — владельцам инвестиционных паев денежной компенсации путем распределения оставшегося имущества пропорционально количеству принадлежащих им инвестиционных паев.

Лицо, осуществляющее прекращение паевого инвестиционного фонда, может получить причитающееся ему вознаграждение за исполнение обязанностей по прекращению паевого инвестиционного фонда только после завершения всех расчетов в соответствии с указанной очередностью.

После завершения расчетов лицо, осуществляющее прекращение паевого инвестиционного фонда, составляет отчет о прекращении паевого инвестиционного фонда и представляет его в регулятор.

Требования к отчету о прекращении паевого инвестиционного фонда и порядку его представления устанавливаются федеральным органом исполнительной власти.

Регулятор утверждает отчет о прекращении паевого инвестиционного фонда и принимает решение об исключении паевого инвестиционного фонда из реестра паевых инвестиционных фондов.

Инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда при его прекращении подлежат погашению одновременно с выплатой денежной компенсации независимо от того, заявил ли владелец таких инвестиционных паев требование об их погашении.

Инвестиционный пай — именная ценная бумага, удостоверяющая долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, он дает право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления ПИФом и право на получение денежной компенсации при прекращении ПИФа. Пай не имеет номинальной стоимости, свободно обращается по окончании формирования фонда.

Сумма, на которую выдается пай при формировании фонда, определена в правилах. Сумма, подлежащая выплате при погашении, определяется исходя из его расчетной стоимости по формуле

$$\text{Стоимость пая} = \frac{\text{стоимость чистых активов фонда}}{\text{общее количество паев фонда}}.$$

Основная задача ПИФа — инвестирование объединенного капитала мелких и средних вкладчиков. Пай является ценной бумагой. Паевые вклады имеют все преимущества как банковских вкладов, так и инвестиционных объектов. Они достаточно надежны и высоколиквидны. Риск потери основной суммы и прибыли, получаемой от дохода по курсовым разницам, относительно невысок. При этом их доходность значительно выше процента, предлагаемого банками.

Работа таких фондов осуществляется прозрачно, поэтому каждый участник может следить за деятельностью организации и высчитывать доход, который ему причитается. Однако здесь главной сложностью является правильный выбор фонда, поскольку важно, чтобы управляющая компания была надежной и профессиональной, а для этого можно воспользоваться услугами специалистов или самостоятельно изучать работу и репутацию различных паевых фондов.

В современной российской экономике выделяют следующие типы ПИФов:

а) **открытый ПИФ** — купить пай или забрать деньги можно в любой момент. Средства пайщиков инвестируются в высоколиквидные активы;

б) **интервальный ПИФ** — открыт для операций в определенное время (один раз в квартал (чаще всего) или год);

в) **закрытый ПИФ** — принимает средства на длительный период (3–15 лет). То есть купить пай такого фонда можно только при его формировании, а предъявить его к погашению только по окончании срока действия договора доверительного управления фондом. Исходя из длительного срока доверительного управления у таких фондов есть возможность инвестировать средства в низколиквидные активы (недвижимость, ипотечные закладные, венчурные проекты);

г) **биржевой ПИФ** — индексный фонд, паи которого обращаются на бирже. Структура такого фонда копирует структуру выбранного базового индекса. В отличие от индексного фонда, с акциями биржевого ПИФа можно производить все те же самые операции, которые доступны для обыкновенных акций в биржевой торговле. То есть операции по акциям могут совершаться в течение всего торгового дня, а их цена меняется в зависимости от активности на рынке.

Управление ПИФами осуществляют специальные управляющие компании. Управляющая компания консолидирует средства вкладчиков и из полученного пула средств составляется портфель ценных бумаг, соответствующий декларации ПИФа.

ПИФы акций — в акции должно быть инвестировано не менее 50 % активов фонда, вложения могут осуществляться и в облигации, но не более 40 %.

ПИФы облигаций — долговые инструменты должны составлять не менее 50 %, вложения в акции не должны превышать 20 % активов фонда.

Смешанные ПИФы — соотношение долевых и долговых ценных бумаг может быть любым, но суммарно ценные бумаги должны занимать не менее 70 % портфеля фонда.

Индексный ПИФ — структура ПИФа должна максимально соответствовать составу ценных бумаг в индексе-ориентире, расхождение не должно превышать 3 %.

ПИФы денежного рынка при невысокой доходности обладают большой ликвидностью.

ПИФы фондов инвестируют в другие фонды.

ПИФы товарного рынка инвестируют в драгоценные металлы через обезличенные металлические счета, при этом удельный вес драгоценных металлов и производных финансовых инструментов на биржевые товары в портфеле фонда не должен быть меньше 50 %.

Хедж-фонд в отличие от других свободен в выборе инвестиционной стратегии. Многие из хедж-фондов зарегистрированы в офшорных зонах. У таких фондов прозрачность инвестиций ниже, риски клиентов выше. Обычно хедж-фонды обслуживают крупных клиентов.

Не являясь юридическим лицом, ПИФ не может быть налогоплательщиком. Это преимущество позволяет пайщикам получать доходы, эквивалентные доходам внефондовых инвесторов.

Общие фонды банковского управления (ОФБУ) работают в целом так же, как и ПИФы, строя свою деятельность на принципах доверительного управления. Однако управляют ими банки с высшей категорией надежности, а аккумулированные ресурсы они могут вкладывать не только в российские, но и в зарубежные активы.

При вложении денег в ОФБУ выдается сертификат долевого участия, который имуществом не является, хотя удостоверяет право клиента на его долю в фонде. В настоящее время некоторые банки решили эту проблему, предоставив клиентам возможность брать кредиты под залог сертификата долевого участия ОФБУ, находящегося под их управлением.

Клиент ОФБУ может написать заявку на выплату ему периодического дохода, клиенты же ПИФов такой возможности не имеют в связи со статусом пая ПИФа как ценной бумаги.

В настоящее время количество паевых фондов значительно превышает количество ОФБУ. Это можно объяснить недостаточной рекламой ОФБУ, частично устаревшей законодательной базой и т. п.

Новым способом коллективного инвестирования выступают **ПАММ-счета**. Эти счета относятся к коллективным инвестициям, однако для российского рынка являются новыми. Они используются теми инвесторами, которые работают на рынке Форекс (рынок межбанковского обмена валюты по свободным ценам). В этом случае денежные средства вкладываются в заранее выбранного трейдера, который должен быть опытным и преуспевающим. Именно он будет осуществлять управление средствами многих вкладчиков, в результате чего участники будут получать соответствующую прибыль. Такие инвестиции считаются на сегодняшний момент высокодоходными, однако являются очень рискованными. Поэтому нужно ответственно подойти к выбору трейдера, в частности, изучить его предыдущую деятельность на рынке.

Для работы с ПАММ-счетами инвесторы могут обладать не слишком большим первоначальным капиталом, поскольку некоторые трейдеры работают даже с такими вкладчиками, которые инвестируют всего 1 тыс. руб. В результате потери начинающих инвесторов будут незначительными, кроме того, с помощью таких маленьких вкладов можно быстро и легко разобраться в механизме действия данных инвестиций.

Наименее распространенным (особенно для России) является способ коллективного инвестирования при посредничестве страховой компании или банка в долгосрочные программы накопления. Его суть состоит в том, что клиент обязуется осуществлять ежемесячные взносы, а банк или страховая компания гарантируют ему доход от инвестирования ранее внесенных средств. Таким образом к определенному клиентом сроку формируется необходимая сумма денежных средств. Такие инвестиции носят долгосрочный характер и имеют положительный эффект в развитых странах со стабильной экономикой, обеспечивая доход клиенту и длинное фондирование рынку.

Институциональные инвесторы доминируют в торговле ценными бумагами, обладая пакетами акций крупных корпораций, т. е. оказывают прямое влияние на ситуацию на инвестиционном рынке.

Исходя из вышесказанного, можно сделать вывод, что коллективные инвестиции становятся все более перспективными на современном рынке, поскольку они позволяют получать доход за счет инвестиций даже индивидуальным инвесторам, не располагающим значительными финансовыми ресурсами. При этом индивидуальный инвестор за счет таких вложений может получить адекватный доход, соразмерный риску, сохранить и увеличить свои средства.

2.3.4. Венчурные инвестиции

Сущность процесса инвестирования рассматривается по-разному в зависимости от особенности привлечения ресурсов. Многообразие экономических отношений, характерное для инвестиционного процесса, требует их классификации (о которой мы говорили выше). Итак, одним из видов инвестиций являются венчурные инвестиции.

Венчурные инвестиции — это долгосрочные вложения, осуществляемые чаще всего инновационными банками в новые предприятия и фирмы, занимающиеся научно-техническими разработками и изобретениями, ценные бумаги, сопряженные с высокой степенью риска в ожидании высокой прибыли. Как правило, венчурные инвестиции связывают с инновационными компаниями.

В зависимости от инвестиционной стратегии венчурные инвестиции могут быть универсальными и узкоспециализированными.

Универсальные венчурные инвестиции предполагают вложения в различные отрасли промышленности, компании, находящиеся в различных географических точках или на разных жизненных циклах.

Специализированные венчурные инвестиции — это вложения ресурсов в один-два вида промышленности, компании определенного местоположения.

В целом венчурное инвестирование предполагает вложение ресурсов в капитал высокотехнологичных перспективных компаний, деятельность которых ориентирована на разработку и производство наукоемких продуктов.

Венчурный фонд — это механизм инвестирования ресурсов в активы (как правило, инновационные предприятия и стартапы), которые для стандартного рынка инвестиций представляют слишком большой риск. Спецификой данного вида фондов является законодательное разрешение осуществлять более рискованную деятельность, но при этом запрещено инвестировать ресурсы в банковскую, страховую и инвестиционную отрасли. Участниками венчурного фонда обычно являются частные лица, компании, банки, пенсионные фонды. Вклады в фонд могут вноситься не только денежными средствами, но и коммитментами — обещаниями вложить ресурсы, когда они будут необходимы. Часть денежных средств вносит венчурная компания, создавшая фонд и управляющая им. Изначально фонд инвестирует в компании, входящие в его портфель, потом 3–7 лет развивает данные компании. В конце цикла фонд продает свои доли либо через публичное размещение акций, либо через стратегического инвестора[25]. Таким образом, большинство венчурных фондов существуют около 10 лет.

Как правило, 70–80 % проектов не приносит отдачи, но прибыль от оставшихся 20–30 % окупает все убытки[26].

Поэтому основной принцип работы венчурного фонда: инвестиции следует осуществлять только в те компании, потенциал которых позволит вернуть инвестору сумму, сопоставимую с его капиталом.

Исходя из классификации венчурных инвестиций, существуют различные венчурные фонды:

— инвестирующие в компании различных отраслей промышленности;

— специализирующиеся на вложениях в одно конкретное направление деятельности.

Смысл венчурных инвестиций предопределяет то, что венчурные фонды наиболее заинтересованы во вложениях в рисковые предприятия с высоким потенциалом роста в будущем, поскольку

---

[25] *Герасименко А.* Финансовый менеджмент — это просто : базовый курс для руководителей и начинающих специалистов. М. : Альпина Паблишерс, 2013. С. 48.

[26] [Электронный ресурс]. URL: ru.m.wikipedia.org.

именно такие возможности смогут обеспечить желаемую доходность инвестору в течение необходимого времени (как правило, 3–7 лет).

Лидером на рынке венчурных инвестиций всегда являлись США, хотя в Европе такой бизнес тоже активно развивается. Если говорить о венчурном бизнесе в России, то статистика такова: общее количество фондов, сформированных Российской венчурной компанией, достигло восемнадцати (включая 2 фонда в зарубежной юрисдикции), их суммарный размер — 26,1 млрд руб. Доля Российской венчурной компании — более 16,1 млрд руб. Эти фонды сформированы в виде закрытых паевых инвестиционных фондов. Доля Российской венчурной компании в каждом фонде составляет 49 %, а 51 % — средства частных инвесторов. Также в рамках государственно-частного партнерства формируются и региональные венчурные фонды (на 7 лет), при этом 25 % приходится на средства федерального бюджета, 25 % — средства бюджета региона и 50 % — средства частных инвесторов.

Таким образом, Российская венчурная компания является одним из основных участников рынка венчурных инвестиций в России. Она представляет собой государственный фонд фондов и институт развития Российской Федерации, один из ключевых инструментов государства в деле построения национальной инновационной системы.

Российская венчурная компания была создана в соответствии с распоряжением Правительства Российской Федерации от 7.06.2006 г. № 838-р. Основные цели деятельности предприятия — стимулирование создания в России собственной индустрии венчурного инвестирования и значительное увеличение финансовых ресурсов венчурных фондов. Компания исполняет роль государственного фонда венчурных фондов, через который осуществляется государственное стимулирование венчурных инвестиций и финансовая поддержка высокотехнологического сектора в целом, а также является государственным институтом развития отрасли венчурного инвестирования в Российской Федерации.

Распределение инвестиций по секторам экономики с участием Российской венчурной компании в 2015 г., а также территориальное распределение венчурных инвестиций представлены на рис. 9, 10.

Приоритетные направления инвестирования венчурных фондов, формируемых с участием Российской венчурной компании, определены в соответствии с Перечнем критических технологий, утвержденным Президентом Российской Федерации, в который входят:

— безопасность и противодействие терроризму;

— живые системы (биотехнологии, медицинские технологии и медицинское оборудование);

— индустрия наносистем и материалов;

— информационно-телекоммуникационные системы;

— рациональное природопользование;

— транспортные, авиационные и космические системы;

— энергетика и энергосбережение[27].

Российские компании проявляют заметный интерес к венчурной деятельности. В основном компании используют инструменты корпоративных венчурных инвестиций (чаще всего это корпоративные технопарки / бизнес-инкубаторы / акселераторы, несколько компаний финансируют стартапы) в инициативном порядке, так как механизмов подобной работы не создано, хотя формально они зафиксированы в регламентирующих документах[28].

Венчурные инвестиции — это дорогостоящий источник капитала для компаний. Практика показывает, что венчурный капитал превалирует в основном в быстро развивающихся технологических отраслях, а значимость инновационной деятельности остается высокой.

Венчурные инвесторы (физические лица и специализированные инвестиционные компании) вкладывают свои средства в расчете на получение значительной прибыли. Предварительно они с помо-

---

[27] [Электронный ресурс]. URL: http://www.rusventure.ru/ru/company/brief/ (дата обращения: 26.06.2017).

[28] *Костеев В.*, *Никитченко А.*, *Пикулева Е.*, *Бобкова Н.* Корпоративные венчурные инвестиции в России: состояние и перспективы (2014–2015 гг.). М. : НП «Клуб директоров по науке и инновациям», 2014. С. 5.

Рис. 9. Распределение инвестиций по секторам экономики в 2015 гг., % (источник рис. 9 и 10: [Электронный ресурс]. URL: http://www.rusventure.ru/ru/innovative_projects/ (дата обращения: 26.06.2017))

щью экспертов детально анализируют как инвестиционный проект, так и деятельность предлагающей его компании, финансовое состояние, кредитную историю, качество менеджмента, специфику интеллектуальной собственности. Особое внимание уделяется степени инновационности проекта, которая во многом предопределяет потенциал быстрого роста компании.

Венчурные инвестиции осуществляются в форме приобретения части акций венчурных предприятий[29], еще не котирующихся

[29] К венчурным предприятиям обычно относят небольшие предприятия, деятельность которых связана с большой степенью риска продвижения их продукции на рынке. Это предприятия, разрабатывающие новые виды продуктов или услуг,

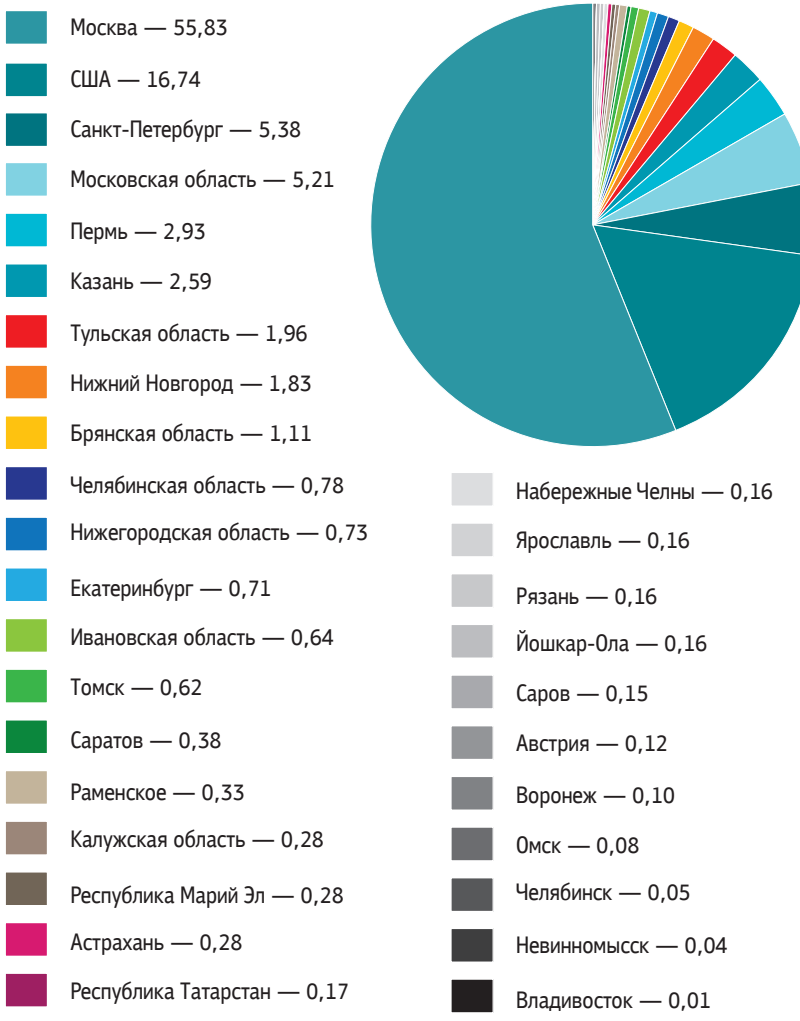


Рис. 10. Распределение венчурных инвестиций по регионам, %

на биржах, а также предоставления ссуды или в других формах. Существуют механизмы венчурного финансирования, сочетающие различные виды капитала: акционерный, ссудный, предпринимательский. Однако в основном венчурный капитал имеет форму акционерного капитала.

Как показывает практика, при развитии новых технологий и широком распространении производимой продукции венчурные предприятия могут достигать высокого уровня рентабельности производства. При средней ставке доходности по государственным ценным бумагам в 6 % венчурные инвесторы вкладывают свои средства, рассчитывая на годовую рентабельность, равную 20–25 %.

Таким образом, исходя из характера венчурного предпринимательства, венчурный капитал является рисковым и вознаграждается за счет высокой рентабельности производства, в которое он инвестируется. Венчурный капитал имеет и ряд других особенностей. К ним можно отнести, в частности, ориентацию инвесторов на прирост капитала, а не на дивиденды на вложенный капитал. Поскольку венчурное предприятие начинает размещать свои акции на фондовом рынке через три — семь лет после инвестирования, венчурный капитал имеет длительный срок ожидания рыночной реализации, и величина его прироста выявляется лишь при выходе предприятия на фондовый рынок. Соответственно и учредительская прибыль, являющаяся основной формой дохода на венчурный капитал, реализуется инвесторами после того, как акции венчурного предприятия начнут котироваться на фондовом рынке.

Для венчурного капитала характерно распределение риска между инвесторами и инициаторами проекта. В целях минимизации риска венчурные инвесторы распределяют свои средства между несколькими проектами, в то же время один проект может финансироваться рядом инвесторов. Венчурные инвесторы, как правило, стремятся непосредственно участвовать в управлении предприяти-

---

которые еще не известны потребителю, но имеют большой рыночный потенциал. В своем развитии венчурное предприятие проходит ряд этапов, каждый из которых характеризуется различными возможностями и источниками финансирования.

ем, принятии стратегических решений, так как они непосредственно заинтересованы в эффективном использовании вложенных средств. Инвесторы контролируют финансовое состояние компании, активно содействуют развитию ее деятельности, используя свои деловые контакты и опыт в области менеджмента и финансов.

Привлекательность вложений капитала в венчурные предприятия обусловлена следующими обстоятельствами: приобретение пакета акций компании с вероятно высокой рентабельностью; обеспечение значительного прироста капитала (от 15 до 80 % годовых); наличие налоговых льгот.

Объемы венчурного финансирования в индустриальных странах динамично растут[30]. Венчурный капитал приобретает решающую роль в развитии экономики. Это связано с тем, что именно благодаря венчурным предприятиям удалось реализовать значительное количество разработок в новейших областях промышленности, обеспечить быстрое перевооружение и реструктуризацию производства на современной научно-технической основе.

2.4. Структура инвестиционного рынка России

Инвестиционная деятельность неразрывно связана с функционированием инвестиционного рынка, который характеризуется конъюнктурой, соотношением спроса и предложения, уровнем конкурентоспособности эмитентов, степенью волатильности цен на активы, совокупностью операционных и системных рисков и рядом других факторов.

Инвестиционный рынок тесно взаимосвязан с другими рынками экономической системы и осуществляет свои функции под опре-

[30] Крупнейший объем венчурных инвестиций в мире приходится на США (около 22 млрд долл.), далее с существенным отрывом следуют страны Западной Европы и Азиатско-Тихоокеанского региона. В России венчурный капитал находится в стадии своего становления: в настоящее время здесь функционируют 20 венчурных фондов, управляющие финансовыми средствами на сумму около 2 млрд долл.

деленным воздействием широкого спектра инструментов и форм государственного регулирования[31].

По мнению современных экономистов, инвестиционный рынок развивается циклично, последовательно проходя фазы подъема, ослабления и стагнации. Состояние рынка, отражаемое индексом, изменяется под влиянием ряда макроэкономических факторов. Поэтому инвесторам необходимо правильно оценивать текущее состояние инвестиционного рынка и уметь прогнозировать развитие возникших на рынке тенденций с целью ведения эффективной и экономически целесообразной инвестиционной деятельности. От качества прогнозов зависят правильность выбора объекта инвестирования и суммы вложений, а значит, и будущие доходы.

Инвестиционная деятельность определяется условиями функционирования инвестиционного рынка и его сегментов, развитием конъюнктурных характеристик.

В западной практике инвестиционный рынок отождествляется, как правило, с рынком ценных бумаг (фондовым рынком), поскольку именно ценные бумаги выступают основным инструментом инвестиционного вложения капитала как для индивидуальных, так и для институциональных инвесторов.

Инвестиционный рынок является чрезвычайно сложно организованной системой, в которой обращаются многообразные товары и инструменты, обеспечивающие инвестиционный спрос всех видов инвесторов. Инвестиционный рынок обслуживается специальными

---

[31] Это могут быть рынки труда, рынки потребительских товаров и услуг, рынки прямых капитальных вложений, свободные рынки недвижимости, фондовый рынок, рынок драгоценных металлов и т. п. Данную взаимосвязь в различной интерпретации можно встретить у ряда отечественных и зарубежных исследователей. См.: *Казак А. Ю., Веретенникова О. Б. и др.* Денежное хозяйство предприятий : учебник для вузов. 3-е изд. М. : Экономистъ, 2007 ; *Львов Ю. И.* Банки и финансовый рынок. СПб., 1995 ; *Грязнова А. Г., Федотова М. А.* Оценка недвижимости. М. : Финансы и статистика, 2004 ; *Вяткин В. Н., Хэмтон Д. Д., Казак А. Ю.* Принятие финансовых решений в управлении бизнесом: концепции, задачи и ситуации. Москва ; Екатеринбург : ИД «Ява», 2000 ; *Кидуэлл Д. С., Петерсон Р. Л., Блэкуэлл Д. У.* Финансовые институты, рынки и деньги. СПб. : Питер, 2000.

инвестиционными институтами, располагает довольно разветвленной инфраструктурой.

С учетом изложенного, представляется обоснованным следующее определение инвестиционного рынка: инвестиционный рынок представляет собой сферу финансовой деятельности, при которой объектами покупки-продажи выступают инвестиционные товары, активы и инструменты, а также услуги, обеспечивающие процесс реального и финансового инвестирования.

В настоящее время структура инвестиционного рынка России представлена следующим образом:

1. Рынок объектов реального инвестирования:

1) рынок недвижимости (промышленные объекты, жилье, объекты приватизации, земельные участки, объекты незавершенного строительства, аренда);

2) рынок прямых капитальных вложений (новое строительство, реконструкция, техническое перевооружение);

3) рынок прочих объектов реального инвестирования (художественные ценности, драгоценные металлы и камни, изделия из них).

2. Рынок объектов финансового инвестирования:

1) фондовый рынок (акции и облигации корпораций, гособлигации, опционы и фьючерсы);

2) денежный рынок (векселя, депозиты, ссуды, кредиты, валютные ценности).

3. Рынок объектов инновационных инвестиций:

1) рынок интеллектуальных инвестиций (лицензии, ноу-хау, патенты);

2) рынок научно-технических инноваций (научно-технические проекты, рационализаторство, новые технологии) (рис. 11).

Инновационные инвестиции рассматриваются финансовыми специалистами как локомотив мировой экономики, поскольку обладают уникальной способностью реализации в широком спектре секторов мирового хозяйства. Инновационные инвестиции, которые принято называть венчурными, обладают более высокой степенью риска, что объясняется спецификой инновационной деятельности. Доля инновационных инвестиций в российской экономике составляет около

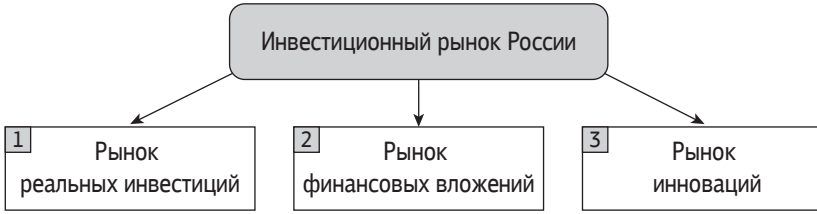


Рис. 11. Структура инвестиционного рынка России

1,1 % от общего объема инвестиционных вложений, что, безусловно, не соответствует показателям развитых стран[32]. Инновационные инвестиции в объекты интеллектуальной собственности, которые формируют рынок интеллектуальных инвестиций, сокращаются, тогда как величина инвестиций в научно-исследовательские, опытно-конструкторские и инновационные технологии неуклонно растет.

О количественных и качественных темпах развития российского инвестиционного рынка можно судить по данным, представленным в табл. 10.

Динамика инвестиционной активности корпоративных инвесторов свидетельствует о стабильных темпах роста этого показателя. Данные о направлениях инвестирования в разрезе видов финансовых вложений позволяют заключить, что наиболее популярными являются паи, акции и другие формы участия в капитале привлекательных компаний. В меньшей степени инвесторы удостаивают своим вниманием банковские депозиты, депозитные сертификаты и долговые ценные бумаги эмитентов.

Предпочтения инвесторов определяются такими значимыми факторами, как нестабильный спрос на выпускаемую продукцию (в значительной степени — внутренний); инвестиционные и политические риски; высокий уровень процентных ставок по кредитам и др.[33]

---

[32] По данным Федеральной службы государственной статистики. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/b13_13/IssWWW. exe/Stg/d4/23–01. htm

[33] По данным ФСГС. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/b13_13/ (дата обращения: 26.06.2017).

Таблица 10

Инвестиции в российскую экономику, млрд руб.*

Наименование рынка	2014	2015	2016
1. Рынок объектов реального инвестирования	14 026,7	13 984,6	15 229,2
в том числе: рынок недвижимости	10 583,5	10 551,8	11 490,9
рынок прямых капитальных вложений	3 443,3	3 432,9	3 738,4
2. Рынок объектов финансового инвестирования	60 548,6	64 242,1	58 749,4
в том числе: фондовый рынок	58 080,8	61 623,7	56 354,9
денежный рынок	2 467,8	2 618,3	2 394,4
3. Рынок инновационных идей	52,7	61,6	58,3
в том числе: рынок интеллектуальных инвестиций	7,1	8,3	7,9
рынок научно-технических инноваций	45,5	53,2	50,4

* Объем финансовых вложений организаций без субъектов малого предпринимательства, бюджетных учреждений, банков, страховых организаций и негосударственных пенсионных фондов по данным статистического ежегодника Инвестиции за 2017 г.

Поскольку развитие инвестиционного рынка циклично, то необходимо принимать во внимание тенденции его развития. Для российских условий наиболее значимым аспектом, формирующим тенденции развития инвестиционного рынка, является специализация.

В зависимости от специализации деятельности участников инвестиционного рынка подразделяют на две основные группы: участники, которые производят инвестиционные продукты, и участники, которые эти продукты реализует. Учитывая такую специализацию, участников инвестиционного рынка можно считать производителями и продавцами. Среди производителей инвестиционных продуктов выделяются три группы: а) универсальные инвесторы; б) по видам инвестиций — реальные и финансовые; в) по характеру инвестиционных идей.

Среди продавцов проводится сегментирование по продуктам и каналам продаж. В первой группе выделяют универсальных, ритайловых, институциональных и вип-продавцов (private banking). В «продуктовой» группе осуществляется специализация по традиционным направлениям: паевые фонды, пенсионные программы, накопительное страхование, супермаркеты, монопродавцы. Особенность последней группы состоит в разделении каналов продаж, среди которых основными выступают банковские и агентские или собственные сети и электронные каналы.

Цель инвестиционных инноваций — поиск инвестиционных идей, что ведет к появлению сложных инвестиционных продуктов, для успешных массовых продаж которых требуется соответствующее сопровождение. Сопровождение продаж сложных инвестиционных продуктов — это главная задача «инвестиционных магазинов», создание которых является магистральным путем развития современного российского инвестиционного рынка, ориентированным на максимальное вовлечение широких слоев населения в процесс инвестирования.

Контрольные вопросы

1. Назовите основные характеристики инвестиций, даваемые европейской, американской, австрийской экономическими школами.
2. Какую оценку сущности инвестиций дает Дж. М. Кейнс?
3. В чем заключается российская методология определения сущности инвестиций? Экономическое и финансовое определение инвестиций.
4. Что представляют собой активные и пассивные инвестиции?
5. Каковы место и роль инвестиций на финансовых рынках?
6. Назовите функции инвестиций. Дайте краткую характеристику каждой.
7. По каким признакам классифицируются инвестиции?
8. Назовите основные составляющие инвестиций по объектам вложения.
9. Что значит прямое и непрямое инвестирование?
10. В чем отличие реальных инвестиций от капитальных вложений?

11. Назовите основную классификацию финансовых инвестиций.

12. Чем доход от инвестирования отличается от доходности инвестиций?

13. В каких формах могут осуществляться финансовые инвестиции?

14. Назовите этапы процесса управления финансовым инвестированием.

15. Перечислите и охарактеризуйте виды инвестиционных портфелей.

16. Назовите показатели, позволяющие оценить эффективность финансовых инвестиций.

17. Понятие рынка коллективных инвестиций, его участники.

18. ОФБУ как инвесторы на рынке ценных бумаг.

19. Виды инвестиционных фондов по составу и структуре активов.

20. Регулирование рынка коллективных инвестиций в России.

21. Какие формы коллективных инвестиций наиболее распространены в России? Почему?

22. Что общего у ОФБУ и ПИФов и каковы различия между ними?

23. Почему страховые компании и негосударственные пенсионные фонды относят к институциональным инвесторам?

24. Дайте определение венчурным инвестициям, поясните их специфику.

25. Есть ли в России инвестиционные и инновационные банки?

26. Что является активом в венчурном инвестировании?

27. Назовите особенности венчурного капитала.

28. В чем заключается привлекательность вложений капитала в венчурные предприятия?

Список рекомендуемой литературы

Игонина Л. Л. Инвестиции : учеб. пособие / Л. Л. Игонина ; под ред. В. А. Слепова. М. : Юристъ, 2012. 480 с.

Игонина Л. Л. Финансовый механизм венчурного инвестирования и его роль в инновационном развитии российской экономики / Л. Л. Игонина, Ю. Г. Макаренко // Экономический анализ: теория и практика. 2015. № 11. С. 2–12.

Кравченко Т. К. Аналитическое обоснование выбора объекта венчурных инвестиций / Т. К. Кравченко // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2015. № 41. С. 35–46.

Нестеренко Е. А. Специфические особенности российских паевых инвестиционных фондов / Е. А. Нестеренко, В. А. Челпанова // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. № 41. С. 11–20.

Пентюгалова А. В. Рынок российских коллективных инвестиций в условиях снижения темпов развития национальной экономики / А. В. Пентюгалова, А. Н. Аипов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. № 24. С. 18–22.

Хазанович Э. С. Инвестиции : учеб. пособие / Э. С. Хазанович. М. : КноРус, 2011. 320 с.

Янковский К. П. Инвестиции : учебник / К. П. Янковский. СПб. : Питер, 2012. 368 с.

Раздел II
ФИНАНСИРОВАНИЕ И ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ

Глава 3
МЕТОДОЛОГИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ

3.1. Источники финансирования инвестиций

Российская экономика постепенно эволюционирует в сторону западной модели финансирования роста. Наличие источников финансирования инвестиций в настоящее время является одной из главных проблем в инвестиционной деятельности. С переходом России на рыночные отношения наблюдается острый дефицит источников финансирования.

Система финансирования инвестиций складывается из органического единства источников финансирования инвестиционной деятельности и методов инвестирования. К таким источникам относятся: бюджетный, кредитный, самофинансирования и комбинированный. В реальной жизни за названиями стоят различные субъекты рынка: фондовые биржи, коммерческие банки, бюджеты всех уровней, предприятия.

В соответствии с российским законодательством определены следующие источники финансирования инвестиционной деятельности:

— собственные финансовые ресурсы и внутрихозяйственные резервы инвестора (прибыль, амортизационные отчисления, де-

нежные накопления и сбережения граждан и юридических лиц, средства, выплачиваемые органами страхования в виде возмещения потерь от аварий, стихийных бедствий и др.);

— привлеченные финансовые средства инвестора (получаемые от продажи акций, паевых и иных взносов членов трудовых коллективов, граждан, юридических лиц);

— заемные финансовые средства инвесторов или переданные им средства (банковские и бюджетные кредиты, облигационные займы и др.);

— средства внебюджетных фондов;

— средства федерального бюджета, предоставляемые на безвозвратной основе, средства бюджетов субъектов Российской Федерации;

— средства иностранных инвесторов.

Ни одну из социальных проблем страны решить в условиях спада экономики невозможно. Правительством РФ ставятся две задачи: стабилизация экономики и создание условий для ее роста. В действительности перед Россией стоит одна задача — обеспечить устойчивый рост экономики, а задача стабилизации носит второстепенный характер.

Финансирование инвестиционных проектов может осуществляться как из одного, так и из нескольких источников. В целом все источники финансирования подразделяют на централизованные (бюджетные) и децентрализованные (внебюджетные). К централизованным источникам обычно относят средства федерального бюджета, средства бюджетов субъектов РФ и местных бюджетов. Все остальные относятся к децентрализованным. К внебюджетным средствам относятся собственные средства предприятий и организаций, заемные, привлеченные средства, средства внебюджетных фондов, индивидуальных застройщиков, иностранные инвестиции.

Исследователи, исходя из государственных и корпоративных источников финансирования инвестиций, определили структуру источников финансирования инвестиционных проектов (табл. 11).

В условиях рыночной экономики поиск источников финансирования становится постоянной задачей функционирующих пред-

приятий. Источники финансирования инвестиций на предприятии подразделяются на собственные, привлеченные и заемные (рис. 12).

Собственные источники финансирования являются основой всех инвестиционных проектов, поэтому решение проблемы оживления инвестиционной активности в экономике Российской Федерации следует начинать именно с этого аспекта. К собственным средствам относятся два основных финансовых потока — амортизационные отчисления и прибыль.

Таблица 11

Структура источников финансирования инвестиционных проектов

Группа	Тип	Организационная структура источников в группе
Государственные ресурсы	Собственные	Федеральный бюджет, бюджеты субъектов Федерации (республиканские, краевые, местные), внебюджетные фонды (ПФ РФ, ФСС РФ, ФФОМС РФ и пр.).
	Привлекаемые	Государственная кредитная система Государственная страховая система
	Заемные	Государственные заимствования (государственные займы, внешние заимствования, международные кредиты и пр.)
Инвестиционные ресурсы предприятий	Собственные	Собственные инвестиционные ресурсы предприятий
	Привлекаемые	Взносы, пожертвования, продажа акций, дополнительная эмиссия акций
		Инвестиционные ресурсы инвестиционных компаний-резидентов, в том числе паевых инвестиционных фондов
		Инвестиционные ресурсы страховых компаний-резидентов
		Инвестиционные ресурсы негосударственных пенсионных фондов резидентов
	Заемные	Банковские, коммерческие кредиты, бюджетные и целевые кредиты
		Инвестиционные ресурсы иностранных инвесторов, включая коммерческие банки, международные финансовые институты, ресурсы институциональных инвесторов, предприятия

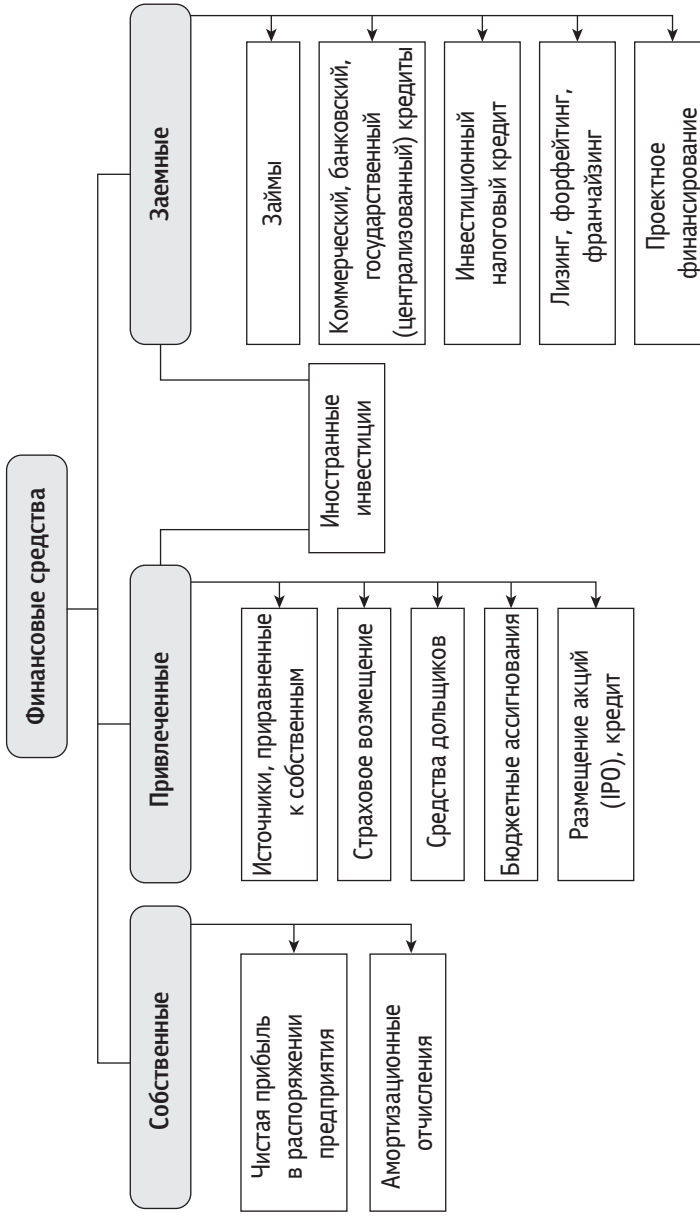


Рис. 12. Классификация источников финансирования реальных инвестиций на предприятии

Самофинансирование заключается в том, что после исключения из прибыли налогов и других обязательных платежей в бюджет все остальные денежные накопления остаются в распоряжении предприятия (организации).

При самофинансировании за счет собственных источников обеспечивается расширенное воспроизводство, а также решение социальных задач предприятия. Создание системы самофинансирования предполагает увеличение доли собственных источников (прибыли и амортизационных отчислений) в финансировании инвестиционных программ предприятий. При этом собственные накопления инвестора дополняются кредитными источниками и привлеченными средствами (эмиссией ценных бумаг).

В странах с развитой рыночной экономикой уровень самофинансирования считается высоким, если удельный вес собственных источников достигает 60 % и более от общего объема финансирования инвестиционных проектов[1].

Следует отметить, что увеличение государственного финансирования частных предприятий (фирм) за счет снижения самофинансирования рассматривается в деловых кругах как падение престижа фирмы. Поэтому фирмы стремятся использовать бюджетные средства временно, чтобы впоследствии вновь возвратиться к высокому уровню самофинансирования.

В условиях мирового финансового кризиса государство располагает достаточно широким спектром средств для оказания поддержки стратегическим предприятиям. Сам по себе переход от оценки конкретных инвестиционных проектов к предоставлению финансирования стратегическим предприятиям, находящимся в сложных финансовых условиях, является новым трендом.

При этом вопрос о законности предоставления финансовых средств на основании вхождения предприятий в правительственные перечни, не утвержденные постановлением Правительства РФ, остается дискуссионным.

---

[1] См. об этом: Финансово-кредитные методы регулирования рынка инвестиций / под ред. В. В. Бочарова. М. : Финансы и статистика, 1993. С. 60.

Нельзя отрицать тот факт, что вхождение предприятий в перечень, составленный Комиссией по повышению устойчивости развития российской экономики, может повысить их шансы на получение финансовых средств с использованием традиционных инструментов государственно-частного партнерства (например, инструментов Внешэкономбанка). Однако по каждой из предусмотренных мер государственной поддержки необходимо разработать транспарантные условия ее предоставления.

Собственные средства финансирования инвестиционных проектов свидетельствуют о хорошем финансовом состоянии предприятия и создают определенные преимущества перед конкурентами. Амортизация основного капитала представляет собой сложное экономическое явление. Она выполняет три важнейшие функции:

— текущей оценки изношенной части основных средств;

— распределения на стоимость готовой продукции затрат основных средств;

— накопления финансовых ресурсов для последующего замещения выбывающих основных средств или вложения капитала в новое производство.

Первые две функции относятся к бухгалтерским, в то время как третья является финансово-экономической, поскольку именно она позволяет оценить достаточность отчислений с позиций восстановления и обновления основного капитала.

Принято выделять следующие виды амортизации:

1) традиционная;

2) промышленная;

3) техническая.

Традиционная амортизация соответствует стандартным срокам использования оборудования. Промышленная амортизация характеризуется более короткими сроками начисления, чем предыдущая, а конкретно — соответствует такому периоду, к концу которого износ и частота остановок оборудования нарушают производственный ритм предприятия и снижают производительность труда. Техническая амортизация предопределяет самый короткий период

произведения отчислений, в расчет которого берется повышение темпов морального старения оборудования в результате НТП.

Таким образом, традиционная амортизация принимает во внимание физический износ основного капитала, техническая — его моральный износ, промышленная — наряду с физическим учитывает частично и моральный износ.

В 1994 г. был введен механизм ускоренной амортизации. Он позволял предприятиям удваивать суммы амортизационных отчислений и направлять их на обновление основных фондов.

Ускоренная амортизация оказывает влияние на инвестиции следующим образом:

1) увеличивает общую сумму амортизационных отчислений в начальный период эксплуатации основного капитала;

2) ускоряет оборот основного капитала и соответственно снижает степень риска долгосрочных вложений;

3) снижает удельный вес банковского процента в общей сумме источников инвестирования, увеличивая собственные ресурсы;

4) способствует преодолению психологического барьера по ликвидации устаревшего оборудования;

5) уменьшает потери предприятий от морального износа основных фондов.

Поэтому ускоренная амортизация должна активно применяться государством в качестве инструмента эффективного стимулирования инвестиционной деятельности.

Преимущество амортизационных отчислений как источника инвестиций по сравнению с другими заключается в том, что при любом финансовом положении предприятия этот источник имеет место и всегда остается в распоряжении предприятия.

Наряду с амортизационными отчислениями, собственным источником финансирования инвестиционных проектов является чистая прибыль. В отличие от амортизационных отчислений, призванных покрыть простое воспроизводство основных фондов, прибыль формирует дополнительный поток финансовых вливаний в экономику, покрывая потребности расширенного воспроизводства.

Кроме того, что прибыль является источником самофинансирования предприятия, она выполняет еще две важные функции развития предприятий:

— ожидаемая прибыль является основой принятия инвестиционных решений;

— полученная прибыль выступает мерилом успеха деятельности предприятий.

Данные две функции взаимосвязаны между собой и составляют основу оценки эффективности инвестиций.

Таким образом, основными источниками финансирования инвестиционной деятельности предприятия являются чистая прибыль предприятия и амортизационные отчисления.

Прибыль, формируемая субъектами экономических отношений, является реальным источником финансирования инвестиций[2]. В отличие от амортизации, прибыль в меньшей степени привязана к производственному процессу и во многом определяется организационными процессами. Это означает, что увеличить данный денежный поток возможно путем принятия организационно-управленческих решений как на макроуровне (налоговая политика, финансово-кредитные методы регулирования инвестиционной деятельности), так и на микроуровне (проведение рекламных кампаний, глубокий маркетинг, четкое бизнес-планирование и т. д.).

Как отмечалось выше, прибыль и амортизация являются традиционными источниками финансирования инвестиционных программ, направленных на увеличение собственного капитала. Анализируя изменение доли этих показателей в общей сумме источников финансирования, можно заметить, что доля амортизации несколько выросла[3].

---

[2] Несмотря на мировой финансовый кризис и серьезный налоговый процесс, потенциальные инвесторы образуют прибыль для формирования инвестиционных программ.

[3] Далеко не каждый реальный инвестиционный проект приносит прибыль, однако каждый проект, использующий основные фонды, генерирует амортизационные отчисления. Отсутствие прибыли может компенсироваться наличием амортизации.

Доля каждого источника финансирования инвестиций разнообразна и зависит от конкретных условий организации нового дела, от его масштабов и т. д. О том, какова структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования за период 2012–2016 гг., можно судить по данным, представленным в табл. 12.

Таблица 12

Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования, % к итогу*

Показатели	2012	2013	2014	2015	2016
Инвестиции в основной капитал, всего	100	100	100	100	100
в том числе по источникам финансирования:					
собственные средства	44,5	45,2	45,7	50,2	51,8
привлеченные средства	55,5	54,8	54,3	49,8	48,2
из них:					
кредиты банков	8,4	10,0	10,6	8,1	10,5
в том числе иностранных банков	1,2	1,1	2,6	1,7	2,9
заемные средства других организаций	6,1	6,2	6,4	6,7	5,4
инвестиции из-за рубежа	–	0,8	0,9	1,1	0,5
бюджетные средства (средства консолидированного бюджета)	17,9	19,0	17,0	18,3	16,0
в том числе:					
федерального бюджета	9,7	10,0	9,0	11,3	9,0
бюджетов субъектов РФ	7,1	7,5	6,5	5,7	5,9
средства внебюджетных фондов	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2
прочие	20,0	15,6	15,7	12,1	12,8

* Составлено по: Россия в цифрах, 2017 : крат. стат. сб. М. : Росстат, 2017. С. 427.

Инвестиционная деятельность во многом зависит от сложившегося инвестиционного климата в стране, политической и социальной ситуации. Неблагоприятная ситуация в России в связи с мировым финансовым кризисом привела к сокращению доли прибыли в источниках финансирования инвестиций: она сократилась с 18,4 до 14,7 %, а амортизация выросла с 17,3 до 20,5 %. Такое положение не может считаться нормальным, в данном случае необходимо совершенствовать амортизационную политику на предприятиях. В 2016 г. структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования позитивно меняется.

Другая тенденция — резкое увеличение роли бюджетных средств в инвестиционной сфере — говорит о том, что в условиях финансового кризиса, санкционной политики Правительством РФ были предприняты кардинальные меры по спасению реального сектора, но не без участия банковской системы.

При недостаточности собственных средств для финансирования инвестиционных целей (а такое случается довольно часто) фирма может прибегнуть к дополнительным финансовым ресурсам из внешних источников. Так, выпуск ценных бумаг — акций, облигаций, векселей и др. — и их оборот на финансовом рынке существенно расширяют возможности привлечения временно свободных денежных средств предприятий и граждан для инвестирования и способствуют мобилизации средств предприятий для осуществления крупных инвестиций.

До мирового финансового кризиса одной из наиболее широко применяемых форм привлечения инвестиций стало размещение корпоративных облигаций, векселей. Введение в обращение корпоративных облигаций способно оказать помощь реальному сектору экономики. Выпуск облигаций открывает для российских предприятий прямой источник привлечения инвестиций, в то же время не затрагивает отношения собственности.

Эмиссия корпоративных векселей чаще всего помогает в проведении расчетов. Однако их можно использовать в качестве краткосрочного ресурса для покрытия некоторых инвестиционных затрат.

В последнее время в России наблюдается рост интереса к процессу IPO[4]. С одной стороны, избыточная денежная ликвидность вызывает спрос на новые инструменты инвестирования на рынке капиталов. С другой стороны, многие российские компании уже прошли этап становления, нашли свое место на рынке, и топ-менеджеры компаний переосмысливают стратегию развития бизнеса — максимизация капитализации становится приоритетом по отношению к контролю над денежными потоками. Важно и то, что компании не желают зависеть от одного или нескольких стратегических инвесторов, стремятся получить независимость в принятии управленческих и финансовых решений. Кроме того, собственники многих российских компаний начинают понимать необходимость диверсификации своих инвестиций и готовы поделиться частью своего бизнеса, чтобы иметь возможность приобрести активы в других отраслях экономики или других секторах финансового рынка[5].

Необходимо отметить, что в некоторых случаях первичное публичное размещение акций может рассматриваться компаниями как единственный способ привлечения долгосрочных инвестиций. Дело в том, что к облигационным займам прибегают крупные и широко известные на рынке компании. Для небольших, но перспективных компаний традиционное облигационное заимствование невозможно.

Однако опережающее развитие рынка корпоративных облигаций способствует становлению рынка российских IPO. Дело в том, что процедура выпуска и размещения облигаций очень похожа

---

[4] IPO — это первая публичная продажа акций частной компании, в том числе в форме депозитарных расписок на акции. Продажа акций может осуществляться как за счет размещения дополнительного выпуска акций путем открытой подписки, так и посредством публичной продажи акций существующего выпуска акционерами частной компании. Лидерами по сумме сделок являются США и Китай. Крупнейшее IPO в 2010 г. провел китайский банк Agricultural Bank of China, который привлек 22,1 млрд долл. США.

[5] См. об этом: Этапы IPO // Акционерный вестн. : Всерос. журн. по корпоративному праву и управлению. 2010. № 8. С. 18–26 ; Классификация облигаций по уровню ликвидности методами кластерного анализа // Инвестиции в России. 2010. № 6.

на процедуру выпуска и размещения акций. Низкое развитие публичного размещения акций для привлечения инвестиций в России объясняется следующими причинами:

— неразвитостью корпоративного права и законодательства о рынке ценных бумаг;

— недостаточным опытом андеррайтеров в размещении акций;

— недостаточным развитием российского фондового рынка и его инфраструктуры, которая пока является весьма затратной и недостаточно эффективной[6];

— низким free-float (объемом бумаг, находящихся в свободном обращении) российского рынка[7];

— чрезмерной концентрацией оборота российского рынка ценных бумаг[8];

— попытками мажоритарных акционеров под предлогом публичного размещения продать собственный пакет, чтобы быстро перевести акции в наличность или выйти, по их мнению, из неперспективного бизнеса компании-эмитента.

Несмотря на все факторы, препятствующие развитию IPO в России, спрос со стороны эмитентов уже формируется. Возросшая активность российских компаний в проведении IPO позволяет говорить о различных группах потенциальных эмитентов, которые могут выйти на этот рынок в ближайшие годы. Все это создает устойчивые предпосылки для массового выхода крупных и даже

---

[6] Дело в том, что в настоящее время отсутствует единая система учета прав на ценные бумаги (не создан центральный депозитарий), что не способствует надежной защите прав акционеров.

[7] Согласно последним исследованиям, у 8 крупнейших корпораций России этот показатель в среднем не превышает 12 %, а в целом по рынку находится в пределах 25–30 %. Для сравнения: в странах с развитым рынком этот показатель достигает 80–90 %. См.: *Smith D.* Zero-to-IPO & Other Fun Destinations. Cambridge Manhattan Group LLC, 2010.

[8] Сегодня примерно 98 % всех сделок на организованном рынке акций осуществляется с бумагами 10 крупнейших эмитентов (см.: *Draho J.* The IPO Decision: Why and how companies go public. Edward Elgar Pub). В странах с развитым фондовым рынком значение этого показателя не превышает 20–30 % (URL: www.allbusiness.com (дата обращения: 27.07.2011)).

средних по размеру российских компаний на первичный рынок капитала. Однако эти предпосылки являются необходимым, но отнюдь не достаточным условием для принятия решения об IPO. На основании мирового опыта первичных размещений считается, что компания должна достигнуть необходимых размеров, иметь хорошие перспективы развития в своей отрасли, иметь положительную динамику основных финансовых показателей, при этом прибыльность деятельности вовсе не обязательна. Российские кандидаты на IPO по большей части относятся к классическим отраслям экономики, однако государство объявило о приоритетном развитии высокотехнологичных секторов экономики.

Рассмотрим преимущества IPO перед другими инвестиционными источниками. Сравним названные источники привлечения инвестиций с механизмом IPO. Нераспределенная прибыль сильно зависит от складывающейся экономической конъюнктуры, финансово-производственного положения предприятия. Рассчитывать на этот источник при осуществлении долгосрочного проекта, отдача от которого станет ощутимой через несколько лет, довольно рискованно. Получение бюджетных средств — это всегда потеря времени и наличие значительных временных издержек, связанных с многочисленными бюрократическими проволочками. Серьезно рассматривать данный источник инвестиций могут лишь крупные полугосударственные компании. Банковские кредиты — это, с одной стороны, чрезмерная зависимость от одного кредитора, с другой — необходимость возврата привлеченных средств по достаточно высоким процентным ставкам. Наконец, облигационные займы предусматривают обеспечение необходимого потока платежей по купонным выплатам, что в случае долгосрочного проекта может стать обременительным. Кроме того, облигационные займы в российских условиях достаточно часто сопровождаются требованием оферты, что также затрудняет их использование для финансирования капиталоемких проектов. Таким образом, IPO позволяет привлекать на почти безвозвратной основе крупные объемы финансовых ресурсов, которые в перспективе могут быть использованы для развития бизнеса.

В условиях финансового кризиса основным источником финансирования инвестиционных проектов, безусловно, является государственный бюджет. Получателями государственных инвестиций могут быть предприятия, находящиеся в государственной собственности, а также юридические лица, участвующие в реализации государственных программ. Финансирование государственных инвестиций осуществляется в соответствии с уровнем принятия решений[9]. На федеральном уровне финансируются федеральные программы и объекты, находящиеся в федеральной собственности, на региональном — региональные программы и объекты, находящиеся в собственности отдельных конкретных территорий[10].

Финансирование объектов, сооружаемых для федеральных нужд, может быть возвратным и безвозвратным. Безвозвратное финансирование осуществляется с целью развития принципиально новых направлений производственной деятельности. Кроме того, средства федерального бюджета на безвозвратной основе направляются на реализацию конверсионных, оборонных, экологических и других подобных объектов, не рассчитанных на коммерческую отдачу или ее быстрое получение[11].

Что касается возвратного финансирования, то оно чаще всего ориентировано на коммерческий эффект от осуществляемого инвестиционного проекта. Осуществление инвестиционных проектов на основе средств дольщиков и содольщиков в последнее время получило широкое распространение, особенно в жилищном строительстве. Это является способом консолидации больших средств для решения инвестиционных проектов в непроизводственной сфере и социальной инфраструктуре[12]. Как показывает практика, любая

---

[9] *Маховикова Г. А., Кантор В. Е.* Инвестиционный процесс на предприятии. СПб. : Питер, 2001. С. 24.

[10] *Рожков Ю. В., Терский М. В.* Инвестиционный потенциал региона и масса регионального инвестиционного риска // Вестн. Хабаров. гос. акад. экономики и права. 2000. № 1. С. 28.

[11] Инвестиционное проектирование социально-культурной сферы / под ред. Б. А. Колтынюка. СПб. : Изд-во Михайлова, 2000. С. 50.

[12] Там же. С. 50–51.

поддержка со стороны государства наиболее важна на ранних стадиях реализации проекта. Поэтому возвратное бюджетное финансирование дополняется системой льгот, носящих временный характер.

Ассигнования из федерального бюджета и бюджетов субъектов РФ выделяются на финансирование приоритетных объектов производственного назначения, имеющих народно-хозяйственное значение, в соответствии с утвержденными федеральными целевыми программами[13]. Бюджетному финансированию присущ ряд принципов: получение максимального экономического и социального эффекта при минимуме затрат; целевой характер использования бюджетных ресурсов; предоставление бюджетных средств стройкам и подрядным организациям по мере выполнения плана и с учетом использования ранее выделенных ассигнований[14].

Бюджетное финансирование реальных инвестиционных проектов проводится, как правило, посредством финансирования в рамках целевых программ и финансовой поддержки Инвестиционного фонда РФ[15].

В России финансирование инвестиционных проектов в рамках целевых программ связано с осуществлением федеральных инве-

---

[13] *Зимин И. А.* Реальные инвестиции : учеб. пособие. М. : Тандем, 2000. С. 21.

[14] *Лукасевич И. Я.* Анализ эффективности капиталовложений в условиях ограниченного бюджета // Финансы. 1993. № 10 ; *Остапенко В., Витин А.* Тенденции и факторы инвестиционного спроса // Экономист. 2000. № 11. С. 34.

[15] Инвестиционный фонд РФ создан для реализации инвестиционных проектов, имеющих общегосударственное значение и осуществляемых на условиях государственно-частного партнерства. Основные направления государственной поддержки за счет средств данного фонда связаны с модернизацией некоммерческой инфраструктуры, основных фондов и технологий, относящихся к стратегическим приоритетам государства, а также с созданием и развитием российской инновационной системы, обеспечением институциональных преобразований. Порядок формирования Инвестиционного фонда РФ, формы, механизмы и условия предоставления государственной поддержки за счет его средств определены Положением об Инвестиционном фонде РФ. Финансовая поддержка проектов, прошедших конкурсный отбор, предполагает использование таких форм, как софинансирование на договорных условиях инвестиционного проекта с оформлением прав собственности государства, направление средств в уставные капиталы юридических лиц, предоставление государственных гарантий.

стиционных программ (Федеральная адресная инвестиционная программа, федеральные целевые программы), ведомственных, региональных и муниципальных целевых инвестиционных программ.

Федеральные целевые программы являются инструментом программно-целевого метода финансирования реальных инвестиций, а также реализации приоритетных задач в области государственного, экономического, социального развития страны. Они финансируются за счет средств федерального бюджета, бюджетов субъектов Федерации, муниципальных образований и внебюджетных средств. Приоритетные секторы, для которых необходима государственная поддержка в реализации инвестиционных проектов за счет средств федерального бюджета, определяются Министерством экономического развития и торговли и Министерством финансов РФ по согласованию с другими федеральными органами государственной власти. Объекты, имеющие в основном федеральное значение (стройки и объекты нового строительства и технического перевооружения для федеральных государственных нужд), включают в Федеральную адресную инвестиционную программу (ФАИП), определяющую объем государственных инвестиций по отраслям и ведомствам. Перечень объектов, финансируемых за счет ФАИП, формируется исходя из объемов государственных капитальных вложений, направляемых на реализацию федеральных целевых программ, а также на решение не включенных в эти программы отдельных важнейших социально-экономических вопросов на основании предложений, одобренных решениями Президента РФ либо Правительства РФ. Формирование данного перечня осуществляется Министерством экономического развития и торговли РФ с учетом предложений государственных заказчиков по инвестиционным проектам, результатов подрядных торгов и заключенных государственных контрактов.

Заемные источники финансирования инвестиций — это средства других юридических и физических лиц, временно привлекаемые в форме займов, кредитов. Они предоставляются организации

во временное пользование на определенный срок на условиях срочности, возвратности и платности[16].

Возврат заемных средств производится за счет собственных и приравненных к ним средств организации. Долгосрочное финансирование инвестиционных вложений носит рисковый характер, поэтому кредитор уменьшает степень риска для себя законодательно установленными способами, например, это требование залога, гарантий третьих лиц или административных органов, контроль над хозяйственной деятельностью заемщика и т. д.

Опыт России показывает, что кредитование предприятий и сферы материального производства не входит в круг интересов коммерческо-банковских структур. Еще менее склонны они заниматься поиском и отбором инвестиционных проектов. Высокие банковские проценты за кредит не позволяют многим предприятиям пользоваться этим источником инвестиций, поэтому его доля в общем объеме инвестиций невелика. Однако отрасль связи привлекает своей прибыльностью и перспективностью, поэтому банковское и коммерческое кредитование здесь встречается все чаще и чаще. К группе «займы» относятся средства, полученные в долг от юридических и физических лиц на условиях платности и возвратности. Примером такого займа может служить эмиссия облигаций хозяйствующим субъектом[17].

Источником средств финансирования может быть и инвестиционный налоговый кредит. В соответствии с первой частью Налогового кодекса РФ, предприятия для финансирования инвестиционной деятельности могут использовать инвестиционный налоговый кредит, который представляет собой отсрочку уплаты налога. Этот кредит предоставляется на условиях возвратности

---

[16] *Игонина Л. Л.* Проблемы финансирования инвестиционной деятельности // Финансы. 1998. № 8. С. 7.

[17] Вопросы долгосрочного финансирования инвестиционных вложений рассмотрены в следующих трудах: Финансы / под ред. А. М. Ковалевой. 3-е изд. М. : Финансы и статистика, 1999 ; *Брянцев Л. П.* Проблемы оживления российского инвестиционного рынка // Бизнес и банки. 1999. № 12 ; Вестн. Банка России. 2001. № 19, 39 и др.

и платности. Срок его предоставления — от одного года до пяти лет. Проценты за пользование инвестиционным налоговым кредитом устанавливаются в размере не менее 50 % и не более 75 % ставки рефинансирования ЦБ РФ.

Инвестиционный налоговый кредит может быть предоставлен по налогу на прибыль (доход) организации, а также по региональным и местным налогам. Решение о предоставлении инвестиционного налогового кредита по налогу на прибыль в части, поступающей в федеральный бюджет, принимается федеральными органами исполнительной власти; в части, поступающей в бюджет субъекта РФ, — финансовым органом субъекта РФ. В соответствии со ст. 67 Налогового кодекса РФ, инвестиционный налоговый кредит предоставляется организации-налогоплательщику на следующие нужды:

— проведение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ или технического перевооружения собственного производства, в том числе направленного на создание рабочих мест для инвалидов или защиту окружающей среды от загрязнения промышленными отходами. В этом случае инвестиционный налоговый кредит предоставляется в размере 30 % стоимости приобретенного организацией оборудования, используемого для указанных целей;

— осуществление организацией внедренческой или инновационной деятельности, в том числе создание новых или совершенствование применяемых технологий, создание новых видов сырья или материалов;

— выполнение организацией особо важного заказа по социально-экономическому развитию региона или предоставление ею особо важных услуг населению.

Организация, получившая инвестиционный налоговый кредит, уменьшает налоговые платежи в течение срока действия договора об инвестиционном налоговом кредите по каждому платежу за отчетный период до достижения размера кредита, определенного в договоре. При этом в каждом отчетном периоде суммы уменьшения платежей должны быть не больше 50 % платежей по налогу, исчисленных без учета действия договоров об инвестиционном кредите.

Такие источники финансирования реальных инвестиций, как лизинг и факторинг, пока мало распространены, но могут получить развитие по мере становления финансового рынка и стабилизации ситуации в экономике и политике страны. В Российской Федерации лизинговые операции стали осуществляться с 1990 г. Под лизингом обычно понимают долгосрочную финансовую аренду машин и оборудования, купленных арендодателем для арендатора с целью их производственного использования при сохранении права собственности на них за арендодателем на весь срок договора. Финансовый лизинг в общем объеме лизинговых операций занимает существенное место.

Финансовый кризис 2008 г. усугубил общее состояние как лизингового рынка России, так и международного лизингового рынка в целом. Общая стоимость договоров финансового лизинга, заключенных организациями в 2010 г., по сравнению с предыдущим годом увеличилась на 68,1 %. Среди договоров на лизинг транспортных средств преобладает лизинг железнодорожных транспортных средств — 51,7 % от стоимости заключенных договоров, 38,4 % составляет лизинг автомобилей (включая автобусы и троллейбусы), 8,6 % — лизинг воздушных летательных аппаратов.

Общая стоимость договоров финансового лизинга, заключенных организациями в 2011 г., по сравнению с предыдущим годом увеличилась на 5 %. Среди договоров на лизинг транспортных средств преобладает лизинг железнодорожных транспортных средств — 28,6 % от стоимости заключенных договоров, 21,4 % составляет лизинг автомобилей, включая автобусы и троллейбусы, и 5 % — лизинг воздушных летательных аппаратов.

В лизинговых компаниях, не относящихся к субъектам малого и среднего предпринимательства, около 60 % от стоимости заключенных договоров приходится на лизинг транспортных средств, в малых предприятиях среди договоров финансового лизинга преобладают договора на лизинг машин и оборудования. Наиболее активно финансовый лизинг развивается в Москве, Санкт-Петербурге, Республике Татарстан, Воронежской, Калининградской, Московской и Тюменской областях, на долю лизинговых компаний, расположен-

ных в этих субъектах Российской Федерации, приходится почти 70 % от общей стоимости заключенных договоров.

Анализируя деловую активность организаций, осуществляющих деятельность в области финансового лизинга, можно выделить несколько факторов, отрицательно влияющих на показатели финансово-хозяйственной деятельности. Самые значимые факторы — это высокий процент коммерческого кредита, недостаток финансовых средств и несовершенство нормативно-правового регулирования лизинговой деятельности (табл. 13).

Основными факторами, отрицательно влияющими на деятельность организаций в сфере финансового лизинга, по мнению их руководителей, в 2015 г. являлись недостаток собственных финансовых средств (61,0 %) и высокий процент коммерческого кредита

Таблица 13

Факторы, отрицательно влияющие на деятельность организаций, занимающихся финансовым лизингом (число ответивших организаций, % к общему количеству)*

Показатель	2013	2014	2015
Недостаточный спрос на продукцию	21	23	28
Недостаток собственных финансовых средств	59	60	61
Высокий процент коммерческого кредита	27	29	56
Сложный механизм получения кредитов для реализации инвестиционных проектов	14	16	42
Инвестиционные риски	27	30	60
Неудовлетворительное состояние технической базы	8	7	18
Низкая прибыльность инвестиций в основной капитал	13	13	22
Неопределенность экономической ситуации в стране	26	34	66
Несовершенная нормативно-правовая база, регулирующая инвестиционные процессы	9	11	27

* Составлено по: Российский статистический ежегодник, 2016. С. 584 [Электронный ресурс]. URL: www.gks.ru (дата обращения: 27.06.2017).

(56,0 %), который, безусловно, сопровождался инвестиционными рисками (60,0 %).

Важными источниками инвестиционных ресурсов являются средства населения в виде вкладов в банках, ценных бумаг, наличных денег. Вклады (депозиты) физических лиц в рублях, привлеченные кредитными организациями в 2017 г., составили 11 372,2 млрд руб., по сравнению с 2015 г. (8 347,3 млрд руб.) они увеличились почти в два раза (табл. 14). Кроме того, около 20 % всех доходов население расходовало на покупку валюты.

Таким образом, за последние три года депозиты физических лиц увеличились на 73 %, что, в свою очередь, говорит о высоком уровне жизни населения.

Необходимо особо отметить, что иностранные инвестиции также являются источником финансирования расширенного воспроизводства основных фондов.

Таблица 14

Вклады (депозиты) физических лиц, привлеченные кредитными организациями*

Показатель	2015	2016	2017
Всего депозитов, млрд руб.	8 347,3	10 673,5	11 372,2
в том числе:			
на рублевых счетах	6 872,5	8 126,3	9 071,2
на валютных счетах	1 474,8	2 547,1	2 301,1
Средний размер вкладов (депозитов), руб.:			
на рублевых счетах	14 855	16 313	18 081
на валютных счетах	308 163	422 428	366 922
Объем вкладов (депозитов) на душу населения, руб.:			
на рублевых счетах	44 044	51 750	61 791
на валютных счетах	10 915	18 172	15 674

* Таблицы 14 и 15 составлены по: Федеральная служба государственной статистики [Электронный ресурс]. URL: www.gks.ru (дата обращения: 27.06.2017).

В соответствии с действующим законодательством РФ, иностранные инвесторы на территории страны обеспечиваются полной и безусловной правовой защитой. В ст. 7 Федерального закона «Об иностранных инвестициях в РФ» говорится, что «иностранные инвестиции в РФ не подлежат национализации и не могут быть подвергнуты реквизиции или конфискации». Однако далее предусмотрено, что такие меры допускаются «в исключительных, предусмотренных законодательством случаях, когда эти меры принимаются в общественных интересах». Такая правовая двойственность придает упомянутым ранее гарантиям размытый статус.

В качестве иностранных инвестиций могут выступать как привлеченные, так и заемные средства. Наибольшую ценность и интерес представляют прямые инвестиции иностранного капитала, так как, с одной стороны, это более тесно связано с развитием реального сектора экономики, с задействованием передовых технологий и современных методов менеджмента и маркетинга, с другой стороны, государство не несет по прямым инвестициям экономических и политических обязательств.

В табл. 15 отражен объем прямых инвестиций, поступивших от иностранных инвесторов в экономику РФ.

Основные страны-инвесторы для России — это Багамы и Виргинские острова. Кроме этого в 2016 г. достаточно хорошие деловые связи установлены с Джерси и Бермудами (общая сумма их капитала составила 3 814 млн долл. США).

География инвестиционного сотрудничества весьма разнообразна. По нашим оценкам, зафиксировано взаимодействие с инвесторами, по крайней мере, из 25 стран мира. При этом компании из Германии зарегистрированы в 40 % регионов страны, из США — в 36,7 %, из Швеции — в 30 %, из Китая — в 20 %, из Великобритании — в 16,7 %, из Франции и Финляндии — в 13,3 %. Заметную роль в экономике российских регионов играют Канада, Бельгия, Голландия, Австрия, Италия, Норвегия, Швейцария, Дания, Чехия, Турция; менее значительное влияние оказывают Польша, Израиль, Южная Корея, Кипр, Виргинские острова, Малайзия, Казахстан и Украина. Проявляют умеренную активность в российских регио-

нах и международные институты — Мировой банк реконструкции и развития (МБРР) и Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР).

В отраслевом плане иностранные инвестиции заслуживают специального и обстоятельного анализа. Здесь можно выделить несколько ключевых тенденций.

Таблица 15

Прямые иностранные инвестиции в экономику России по странам-инвесторам

Показатели	2012		2013		2014		2015	
	млн долл.	% к итогу	млн долл.	% к итогу	млн долл.	% к итогу	млн долл.	% к итогу
Прямые иностранные инвестиции, всего	50 588	100	69 219	100	22 031	100	6 478	100
из них:								
Багамы	2 111	4,2	2 791	4,0	3 638	16,5	5 090	78,6
Виргинские острова	2 475	4,9	9 379	13,5	3 123	14,2	2 242	34,6
Джерси	642	1,3	509	0,7	–717	–	2 122	32,7
Бермуды	–320	–	404	0,6	1 777	8,0	1 692	26,1
Франция	1 232	2,4	2 121	3,1	2 224	10,1	1 686	26,0
Германия	2 265	4,5	335	0,5	349	1,6	1 483	22,8
Великобритания	46	0,09	18 927	27,3	120	0,5	1 104	17,0
Китай	450	0,9	597	0,9	1 271	5,7	645	9,9
Ирландия	9 877	19,5	10 399	15,0	–531	–	623	9,6
Япония	596	1,2	369	0,5	295	1,3	447	6,9

Примечание. Знак (–) означает снижение.

Во-первых, иностранные инвесторы перехватывают инициативу у отечественных предпринимателей по покрытию имеющегося рыночного спроса[18].

Во-вторых, наиболее интересной отраслевой зоной для иностранного капитала является лесозаготовка и деревопереработка[19].

В-третьих, иностранные компании активно внедряются на рынок производства цемента и изделий из бетона[20].

В-четвертых, иностранный капитал демонстрирует парадоксально высокое участие в пищевой промышленности[21].

---

[18] Ранее мы отмечали, что во многих регионах имеется дефицит в цементе, логистических центрах, продуктах питания, строительных материалах, объектах инфраструктуры, перерабатывающей промышленности, и именно в этих секторах зафиксировано наибольшее число проектов с иностранным участием. Фактически зарубежные бизнесмены пользуются отсутствием серьезной конкуренции на российском рынке и занимают пустующие ниши; в другие сектора иностранный капитал предпочитает не внедряться. Никаких высокотехнологичных и новых видов деятельности иностранными инвесторами не инициируется, за исключением Архангельской области, где готовится к запуску британский завод по производству биотоплива.

[19] По нашим оценкам, не менее 46,7 % регионов уже реализуют проекты по развитию этих отраслей с помощью иностранного капитала. При этом на данном рынке иностранные инвестиции представлены весьма обширной географией — это Австрия, Швеция, Германия, Бельгия, США, Финляндия, Норвегия, Польша, Швейцария, Великобритания, Китай, Малайзия и Канада. Похоже, что эта отрасль стала сегментом конкуренции между иностранными производителями. Причем число уже реализованных и еще только реализуемых проектов примерно совпадает, что говорит о сохранении устойчивого интереса иностранного бизнеса ко всем разновидностям деревообрабатывающей промышленности.

[20] Пожалуй, это еще одна отрасль, подвергшаяся настоящей экспансии со стороны иностранного капитала. Причем наступление идет по всему фронту — от строительства новых цементных заводов, переработки песка и производства сухих смесей до поставки оборудования для бетонных изделий. При этом значимость этого рынка для России и иностранных инвесторов наиболее ярко проявляется в Челябинской области, где заключено более 100 трехсторонних соглашений по поводу производства цемента — между правительством области, муниципальными образованиями и французскими инвесторами.

[21] Здесь также наблюдается следующее: от производства пива, нектаров, соков, холодного чая, йогуртов, быстрозамороженной пиццы, шоколадных конфет, сахара, каши и молочных продуктов до строительства ресторанов «McDonalds»,

В-пятых, в зоне пристального внимания иностранных инвесторов находится сфера поисково-оценочных работ и освоения месторождений России[22].

В настоящее время предприятие должно сделать свой выбор из многочисленных направлений развития и технических решений. Так как инвестиционный процесс на микроэкономическом уровне складывается из множества инвестиционных решений, правильность такого выбора каждым конкретным предприятием имеет очень большое значение. Это позволяет рассматривать создание механизма формирования инвестиционного процесса на предприятии как основную проблему, стоящую перед экономической наукой и практикой.

Выбор схемы финансирования нового бизнеса неразрывно связан с учетом особенностей использования как собственного, так и заемного капитала. Были проанализированы преимущества и недостатки основных источников финансирования реальных инвестиций: собственного и заемного капитала (табл. 16).

Таким образом, предприятие, использующее только собственный капитал, имеет наивысшую финансовую устойчивость (его

переработки мяса птицы и рыбы, а также микробиологического производства по переработке зерна. Дело в том, что все эти виды деятельности являются традиционными для российского производителя, и нет никаких разумных объяснений, почему рынок пищевых продуктов так легко отдается под контроль иностранного инвестора. См. об этом: *Овчинникова Ю. В., Радаев В. В.* Формирование структуры продовольственных рынков в России в процессе ее интеграции в мировое хозяйство // Экономическая социология. 2007. Т. 8, № 3. С. 16–23.

[22] В данном случае можно наблюдать деятельность канадских компаний на серебряных рудниках Якутии, освоение китайскими фирмами месторождений металла Тывы, разработку нефтегазовых образований Томской области британскими корпорациями. Обращают на себя внимание разработка месторождений гипса немецкими специалистами в Архангельской области и перевооружение ими шахты для дробления гипса в Тульской области. Можно привести в пример и производство меди кипрскими предпринимателями, производство металлоконструкций в Архангельской области для Норвегии, а также производство цинкового проката в Вологодской области для ЕБРР. Многие иностранные компании проявляют интерес к залежам золота Забайкальского края. Интерес к природным ресурсам российских регионов довольно устойчив, а потому множество проектов уже реализовано, а множество готовится к запуску.

коэффициент автономии равен единице), но ограничивает темпы своего развития (так как не может обеспечить формирование необходимого дополнительного объема активов в периоды благоприятной конъюнктуры рынка) и не использует финансовые возможности прироста прибыли на вложенный капитал. В свою очередь, предприятие, использующее заемный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал своего развития и возможности прироста финансовой рентабельности деятельности, однако в большей мере генерирует финансовый риск и угрозу банкротства.

При разработке перспективных планов и программ, при анализе и обосновании намечаемых проектов, прежде всего, возникает вопрос о возможностях их финансирования. Поэтому необходимо оценить влияние некоторых источников финансирования реальных инвестиций на факторы успеха или экономического роста (табл. 17).

От выбора оптимального источника финансирования инвестиций зависит не только жизнеспособность инвестиционной деятельности, но и распределение конечных доходов, финансовая устойчивость предприятия, осуществляющего инвестиции.

3.2. Современные методы и формы финансирования инвестиций

Прежде чем аргументировано доказать необходимость и целесообразность современных методов финансирования реальных инвестиций, следует рассмотреть экономическую сущность методологии как научного исследования.

На сегодняшний день существует два подхода к изучению методологии — расширенный и более узкий. Методология в широком понимании представляет собой комплексную систему принципов, способов и подходов научно-исследовательской деятельности, на которые опирается соискатель в ходе получения или разработки определенных знаний в рамках конкретного направления.

Существенный вклад в разработку методологии научного исследования внесли Платон, Аристотель, Ф. Бэкон, Р. Декарт, И. Кант,

Таблица 16

Преимущества и недостатки собственного и заемного капитала при финансировании реальных инвестиций

Источник финансирования	Преимущества	Недостатки
Собственный капитал	1. Простота привлечения (так как инвестиционные решения связаны с увеличением собственного капитала). 2. Более высокая способность генерирования прибыли во всех сферах деятельности (так как при использовании собственного капитала не требуется уплата ссудного процента в различных его формах). 3. Повышение финансовой устойчивости предприятия, его платежеспособности и снижение риска банкротства	1. Ограниченность объема привлечения, а следовательно, и возможностей существенного расширения инвестиционной деятельности предприятия в период благоприятной конъюнктуры рынка. 2. Высокая стоимость в сравнении с альтернативными заемными источниками формирования капитала. 3. Неиспользуемая возможность прироста коэффициента рентабельности собственного капитала за счет привлечения заемных финансовых средств (так как невозможно обеспечить увеличение коэффициента финансовой рентабельности деятельности предприятия над экономической)
Заемный капитал	1. Достаточно широкие возможности привлечения, особенно при высоком кредитном рейтинге предприятия, наличии залога или гарантии поручителя. 2. Обеспечение роста финансового потенциала предприятия при необходимости существенного расширения его активов и увеличения темпов роста объема его хозяйственной деятельности.	1. Использование этого капитала генерирует наиболее опасные инвестиционные риски в хозяйственной деятельности предприятия — риск снижения финансовой устойчивости и потери платежеспособности. 2. Активы, сформированные за счет заемного капитала, генерируют меньшую норму прибыли, которая снижается на сумму выплаченного процента за кредит. 3. Высокая зависимость стоимости заемного капитала от колебаний конъюнктуры финансового рынка. В ряде случаев при снижении средней процентной ставки на рынке использование ранее полученных кредитов (особенно на долгосрочной основе) становится невыгодным в связи с наличием более дешевых альтернативных источников кредитных ресурсов.

Окончание табл. 16

Источник финансирования	Преимущества	Недостатки
	3. Более низкая стоимость в сравнении с собственным капиталом за счет обеспечения эффекта «налогового щита» (изъятия затрат на обслуживание заемного капитала из налогооблагаемой базы при уплате налога на прибыль)	4. Сложность процедуры привлечения (так как предоставление кредитных ресурсов зависит от решения кредиторов, требует в ряде случаев соответствующих сторонних гарантий или залога)

Таблица 17

Влияние преимуществ и недостатков некоторых видов финансирования реальных инвестиций на факторы успеха

Вид финансирования	Преимущества	Недостатки	Факторы успеха
Инвестиционные фонды	Возможность получения значительного объема акционерного финансирования на самых разных стадиях развития бизнеса. Невмешательство в оперативное управление компанией. Возможность увеличения стоимости бизнеса в короткий срок. Возможность последующего обратного выкупа доли фонда	Ожидание фондом быстрого роста компании и значительной отдачи от инвестиций. Риск конфронтации в сфере стратегии и целей развития бизнеса, желание некоторых фондов в краткосрочном периоде извлечь максимальную прибыль и выйти из бизнеса. После выхода инвестора из бизнеса его доля может перейти к нежелательным акционерам	Наличие перспектив значительного роста в привлекательной отрасли. Четкая стратегия развития и наличие значимых конкурентных преимуществ. Наличие профессиональной управленческой команды и опыта работы на данном рынке

Продолжение табл. 17

Вид финансирования	Преимущества	Недостатки	Факторы успеха
Публичное размещение акций (IPO)	Возможность получения значительного объема акционерного финансирования. Значительный рост ликвидности акций, доступ для широкого круга инвесторов. Приобретение статуса публичной компании и укрепление репутации. Возможность реализации части стоимости существующими акционерами. Возможность дополнительно зарабатывать на выкупе обществом собственных акций в периоды ценовой коррекции при хороших фундаментальных показателях. Возможность использования акций компаний для приобретения	Дорогой, длительный и сложный процесс подготовки (8–12 месяцев в Европе и США, 3–5 месяцев в России). Необходимость выполнения формальных требований биржи и учета пожеланий инвестиционного сообщества. Успех размещения и размер капитализации зависят от конъюнктуры фондового рынка. Размывается контроль и снижается скорость принятия решений, требующих согласия акционеров. Высокая информационная прозрачность компании для «непубличных» конкурентов	Четкая стратегия развития, прозрачный бизнес и соблюдение высоких стандартов корпоративного управления. Прочные позиции на рынке, высокая рентабельность и хорошие перспективы роста. Отчетность в соответствии с МСФО или ГААП, международный аудит

Продолжение табл. 17

Вид финансирования	Преимущества	Недостатки	Факторы успеха
Инвестиционный кредит	Возможность привлечь долгосрочное финансирование на реализацию инвестиционных проектов с погашением по заранее согласованному графику. Относительная быстрота оформления и низкие накладные расходы по привлечению	Сумма кредита ограничена текущими финансовыми возможностями компании. Необходимо наличие залога, превышающего сумму кредита. Желательно наличие поручителей	Высокая прибыль, позволяющая проводить выплату процентов по кредиту и погашать основной долг. Хорошая кредитная история. Наличие залогов и поручителей
Лизинг	Сокращение налогооблагаемой базы по налогу на прибыль и имущество за счет применения ускоренной амортизации. Не требуется залог (обеспечением выступают сами объекты лизинга). Менее жесткие требования к финансовому состоянию компании, чем при выдаче инвестиционного кредита	До момента выплаты всех лизинговых платежей лизинговая компания остается собственником имущества, переданного в лизинг. Отсутствие возможности использовать данное имущество в качестве залога по кредитам, риск банкротства лизинговой компании. В лизинг можно получить только ликвидные активы. При неразвитом рынке процентные ставки могут быть более высокими, чем по кредиту	Анализ текущего финансового состояния компании позволяет сделать вывод о том, что компания может своевременно выполнять обязательства по уплате лизинговых платежей. Ликвидность приобретаемых по лизинговой схеме активов

Окончание табл. 17

Вид финансирования	Преимущества	Недостатки	Факторы успеха
Проектное финансирование	При расчете максимальной суммы кредита учитываются прогнозные денежные потоки от реализации инвестиционного проекта, что позволяет привлекать долговое финансирование на длительные сроки в объемах, значительно превышающих масштабы текущей деятельности компании; возможно финансирование на начальных стадиях бизнеса. Возможно финансирование на принципах «без регресса» или «с ограниченным регрессом»	Ряд жестких требований к наличию исходно-разрешительной документации по проекту, качеству проработки проекта, составу участников проекта, ограничения на дальнейшую деятельность компании. Значительные сроки рассмотрения проекта и принятия решения банком (6–12 месяцев). Более высокие ставки кредитования до момента выхода проекта на проектную мощность, высокие накладные расходы и комиссии по организации финансирования. Необходимость финансирования части проекта из собственных средств или путем привлечения долевого инвестора	Перспективный бизнес в интересной отрасли, наличие конкурентных преимуществ. Высокое качество проработки проекта и наличие схем минимизации рисков банка. Профессиональная команда проекта с успешным опытом ведения аналогичного бизнеса. Вложение в проект не менее 20–30 % собственных средств

Г. Ф. Гегель и другие классики философии. В то же время в работах этих авторов методология науки представала в обобщенном виде, совпадает с исследованием общей научной идеи и ее базовых принципов.

Следует отметить, что вопросы методологии не могут быть ограничены лишь философскими или внутринаучными рамками, а должны ставиться в широком контексте. Это значит, что необходимо учитывать связь науки с производством на данном этапе экономического развития, взаимодействие науки с другими формами общественного сознания, соотношение методологического аспекта и субъекта деятельности и многие другие экономические факторы.

Таким образом, можно предложить следующую структуру методологии в широком понимании:

1. Учение об особенностях, принципах, условиях, нормах деятельности.

2. Учение о субъекте, объекте, предмете, формах, средствах, методах и результатах деятельности.

3. Учение о стадиях и этапах деятельности: проектная, технологическая и результирующая фазы.

В узком смысле методология понимается как общая теория о методах, которая формировалась в связи с необходимостью разработки и обобщения тех средств и приемов, которые были открыты в различных науках и других формах деятельности людей.

Остается много неясного в сущности методологии, в вопросах соотношения методологических и теоретических проблем науки, соотношения методологии и философии. Изначально проблемы методологии разрабатывались в рамках философии на основе диалогического, индуктивного, диалектического, феноменологического методов. Поэтому методология и по сей день тесно связана с философией, особенно с такими ее разделами, как теория познания и диалектика.

Таким образом, логическое научное исследование — это средство современной логики, которое используется для анализа научного языка, выявления логической структуры научных теорий и их компонентов (определений, классификаций, понятий, законов

и т. п.), изучения возможностей и полноты формализации научного знания и т. д.

При изучении методов финансирования реальных инвестиций и обоснования стратегии финансирования реальных инвестиционных проектов предполагается выбор этих методов и определение источников финансирования реальных инвестиций и их структуры. Метод финансирования реальных инвестиций выступает как способ привлечения инвестиционных ресурсов в целях обеспечения финансовой реализуемости проекта.

Следует различать понятия «источники финансирования инвестиций» и «методы финансирования инвестиций». Источники финансирования инвестиций — это денежные средства, которые могут использоваться в качестве инвестиционных ресурсов. Методы финансирования инвестиций — это механизмы привлечения инвестиционных ресурсов с целью финансирования инвестиционного процесса. Под формой финансирования инвестиций понимается внешнее проявление сущности метода финансирования. Некоторые ученые отождествляют данное понятие с понятием «методы финансирования».

Общая характеристика источников финансирования инвестиций была приведена в первой главе. В этой части мы рассмотрим основные виды этих источников применительно к задачам финансирования реальных инвестиций.

Источники финансирования реальных инвестиций представляют собой денежные средства, используемые в качестве инвестиционных ресурсов. В общем виде их подразделяют на внутренние (собственный капитал) и внешние (привлеченный и заемный капитал).

Внутреннее финансирование обеспечивается за счет предприятия, планирующего осуществление инвестиционного проекта. Оно предполагает использование собственных средств — прежде всего чистой прибыли и амортизационных отчислений. При этом формирование средств, предназначенных для реализации инвестиционного проекта, должно носить строго целевой характер, что достигается, в частности, путем выделения самостоятельного бюджета инвестиционного проекта.

Внешнее финансирование предусматривает использование внешних источников: средств финансово-кредитных институтов, нефинансовых компаний, населения, государства, иностранных инвесторов, а также дополнительных вкладов денежных ресурсов учредителей предприятия. Оно осуществляется путем мобилизации привлеченных (долевое финансирование) и заемных (кредитное финансирование) средств.

В экономической литературе существуют различные взгляды по вопросу о составе методов финансирования реальных инвестиций, и на практике применяются следующие методы:

— самофинансирование;
— акционерное финансирование;
— заемное финансирование;
— государственное финансирование;
— смешанное финансирование;
— лизинг.

Каждый из используемых методов финансирования обладает определенными достоинствами и недостатками. Их выбор осуществляется на основе сравнения различных альтернативных схем и форм финансирования. Например, важно соблюдать правильное соотношение между долгосрочной задолженностью и акционерным капиталом, поскольку чем выше доля заемных средств, тем больше сумма, выплачиваемая в виде процентов. Используемая финансовая схема должна:

— обеспечить необходимый объем инвестиций;

— действовать в направлении оптимизации структуры инвестиций и налоговых платежей;

— воздействовать на снижение капитальных затрат и риска проекта;

— устанавливать баланс между объемом привлеченных финансовых ресурсов и величиной получаемой прибыли.

Рассмотрим взаимосвязь методов и форм финансирования инвестиций (рис. 13). Проанализируем некоторые из них более подробно.

Рис. 13. Взаимосвязь методов и форм финансирования реальных инвестиций

Самофинансирование заключается в том, что после исключения из прибыли налогов и других обязательных платежей в бюджет все остальные денежные накопления остаются в распоряжении предприятия (организации). При самофинансировании за счет собственных источников обеспечивается расширенное воспроизводство, а также решение социальных задач предприятия. Создание системы самофинансирования предполагает увеличение доли собственных источников (прибыли и амортизационных отчислений) в финансировании инвестиционных программ предприятий.

Самофинансирование может быть использовано только для реализации небольших инвестиционных проектов. Капиталоемкие инвестиционные проекты, как правило, финансируются за счет не только внутренних, но и внешних источников. Одним из путей привлечения собственных средств резидентов РФ на нужды инвестиционного процесса является акционерное финансирование. Выпуск ценных бумаг, акций, облигаций, векселей и др. — это одна из наиболее распространенных форм финансирования инвестиционных проектов.

Выпуск акций предпочтителен при финансировании первоначальных стадий крупных инвестиционных проектов. По своей экономической сущности акции представляют определенную модификацию прибыли субъектов экономических отношений. Конечно же, при совершении конкретной сделки нет необходимости проверять реальный источник средств инвестора (более того, в нашей стране это может нанести серьезный вред инвестиционным проектам).

Акционерное финансирование предусматривает долевое финансирование реальных инвестиций. Долевое финансирование инвестиционных проектов может осуществляться в следующих основных формах:

— проведение дополнительной эмиссии акций действующего предприятия, являющегося по организационно-правовой форме акционерным обществом, в целях финансового обеспечения реализации инвестиционного проекта;

— привлечение дополнительных средств (инвестиционных взносов, вкладов, паев) учредителей действующего предприятия для реализации инвестиционного проекта;

— создание нового предприятия, предназначенного специально для реализации инвестиционного проекта.

Дополнительная эмиссия акций используется для реализации крупномасштабных реальных инвестиций, инвестиционных программ развития, отраслевой или региональной диверсификации инвестиционной деятельности. Применение этого метода в основном для финансирования крупных реальных инвестиций объясняется тем, что расходы, связанные с проведением эмиссии, перекрываются лишь значительными объемами привлеченных ресурсов.

Привлечение инвестиционных ресурсов в рамках акционерного финансирования может осуществляться посредством дополнительной эмиссии обыкновенных и привилегированных акций. В соответствии с российским законодательством номинальная стоимость выпущенных привилегированных акций должна быть не более 25 % уставного капитала акционерного общества. Считается, что эмиссия привилегированных акций как форма акционерного финансирования является более дорогим источником финансирования реальных инвестиций, чем эмиссия обыкновенных акций, так как по привилегированным акциям выплата дивидендов акционерам обязательна. В то же время обыкновенные акции, в отличие от привилегированных, дают их владельцам больше прав на участие в управлении, в том числе возможность контроля за строго целевым использованием средств на нужды финансирования реальных инвестиций.

К основным преимуществам акционирования как метода финансирования реальных инвестиций относят следующие:

— выплаты за пользование привлеченными ресурсами не носят безусловный характер, а осуществляются в зависимости от финансового результата акционерного общества;

— использование привлеченных инвестиционных ресурсов имеет существенные масштабы и не ограничено по срокам;

— эмиссия акций позволяет обеспечить формирование необходимого объема финансовых ресурсов в начале реализации

инвестиционного проекта, а также отсрочить выплату дивидендов до наступления того периода, когда такой проект начнет генерировать доходы;

— владельцы акций могут осуществлять контроль над целевым использованием средств, выделенных на нужды реализации инвестиционного проекта.

Вместе с тем данный метод финансирования реальных инвестиций имеет ряд существенных ограничений. Так, инвестиционные ресурсы акционерное общество получает по завершении размещения выпуска акций, а это требует времени, дополнительных расходов, доказательств финансовой устойчивости предприятия, информационной прозрачности и др. Процедура дополнительной эмиссии акций сопряжена с регистрацией, прохождением листинга, значительными операционными издержками. При прохождении процедуры эмиссии компании-эмитенты несут затраты на оплату услуг профессиональных участников рынка ценных бумаг, которые выполняют функции андеррайтера и инвестиционного консультанта, а также на регистрацию выпуска.

Следует также учитывать, что выпуск акций не всегда может быть размещен в полном объеме. Кроме того, после эмиссии акций компания должна проводить выплату дивидендов, периодически рассылать отчеты своим акционерам и т. п. Дополнительная эмиссия акций ведет к увеличению акционерного капитала компании. Принятие решения о дополнительной эмиссии может привести к размыванию долей участия прежних акционеров в уставном капитале и уменьшению их доходов, хотя в соответствии с российским законодательством прежние акционеры обладают преимущественным правом на покупку вновь размещаемых акций. Акционерное общество, которое собирается финансировать инвестиционный проект путем дополнительной эмиссии акций, должно выработать эффективную стратегию повышения их ликвидности и стоимости, предполагающую повышение степени финансовой прозрачности и информационной открытости эмитента, расширение и развитие деятельности, рост капитализации, улучшение финансового состояния и имиджа. Для компаний иных организационно-право-

вых форм привлечение дополнительных средств, предназначенных для реализации инвестиционного проекта, осуществляется путем инвестиционных взносов, вкладов, паев учредителей или приглашаемых сторонних соучредителей в уставный капитал. Этот способ финансирования характеризуется меньшими операционными издержками, чем дополнительная эмиссия акций, однако в то же время более ограниченными объемами финансирования.

Создание нового предприятия, предназначенного специально для реализации инвестиционного проекта, выступает как один из способов целевого долевого финансирования. Он может применяться частными предпринимателями, учреждающими предприятие для реализации своих инвестиционных проектов и нуждающимися в привлечении партнерского капитала; крупными диверсифицированными компаниями, организующими новое предприятие, в том числе на базе своих структурных подразделений, для реализации проектов расширения производства продукции, реконструкции и переоснащения производства, реинжиниринга бизнес-процессов, освоения принципиально новой продукции и новых технологий; предприятиями, находящимися в сложном финансовом состоянии, которые разрабатывают антикризисные инвестиционные проекты в целях финансового оздоровления, и т. д.

Финансовое обеспечение инвестиционного проекта в этих случаях осуществляется путем взносов сторонних соучредителей в формирование уставного капитала нового предприятия, выделения или учреждения материнской компанией специализированных проектных компаний — дочерних фирм, создания новых предприятий путем передачи им части активов действующих предприятий.

Одной из форм финансирования реальных инвестиций путем создания нового предприятия, предназначенного специально для реализации инвестиционного проекта, является *венчурное финансирование.* Оно позволяет привлечь средства для осуществления начальных стадий реализации инвестиционных проектов инновационного характера (разработка и освоение новых видов продукции и технологических процессов), характеризующихся повышенными рисками, но вместе с тем возможностями существенного возра-

стания стоимости предприятий, созданных в целях реализации данных проектов[23]. В этом отношении венчурное инвестирование отличается от финансирования существующих предприятий (путем покупки дополнительной эмиссии акций, паев и пр.), доли которых могут приобретаться в целях дальнейшей перепродажи.

Основными формами заемного финансирования реальных инвестиций выступают кредиты банков и целевые облигационные займы. Кредиты банков выступают как одна из наиболее эффективных форм внешнего финансирования реальных инвестиций в тех случаях, когда компании не могут обеспечить их реализацию за счет собственных средств и эмиссии ценных бумаг. Привлекательность данной формы объясняется прежде всего следующими факторами:

— возможностью разработки гибкой схемы финансирования;

— отсутствием затрат, связанных с регистрацией и размещением ценных бумаг;

— использованием эффекта финансового рычага, позволяющего увеличить рентабельность собственного капитала в зависимости от соотношения собственного и заемного капитала в структуре инвестируемых средств и стоимости заемных средств.

Кредитные ресурсы являются, как правило, средне- и долгосрочными. Срок привлечения инвестиционного кредита сопоставим со сроками реализации инвестиционного проекта. При этом кредит может предусматривать наличие льготного периода, т. е. периода отсрочки погашения основного долга. Такое условие облегчает обслуживание кредита, но увеличивает его стоимость, так как процентные платежи исчисляются с непогашенной суммы долга. Кредиты в российской практике оформляются, как правило, в виде срочной ссуды со сроком погашения в интервале от трех до пяти лет

[23] Венчурное финансирование предполагает привлечение средств в уставный капитал предприятия инвесторов, которые изначально планируют продать свою долю в предприятии после того, как ее стоимость в ходе реализации инвестиционного проекта возрастет. Доходы, связанные с дальнейшим функционированием созданного предприятия, будут получать те лица, которые приобретут у венчурного инвестора его долю.

на основе составления соответствующего кредитного соглашения (договора). В ряде случаев на этот срок банк открывает заемщику кредитную линию.

Для финансирования реальных инвестиций могут использоваться стандартные ипотечные ссуды. Система ипотечного кредитования предусматривает механизм накоплений и долгосрочного кредитования под невысокий процент с рассрочкой его выплаты на длительные периоды.

В случае длительного и тесного сотрудничества банка-кредитора и заемщика для финансирования реальных инвестиций банк может открывать заемщику инвестиционную кредитную линию[24]. Ее открытие имеет ряд преимуществ как для заемщика, так и для кредитора. Преимущества для заемщика состоят в сокращении накладных расходов и потерь времени, связанных с ведением переговоров и заключением каждого отдельного кредитного соглашения, а также экономии на процентном обслуживании сумм кредита, превышающих текущие потребности финансирования инвестиционного проекта. Для банка-кредитора помимо сокращения издержек, сопряженных с оформлением и обслуживанием кредитных договоров, облегчаются задачи рефинансирования (поиска источников) кредитных средств и уменьшаются риски невозврата кредита, так как суммы отдельных траншей меньше суммы кредита при его единовременном предоставлении. Вместе с тем банк-кредитор принимает на себя риски, связанные с изменением конъюнктуры на рынке ссудных капиталов, поскольку независимо от характера этих изменений он обязан выполнить свои обязательства перед заемщиком и предоставить ему кредит в полном соответствии с соглашением о кредитной линии.

Финансирование реальных инвестиций может осуществляться путем выпуска целевого облигационного займа. Прежде всего, компания-эмитент должна иметь устойчивое финансовое состо-

[24] Инвестиционная кредитная линия представляет собой юридическое оформление обязательства кредитора перед заемщиком по предоставлению в течение определенного периода кредитов (траншей) по мере возникновения потребности заемщика в финансировании отдельных капитальных затрат по проекту в пределах согласованного лимита.

яние, обоснованный и рациональный внутренний бизнес-план инвестиционного проекта, нести издержки, связанные с эмиссией и размещением облигаций. Как правило, для прохождения сложной процедуры эмиссии облигаций компании прибегают к услугам профессиональных участников рынка ценных бумаг — инвестиционных компаний и банков, затраты на оплату услуг которых достигают 1–4 % номинала выпуска для больших объемов облигационного займа. Кроме того, при выпуске облигаций, являющихся, как и акции, эмиссионными ценными бумагами, эмитенты уплачивают пошлину за государственную регистрацию этого выпуска.

Преимущества облигаций проявляются лишь в случае значительных объемов заимствования, которые могут позволить себе лишь достаточно крупные компании. Это объясняется не только значительными эмиссионными затратами, но и тем, что при небольших объемах эмиссии облигации являются недостаточно ликвидными. Между тем именно высокая ликвидность корпоративных облигаций является одной из наиболее привлекательных для инвесторов характеристик. Функционирование вторичного рынка позволяет определить объективные параметры облигационных выпусков, на которые ориентируется эмитент при разработке условий облигационного займа, выявить объективные значения процентных ставок по привлечению и размещению денежных ресурсов для эмитентов с различным уровнем кредитного риска.

Разработка условий целевого облигационного займа предполагает установление следующих основных параметров:

— объем заимствования, который определяется потребностями эмитента в финансировании реальных инвестиций через привлечение средств для реализации инвестиционного проекта, возможностями рынка удовлетворить эти потребности по цене, обеспечивающей требуемую доходность инвестора, а также требованиями законодательства[25];

[25] Согласно российскому законодательству, номинальная стоимость всех облигаций не должна превышать размер уставного капитала общества либо величину обеспечения, предоставленного третьими лицами для цели выпуска облигаций.

— срок заимствования, который зависит от периода реализации инвестиционного проекта, особенностей рыночной конъюнктуры и законодательных ограничений (в РФ срок обращения корпоративных облигаций не может быть менее года);

— номинал облигации, определяемый требованиями ликвидности и размером затрат на обслуживание облигационного займа;

— дата и цена погашения облигационного займа[26];

— форма выпуска облигации (документарная, бездокументарная, именная, предъявительская)[27];

— форма выплаты дохода (облигации с фиксированным купоном, облигации с плавающим купоном, дисконтные облигации или облигации с нулевым купоном)[28];

— периодичность и размер купонных выплат, в основе установления которых лежит балансирование противоположно направленных факторов: с одной стороны, величины расходов на обслуживание облигационного долга, с другой — требуемой инвесторами доходности[29];

— страна и валюта заимствования. По отношению к национальному рынку облигации могут быть внутренними, которые эмитируются резидентами и номинируются, как правило, в национальной

[26] Дата погашения облигационного займа определяется сроком заимствования, а также в ряде случаев дополнительными условиями, цена погашения зависит от вида облигации (для купонных ценных бумаг ценой погашения является номинальная стоимость, дисконтные облигации погашаются с дисконтом от номинальной стоимости), а также текущей и перспективной конъюнктуры на рынке ценных бумаг.

[27] При выборе данного параметра эмитент ориентируется на размер затрат, связанный с обращением того или иного вида облигации.

[28] Выбор этого параметра зависит от особенностей финансируемого инвестиционного проекта, а также тенденций рыночной конъюнктуры. Так, в условиях повышения процентных ставок на финансовом рынке в период обращения облигации предпочтительной для эмитента формой являются облигации с фиксированным купоном.

[29] При этом особое значение приобретает степень кредитоспособности эмитента, определяющая уровень кредитного риска. Величина премии за риск зависит от кредитного рейтинга, присваиваемого эмитенту международными или национальными рейтинговыми агентствами, а также кредитного рейтинга страны.

валюте, и внешними, размещаемыми на внешних рынках. Внешние облигации подразделяют на иностранные облигации, размещаемые за рубежом, как правило, в валюте страны размещения, и еврооблигации, размещаемые за пределами как страны-заемщика, так и той страны, в валюте которой они номинированы;

— дополнительные условия выпуска облигаций, целью которых являются минимизация затрат на обслуживание займа и компенсация рисков и других параметров, которые могут снизить инвестиционную привлекательность облигаций. К облигациям, предоставляющим дополнительные преимущества для инвесторов, относят, в частности, облигации с правом досрочного отзыва; облигации, конвертируемые в акции; обеспеченные облигации.

Что касается заемных источников финансирования реальных инвестиций, они предоставляются организации во временное пользование на определенный срок на условиях срочности, возвратности и платности.

В настоящее время доля привлеченных средств в финансировании основного капитала российских предприятий довольно велика — примерно 60 %. Естественно было бы предположить, что основной ресурс здесь — банковские кредиты под финансирование инвестиционных программ. Доля банковских кредитов в финансировании основного капитала за пять лет существенно возросла (более чем в три раза).

Кризис ликвидности национальных банков является системной слабостью российской экономики, ставящей ее в заведомо низкую позицию по отношению к другим экономически развитым странам, как раз имеющим широкие возможности быстрого и эффективного перераспределения общественного капитала в пользу наиболее развитых секторов экономики[30].

[30] Отечественный опыт показывает, что кредитование предприятий и сферы материального производства не входит в круг интересов коммерческо-банковских структур. Высокие банковские проценты за кредит не позволяют многим предприятиям пользоваться этим источником инвестиций, поэтому его доля в общем объеме инвестиций невелика. К группе «займы» относятся средства, полученные в долг от юридических и физических лиц на условиях платности

Долгосрочный кредит не получил должного распространения также из-за большого банковского риска, неразвитости надлежащей системы страхования, а также по причине финансовой несостоятельности многих предприятий.

Источником финансирования реальных инвестиций может быть и инвестиционный налоговый кредит как одна из форм государственной поддержки инвесторов. Инвестиционный налоговый кредит представляет собой специфическую форму отчуждения потенциальных налоговых поступлений на счета казначейства и дает следующие преимущества:

— уменьшаются текущие налоговые обязательства организаций в течение определенного срока;

— суммы неоплачиваемых налогов трансформируются в дополнительный источник финансирования капитальных вложений;

— пользование средствами осуществляется на льготных условиях по сравнению с условиями получения банковского кредита.

Кредитором в этом процессе выступает государство, заемщиком является налогоплательщик, а текущие налоговые платежи превращаются в сумму кредита, которую заемщик возвращает кредитору в том же размере, а также уплачивает проценты за пользование денежными средствами. При этом реального движения денежных средств от кредитора к заемщику не происходит, как это имеет место при получении банковского кредита. В современных условиях инвестиционная поддержка в виде инвестиционного налогового кредита особенно актуальна для малых предприятий, у которых уровень инвестирования в основной капитал остается низким.

Преимущественное право на получение инвестиционного налогового кредита имеют организации, выполняющие следующие требования к инвестиционным проектам:

— наименьший период возврата полученных средств;

и возвратности. Примером такого займа служит эмиссия облигаций хозяйствующим субъектом.

— наибольшее число вновь создаваемых рабочих мест в расчете на один рубль предоставленного инвестиционного налогового кредита;

— наибольший размер налоговых поступлений в бюджет субъекта РФ от реализации проекта в расчете на один рубль предоставленного инвестиционного налогового кредита.

Принцип целевой направленности инвестиционного налогового кредита теоретически призван поддержать инвестиционную деятельность организаций, осуществляющих капитальные вложения.

В связи с этим адаптация механизма предоставления инвестиционного налогового кредита как меры государственной поддержки к потребностям современной экономической ситуации позволила бы в большей мере стимулировать частные инвестиции в техническое перевооружение собственного производства, осуществление внедренческой или инновационной деятельности предприятиями и т. д. в целях реализации инновационного сценария развития экономики на период до 2020 г., заложенного в концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации.

В рамках лизинга как источника финансирования реальных инвестиций могут использоваться следующие виды кредитования:

— банковский кредит, если передаваемое по договору лизинга имущество приобретено лизингодателем за счет банковского кредита;

— собственные средства лизингодателя, если передаваемое по договору лизинга имущество приобретено за счет собственных средств лизингодателя;

— банковский кредит и собственные средства, если предмет договора приобретен с использованием двух источников;

— собственные средства лизингополучателя, если речь идет о возвратном лизинге.

Лизинг имеет признаки и производственного инвестирования, и кредита. Его двойственная природа заключается в том, что, с одной стороны, он является своеобразной инвестицией капитала, поскольку предполагает вложение средств в материальное имущество в целях получения дохода, а с другой стороны — сохраняет черты кредита (предоставляется на началах платности, срочности, возвратности).

Одним из источников финансирования реальных инвестиций является иностранный капитал, как правило, он находится в прочих средствах. Структура иностранных инвестиций в России говорит о том, что зарубежные инвесторы не готовы взять на себя риск организации собственного производства на российской территории, зато охотно кредитуют российскую банковскую систему. Видимо, по той же причине, по которой российские банки не хотят финансировать отечественные инвестиционные проекты с длительным сроком окупаемости.

Практика финансирования реальных инвестиций предполагает два вида лизинга: оперативный (операционный) и финансовый. В основе различения оперативного и финансового лизинга лежит такой критерий, как окупаемость имущества. В этом плане оперативный лизинг представляет собой лизинг с неполной окупаемостью, а финансовый — лизинг с полной окупаемостью.

Оперативный лизинг имеет место при сдаче имущества в аренду на период, значительно меньший, чем срок амортизации (как правило, на срок от двух до пяти лет). Финансовый лизинг предусматривает выплату в течение периода действия контракта лизинговых платежей, покрывающих полную стоимость амортизации оборудования или большую ее часть, дополнительные издержки и прибыль лизингодателя. Финансовый лизинг требует больших капитальных затрат и осуществляется в сотрудничестве с банками.

Вышерассмотренные методы финансирования реальных инвестиций имеют практическую значимость, но в рамках государственно-частного партнерства необходима процедура совершенствования государственного финансирования реальных инвестиций.

3.3. Способы финансирования инвестиций

В современных условиях именно инвестиции способны заметно увеличить объемы валового внутреннего продукта, регионального продукта и существенно пополнить местные бюджеты, и для большинства российских территорий это реальная возможность укре-

пить конкурентные преимущества, завоевать новые экономические ниши, раскрыть свой инновационный потенциал. По сути, это возможность выйти на качественно новый уровень роста. Кроме того, на государственном уровне созданы такие инструменты инвестиционной политики в области реального инвестирования, как концессионные механизмы в рамках государственно-частного партнерства, совместные предприятия, международный лизинг.

Интеграция российской экономики в систему мирохозяйственных связей обусловливает достаточно высокие темпы создания совместных предприятий, отличающихся многообразием форм, средой функционирования. Сегмент совместного предпринимательства выполняет позитивную роль в привлечении в страну реальных (прямых) инвестиций — новой техники и технологий, современных методов международного маркетинга и передового управленческого опыта.

Любое государство мировой системы поощряет развитие международного лизинга в интересах стимулирования национального экономического роста. В настоящее время в условиях существенного сжатия рынка долгосрочного кредитования в России международный лизинг может рассматриваться в качестве перспективного направления финансового обслуживания реального инвестиционного процесса, поскольку именно он выступает важным источником сбыта продукции, особенно высокотехнологичного оборудования, для покупки которого предприятия не всегда имеют достаточно денежных средств.

Особое внимание принадлежит реальным инвестиционным проектам, которые стали важной составляющей государственных, региональных программ при создании в России особых экономических зон и технопарков как самостоятельной и эффективной формы привлечения инвестиций и инструмента экономического развития.

В настоящее время многие перспективные инвестиционные предложения оказываются под угрозой срыва из-за дефицита энергомощностей, из-за низкого качества дорожной сети и логистики, инженерных и телекоммуникаций. Одна из причин такой ситуации — это недостаток готовых инвестиционных площадок.

По мнению автора, стабильная тенденция улучшения инвестиционного климата как на федеральном, так и на региональном

и местном уровнях, создания для инвесторов единых и понятных правил игры на российском инвестиционном рынке обеспечит инвестиционный приток денежных средств, новых технологий, новой продукции в национальную экономику.

В связи с этим особое внимание необходимо уделить ряду приоритетных задач. Главная из них — это четкое определение инвестиционных стратегий, прежде всего на уровне крупных экономических районов. Такие стратегии должны быть увязаны с планами развития естественных монополий, других инвесторов и включать в себя единые документы территориального планирования в области транспорта, связи, энергетики, а также ряд других документов, предусмотренных Градостроительным кодексом РФ. Регионы должны активнее запускать концессионные проекты государственно-частного партнерства.

В реальной действительности сложного масштабного современного хозяйства объединение рыночных механизмов и государственных инструментов регулирования в единую систему жизненно необходимо. В данной главе более подробно рассмотрим различные инструменты финансирования реальных инвестиций в национальную экономику, определим их роль и место в инвестиционной сфере.

3.3.1. Концессии в инвестиционной сфере

Возможные варианты инвестиционного развития любой страны можно свести к спектру финансово-экономических моделей и каждую из них модифицировать и конкретизировать применительно к отдельно взятому государству. В экономической литературе системная характеристика возможных моделей инвестиционного развития отсутствует, но отдельно взятые инструменты обстоятельно рассматриваются в научных публикациях отечественных и зарубежных ученых, экономистов и юристов[31].

[31] Вопросы концессий, концессионных моделей и схем как инструмента привлечения инвестиций на условиях государственно-частного партнерства рассматривает ряд ученых, экономистов. См., например: *Варнавский В. Г., Королев В. А.*

Концессионная схема имеет многовековую историю. Она восходит к Древней Греции и Римской империи. В XVII–XVIII вв. концессии использовались при строительстве каналов и мостов. XIX в. стал золотым веком концессий как железных дорог, так и всех городских служб — водопровода, очистных сооружений, освещения, транспорта.

Эволюционное развитие концессионных соглашений, механизмов и инструментов нашло отражение в современной концессионной политике, как на уровне государства, так и на региональном уровне. Концессия применялась в различные исторические периоды как одна из первых форм договорных отношений, предшественником концессии был откуп. В Древней Греции, Риме, Иране первый откуп применялся в условиях натурального хозяйства, неразвитости кредитных отношений, коммуникаций, финансовых затруднений государства. На рис. 14 представлена эволюционная парадигма развития концессионных соглашений в мировой практике.

В условиях волатильности рынка целесообразность применения концессий определяется наличием правовой базы, регулирующей порядок заключения и исполнения концессионных соглашений, а также возможностью применения отдельных механизмов государственной поддержки и инструментов государственно-частного партнерства, в том числе привлечение инвестиций посредством выпуска концессионных облигаций.

В Российской Федерации основой правового статуса концессии является Федеральный закон от 21.07.2005 г. № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях», регулирующий отношения корпоративного сектора и государства в части концессионного бизнеса. Кроме этого, безусловно, к нормативно-правовой базе концессий относятся

Концессионный механизм партнерства государства и частного сектора. М. : Изд-во ГУ ВШЭ, 2009 ; *Вихрян А. П.* Иностранные концессии в СССР (1920–1930 гг.). М. : Совр. экономика и право, 2005 ; *Сосна С. А.* Концессионные соглашения: теория и практика. М., 2002 ; *Зворыкина Ю. В.* Перспективы реализации инвестиционных проектов в форме концессии в России // Внешнеэконом. бюл. 2002. № 3. С. 32–40 ; *Падалкин В.* Концессионные механизмы планирования деятельности крупных хозяйственных структур // Эконом. стратегии. 2008. № 7. С. 29–34.

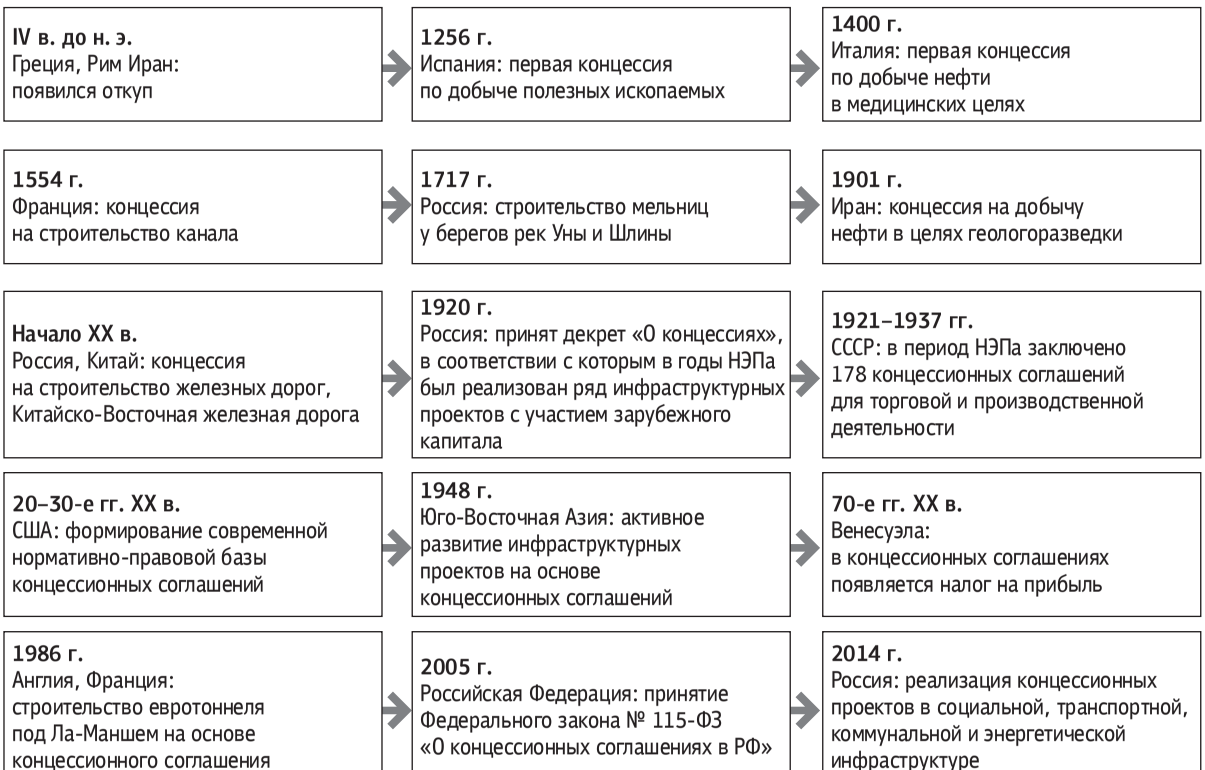


Рис. 14. Эволюционная парадигма развития концессионных соглашений в мировой практике

Гражданский кодекс РФ, Налоговый кодекс РФ, постановления Правительства РФ об утверждении типовых концессионных соглашений в отношении систем коммунальной инфраструктуры, банков, объектов здравоохранения, объектов культуры, спорта и туризма, метрополитена и другого транспорта общественного пользования, гидротехнических сооружений, морских и речных судов.

Концессии как инструмент привлечения частных инвестиций представляют собой систему договоров между государством и частным инвестором в отношении государственной или муниципальной собственности или монопольных видов деятельности. Таким образом, предметом (и одним из отличительных признаков) концессии является государственная или муниципальная собственность, а также вид хозяйственной деятельности, на который распространяется монополия государства. Различные теории концессий под данной категорией понимают акт, посредством которого государство наделяет частное лицо правом участвовать в осуществлении некоторых из своих функций в хозяйственной сфере.

Концессионный договор представляет собой одну из форм привлечения инвестиций в экономику, используемую многими странами. В условиях острой нехватки инвестиционных ресурсов применение такой привлекательной для инвестора формы вложения средств могло бы дать значительные выгоды, обеспечить приток долгосрочных инвестиций в национальную экономику.

В России закон «О концессионных соглашениях» был принят в 2005 г. Целями данного федерального закона являются привлечение инвестиций в экономику Российской Федерации, обеспечение эффективного использования имущества, находящегося в государственной или муниципальной собственности, на условиях концессионных соглашений и повышение качества товаров, работ, услуг, предоставляемых потребителям.

В настоящее время предстоит разработать современную законодательную базу регулирования отношений, связанных с использованием государственной собственности, состоящую из комплекса основополагающих законодательных актов: земельный кодекс, закон о государственной собственности (или имуществах), закон об аренде земли,

закон о природных ресурсах. Дело в том, что благодаря выработке гражданско-правовой договорной системы отношений государства с инвестором (независимо от национальной принадлежности) закон о концессиях должен улучшить инвестиционный климат в России[32].

Концессии дифференцируются не только по отраслевой принадлежности, но и в зависимости от объема передаваемых концессионеру прав собственности, инвестиционных обязательств сторон, разделения рисков между субъектами договорных отношений, ответственности за различные виды работ (строительство, управление, эксплуатация) и т. д.

С учетом этих факторов выделяют следующие организационные типы концессий[33]:

— строительство, управление, передача (Build, Operate and Transfer, BOT) — традиционная концессия. Концессионная компания осуществляет строительство и эксплуатацию объекта в течение концессионного срока, по истечении которого объект возвращается государству;

— браунфилд-контракт (Brownfield contract) — традиционная концессия. Предметом ее выступает деятельность по расширению, восстановлению или реконструкции существующего объекта, не включающая нового строительства;

---

[32] Совершенствование законодательной базы в области концессий, использования государственной собственности в разных секторах экономики широко рассматривается в экономической литературе и периодических изданиях. См.: *Клименко А. В., Королев В. А., Варнавский В. Г.* Государственно-частное партнерство: теория и практика. М. : ГУ ВШЭ, 2010 ; *Варнавский В. Г.* Концептуальные экономические и правовые основы концессионной деятельности // Айрекс — Полемика. 2005. № 13. С. 17–24 ; *Бабакова Т.* Правовые и налоговые аспекты концессий // Финансовый директор. 2007. № 11. С. 21–28 ; *Виллисов М. В.* Государственно-частное партнерство: политико-правовой аспект // Власть. 2006. № 7. С. 7–15.

[33] Вопросы типологизации концессий рассматриваются многими учеными: См.: *Сосна С. А.* Концессионное соглашение — новый вид договора в российском праве [Электронный ресурс] // Журн. рос. права. URL: www.concession.ru (дата обращения: 10.11.2010) ; *Синякова А. Ф.* Концессионные соглашения: привлечение в регион инвестиций с помощью государственно-частного партнерства // Региональная экономика: теория и практика. 2007. № 10 (49). С. 59–64.

— строительство, владение, управление (Build, Own and Operate, BOO) — разновидность традиционной концессии, так называемый гринфилд-проект (Greenfield project). Концессионная компания строит новый объект инфраструктуры и управляет им на правах владения и пользования. Концессионный срок не фиксируется;

— строительство, владение, управление, передача (Build, Own, Operate and Transfer, BOOT) — проект типа «гринфилд». Разновидность предыдущего типа концессии с той разницей, что концессионная компания имеет права владения и пользования объектом в течение оговоренного в контракте периода времени, по истечении которого объект возвращается государству;

— лизинговый контракт (Lease contract) — близок по содержанию к арендному договору и традиционной концессии, отличается тем, что объект не построен арендатором (лизинговой компанией), а поступает в его распоряжение от государства;

— контракт на обслуживание (Service contract). Главная особенность данного контракта, отличающая его от упомянутых выше типов концессии, состоит в том, что концессионер получает от государства в управление и обслуживание уже готовый объект и не осуществляет инвестиций[34].

В условиях ограниченных бюджетных возможностей проводимая в России политика развития инфраструктуры характеризуется все большим акцентом на внебюджетные источники финансирования. Вследствие этой тенденции при строительстве и модернизации объектов инфраструктуры особую роль приобретают долгосрочные модели государственно-частного партнерства на основе концессий.

В кризисных условиях такой инструмент, как концессия, должен стимулировать более активное использование инвестиционных возможностей государственной власти и частного бизнеса, привлечение средств непосредственно в регионы, эффективное использование как государственного, так и муниципального имущества. Оптимальным является вовлечение региональных и муни-

[34] В отдельных случаях этот тип концессии близок к лизингу.

ципальных органов власти в развитие концессий: у них имеются достаточные полномочия, а также знание специфики собственной территории.

Финансовый кризис заметно ослабил возможности большинства кредитных учреждений финансировать крупномасштабные проекты. Однако многие из потенциальных инвесторов, например Внешэкономбанк и ЕБРР, считают государственно-частное партнерство, в том числе осуществляемое с использованием концессий, приоритетным и сохраняют возможности для финансирования перспективных проектов по развитию инфраструктуры. Данное обстоятельство должно быть использовано региональными и муниципальными властями для строительства новых качественных высокотехнологичных объектов инфраструктуры в сферах транспорта, энергетики, здравоохранения, спорта, туризма и т. д. Механизм концессионного соглашения может сыграть в этих процессах положительную роль[35].

Рассмотрим реализацию реальных инвестиционных проектов на основе государственно-частного партнерства в форме концессий в Российской Федерации (табл. 18).

Проведенный анализ показывает, что из всей стоимости реальных инвестиционных проектов на долю инвестора-концессионера приходится 65 % денежных средств (в том числе собственные средства инвестора составляют 37 %, заемные средства — 28 %). Таким образом, реализуемые реальные инвестиционные проекты при поддержке государства за счет бюджетных ассигнований Инвестиционного фонда РФ играют значимую роль в российском инвестиционном бизнесе и направлены в основном на строительство, реконструкцию стратегически важных объектов национальной экономики, а также развитие инфраструктуры. Удельный вес участия Инвестиционного фонда России в реальном инвестировании национальной экономики составляет 29 %, объем денежных средств субъектов РФ незначителен и составляет 6 % от общей стоимости

[35] *Азизов А.* Возможности использования концессионных соглашений в условиях кризиса // Корпоративный юрист. 2009. № 5.

всех реальных инвестиционных проектов, возникших на основе государственно-частного партнерства.

Основным достоинством реальных инвестиционных проектов с участием государства за счет бюджетных ассигнований является то, что оптимизация бюджетных расходов проводится на этапе строительства за счет привлечения внебюджетных инвестиций в рамках заключаемого концессионного соглашения, а также на этапе эксплуатации за счет возложения на концессионера эксплуатационных расходов по содержанию инфраструктуры проекта.

Следует отметить такие инвестиционные проекты, как создание на основе государственно-частного партнерства нового крупного промышленного района на Дальнем Востоке России, включающего в себя объекты гидроэнергетики и кластер промышленных производств. Реализация проекта окажет существенное позитивное влияние на основные макроэкономические показатели развития Российской Федерации и улучшит параметры ее экономической безопасности, что определяет общегосударственное значение проекта. Региональная специфика осуществления реального инвестирования при государственной поддержке, т. е. на основе государственно-частного партнерства в форме концессий, представлена в табл. 19.

По источникам финансирования реальных инвестиций в национальную экономику лидирующая позиция, безусловно, принадлежит инвесторам-концессионерам, их удельный вес в общей стоимости инвестиционных проектов составляет 80 % (в том числе 33 % собственных средств, 47 % заемных средств), незначительная доля финансирования отводится субъектам РФ и местным бюджетам (соответственно 5,8 % и 0,7 %). Определенную роль в реальном финансировании региональных экономик играет Инвестиционный фонд РФ, его доля в общем финансировании региональных проектов составляет 13,5 %.

Таким образом, региональная инвестиционная политика в области финансирования в основном направлена на корпоративный сектор экономики, поскольку государство не имеет средств полноценно участвовать в крупномасштабных региональных инвестициях, так как существуют определенные финансовые ограничения. В связи

Таблица 18

Реальные инвестиционные проекты, реализуемые при государственной поддержке за счет бюджетных ассигнований Инвестиционного фонда РФ в период с 2007 по 2021 г.*

№	Наименование инвестиционного проекта	Стоимость инвестиционного проекта, млн руб.	Источники финансирования реального инвестиционного проекта, млн руб.			
			собственные средства инвестора	заемные средства инвестора	средства бюджетов субъектов РФ**	средства Инвестиционного фонда РФ***
1	Строительство в Санкт-Петербурге автомобильной дороги «Западный скоростной диаметр»	212 724,9	16 057,6	91 804,7	54 152,9	50 709,7
2	Строительство в Санкт-Петербурге Орловского тоннеля под Невой в рамках развития Волго-Балтийского водного пути	47 740,6	5 008,48	11 686,41	15 467,94	15 577,77
3	Комплексное развитие Нижнего Приангарья. Инвестиционные проекты в рамках комплексного инвестиционного проекта: реконструкция и строительство участков автодороги Канск — Абан — Богучаны — Кодинск; строительство мостового перехода через р. Ангару на автомобильной дороге Богучаны — Юрубчен — Байкит; строительство железнодорожной линии Карабула — Ярки в Богучанском районе; проектирование и строительство двух воздушных линий электропередачи (500 кВ) от строящейся Богучанской ГЭС до подстанции «Ангара»	213 915,00	60 821,00	118 871,00	–	34 223,00

Продолжение табл. 18

№	Наименование инвестиционного проекта	Стоимость инвестиционного проекта, млн руб.	Источники финансирования реального инвестиционного проекта, млн руб.			
			собственные средства инвестора	заемные средства инвестора	средства бюджетов субъектов РФ**	средства Инвестиционного фонда РФ***
4	Создание транспортной инфраструктуры для освоения минерально-сырьевых ресурсов юго-востока Читинской области	169 107,18	120 786,18	–	–	48 321,00
5	Строительство железнодорожной линии Кызыл — Курагино в увязке с освоением минерально-сырьевой базы Республики Тыва	131 622,10	82 349,5	–	–	49 272,60
6	Промышленный комплекс г. Новомосковска Тульской области. Инвестиционные проекты, входящие в комплексный инвестиционный проект: строительство моста через р. Любовка на 10-м километре участка Маклец — Бобрик — Донской Московской железной дороги; строительство новой станции Промгипсовая железнодорожной ветви Урванка — Промгипсовая Московской железной дороги; строительство автодороги Тула — Новомосковск в Киреевском и Новомосковском районах Тульской области	46 269,6	27 425	9 598,5	600,00	8 646,10

Окончание табл. 18

№	Наименование инвестиционного проекта	Стоимость инвестиционного проекта, млн руб.	Источники финансирования реального инвестиционного проекта, млн руб.			
			собственные средства инвестора	заемные средства инвестора	средства бюджетов субъектов РФ**	средства Инвестиционного фонда РФ***
7	Комплексный инвестиционный проект по реконструкции участка Оунэ — Высокогорная со строительством нового Кузнецовского тоннеля на участке Комсомольск-на-Амуре — Советская Гавань; инвестиционный проект, входящий в состав комплексного инвестиционного проектах по строительству нового Кузнецовского тоннеля	59 876,45	42 320,01	–	–	17 556,44
8	Комплексная программа строительства и реконструкции объектов водоснабжения и водоотведения г. Ростова-на-Дону и юго-запада Ростовской области	33 470,77	24 542,5	–	2 018,50 249,48****	6 660,29
	Итого	**914 726,6**	**379 310,3**	**231 960,6**	**722 488,8**	**230 966,90**

Примечания. Здесь и в табл. 20:

*Составлено на основе информационных данных Инвестиционного фонда РФ. (URL: www.minregion.ru).

**Средства бюджетов субъектов РФ предоставляются в форме бюджетных инвестиций.

***Бюджетные ассигнования Инвестиционного фонда РФ предоставляются в форме субсидий бюджетам субъектов РФ на софинансирование объектов капитального строительства государственной собственности субъектов РФ.

****Средства бюджета муниципального образования.

Таблица 19

Региональные инвестиционные проекты, реализуемые при государственной поддержке за счет бюджетных ассигнований Инвестиционного фонда РФ

№	Наименование инвестиционного проекта	Стоимость инвестиционного проекта, млн руб.	Источники финансирования регионального инвестиционного проекта, млн руб.				
			собственные средства инвестора	заемные средства инвестора	средства бюджетов субъектов РФ	средства местных бюджетов	средства Инвестиционного фонда РФ
1	Реконструкция и расширение открытого акционерного общества «Игоревский деревообрабатывающий комбинат». Строительство завода древесноволокнистых плит (MDF) Развитие инфраструктуры в муниципальном образовании «Холм-Жирковский район» Смоленской области	7 236,17	201,58	–	68,85	–	766,91
2	Строительство и реконструкция водопроводных очистных сооружений г. Петрозаводска (II этап)	631,87	86,31	236,95	69,98	1,00	237,63

Продолжение табл. 19

№	Наименование инвестиционного проекта	Стоимость инвестиционного проекта, млн руб.	Источники финансирования регионального инвестиционного проекта, млн руб.				
			собственные средства инвестора	заемные средства инвестора	средства бюджетов субъектов РФ	средства местных бюджетов	средства Инвестиционного фонда РФ
3	Строительство производственно-логистического комплекса «Армакс Групп» на территории с. Масловка Воронежской области	5 093,06	1 424,83	3120,00	120,61	–	427,62
4	Реконструкция системы водоснабжения г. Перми	847,08	473,65	–	141,90	–	231,53
5	Развитие системы теплоснабжения в г. Владимир и Владимирской области	550,70	309,25	–	–	53,12	188,33
6	Строительство комбикормового завода в Рузаевском районе Республики Мордовия	583,57	181,3	348,40	–	14,00	39,87
7	Создание коммунальной и энергетической инфраструктуры для нового сыроваренного завода по производству твердых сыров мощностью 250 тонн молока в сутки (Республика Мордовия)	1 348,63	540,71	574,62	–	60,66	172,64

Продолжение табл. 19

№	Наименование инвестиционного проекта	Стоимость инвестиционного проекта, млн руб.	Источники финансирования регионального инвестиционного проекта, млн руб.				
			собственные средства инвестора	заемные средства инвестора	средства бюджетов субъектов РФ	средства местных бюджетов	средства Инвестиционного фонда РФ
8	Строительство малоэтажного жилья и коммунальной, энергетической, транспортной инфраструктуры района «Новалэнд» (Красноярский край)	9 217,36	6 984,62	699,67	521,25	–	1 011,82
9	Подстанция 110/10 кВ «Прибрежная», Омская область	2 126,36	1 191,94	262,17	262,17	–	410,08
10	«Симбирское кольцо», г. Ульяновск	3 051,22	1 808,59	333,91	–	240,90	667,82
11	Строительство инженерных сетей и сооружений территории комплексной застройки района улицы Богдана Хмельницкого (Чувашская Республика)	4 213,20	8,41	3 544,27	151,92	–	508,60
12	Массовая малоэтажная застройка в с. Воскресенское Ферзиковского района Калужской области	5 982,91	5 216,88	236,39	127,12	–	402,52
13	«Чистый Дон» (Ростовская область)	4 466,72	446,49	1 803,89	1 011,28	149,46	1 055,6

Продолжение табл. 19

№	Наименование инвестиционного проекта	Стоимость инвестиционного проекта, млн руб.	Источники финансирования регионального инвестиционного проекта, млн руб.				
			собственные средства инвестора	заемные средства инвестора	средства бюджетов субъектов РФ	средства местных бюджетов	средства Инвестиционного фонда РФ
14	Строительство объектов социальной и инженерной инфраструктуры города Уфы (Республика Башкортостан)	3 827,19	1 795,25	573,93	369,62	84,58	1 003,81
15	Строительство стеклотарного завода «Анжи-Стекло» (Республика Дагестан)	3 890,56	107,28	2 491,04	267,54	–	1 024,70
16	Полигон ТБО, г. Новокузнецк, площадка «Маркино»	728,82	–	367,78	145,73	3,30	212,01
17	Создание первой очереди промышленной зоны «Заволжье», г. Ульяновск	4 151,62	3 604,90	–	246,75	20,41	279,56
18	Строительство комбината по глубокой переработке древесины «Зеленая фабрика» (Томская область)	1 616,02	173,47	996,0	100,69	–	345,86

Окончание табл. 19

№	Наименование инвестиционного проекта	Стоимость инвестиционного проекта, млн руб.	Источники финансирования регионального инвестиционного проекта, млн руб.				
			собственные средства инвестора	заемные средства инвестора	средства бюджетов субъектов РФ	средства местных бюджетов	средства Инвестиционного фонда РФ
19	Строительство инженерных, транспортных сетей, зданий и сооружений территории комплексной застройки жилого района «Юго-Западный — 2», г. Белгород	8 826,52	560,48	6 541,14	756,0	–	968,90
20	Строительство Курганской ТЭЦ-2 (Курганская область)	12 545,62	3 758,02	7 459,13	336,87	–	991,60
21	Строительство завода по производству стеклотары и развитие инфраструктуры муниципального образования «Город Алексин» Алексинского района Тульской области	6 785,06	1 091,61	4 263,75	386,21	50,69	992,80
22	Индустриальный парк «Камские Поляны» (Республика Татарстан)	1 727,55	0,10	882,91	346,26	–	498,28
23	Первая очередь программы развития АПК Тамбовской области	1 4930,50	2 610,66	1 1197,40	240,54	–	881,90
	Итого	**98 179,46**	**32 576,33**	**45 933,35**	**5 671,29**	**678,12**	**13 320,37**

с этим с точки зрения государства привлечение частных инвестиций в рамках концессионного соглашения — это стратегическое и перспективное направление государственной инвестиционной политики, обоснованное в первую очередь снижением государственных инвестиционных расходов.

Разные модели концессий государственно-частного партнерства направлены на эффективное управление государственным имуществом. Они отличаются от аренды разделением рисков, участием государства, передачей частному инвестору некоторых государственных функций. Запуск концессионных механизмов в России создаст серьезные бюджетные последствия.

Во-первых, увеличатся приток инвестиций и налоговые сборы от концессионных проектов.

Во-вторых, изменится структура государственных расходов. С одной стороны, снизятся инвестиционные расходы (за счет привлечения частных инвестиций). С другой стороны, переход от государственной модели управления к государственно-частным партнерствам (ГЧП) приведет к значительному снижению издержек[36].

В-третьих, концессии будут означать поступление концессионной платы, хотя сразу следует отметить, что это не основной источник поступлений в федеральный бюджет (так, например, в Хорватии она составляет не более 0,5 %)[37].

В-четвертых, легализация концессионных механизмов в России потребует создания и введения предусмотренной Налоговым кодексом главы о специальном налоговом режиме для концессий.

---

[36] Так, в секторе водоснабжения и канализации в США и Канаде ГЧП приводят к снижению издержек на 10–40 %, в Шотландии — на 20 %, в Ирландии — на 25–30 %. В области транспорта, по оценкам Европейской комиссии, — на 10–17 %. По данным Arthur Andersen, в Великобритании в среднем для разных секторов экономия составляет 17 %.

[37] Дело в том, что основным концедентом являются региональные и местные власти, цель концессий — найти и привлечь инвестора в инвестиционные проекты, а концессионная плата используется как элемент особого налогового режима. Однако есть и другие примеры: так, в Чили при заключении одной дорожной концессии плата составила 100 млн долл. США при объеме инвестиций 500 млн долл.

Вопрос налогообложения концессионера является одним из наиболее важных и значимых. Представляется целесообразным разработать специальный налоговый режим для концессионных соглашений. Такая возможность существует и не противоречит принятой первой части Налогового кодекса РФ.

Особенность налогообложения концессий заключается в том, что для концессионера устанавливаются единый концессионный налог или регулярные платежи (роялти). При налогообложении природных ресурсов учитывается специфика этих ресурсов. Необходимость введения особого налогового режима обусловливается правовыми и инфраструктурными особенностями.

Налоговые преобразования в области концессионной деятельности очень важны для перспективного развития концессионных проектов и должны рассматриваться в зависимости от типа сделки и сектора, принимая во внимание экономические и отраслевые особенности. Поэтому эта сфера в частных руках без финансового участия государства эффективно работать не будет. Предоставление особых условий и финансовой поддержки в реальном секторе означает не льготы, а выравнивание финансово-экономических условий отрасли с другими полностью «рыночными» сферами с тем, чтобы можно было запустить в этой отрасли рыночные механизмы и инструменты. Участие же частного бизнеса в управлении и финансировании позволяет повысить эффективность реального сектора экономики. Общий принцип таков: развитые страны больше используют финансовые механизмы (участие государства в проектах, предоставление субсидий), а развивающиеся — налоговые.

Если говорить о налоговых льготах вообще, то это активный инструмент инвестиционной политики во многих странах мира. В некоторых странах налоговые льготы предоставляются в соответствии с планами экономического развития и одобряются соответствующим министерством (Узбекистан, Бразилия, Литва, США, Чили). Но во многих странах эти льготы предоставляются непосредственно инвестициям в инфраструктуру или увязаны с концессионными механизмами. В соответствии с опубликованным

обзором налоговых льгот в сфере инфраструктуры особые условия применяют некоторые развивающиеся страны (табл. 20). При этом преимущества особого налогового режима состоят в следующем: оптимальное сочетание стабильности и гибкости; учет реальной рентабельности проектов; существование четких правил предоставления финансовых преимуществ. Особый налоговый режим должен так сбалансировать концессионную плату и налоговые платежи, чтобы обеспечить инвесторам рыночные условия функционирования и одновременно решить правовые вопросы.

Необходимо учитывать следующие недостатки концессионной деятельности как государственно-частного партнерства в области привлечения инвестиций:

— исчезновение стимулов к эффективной работе у инвестора при субсидиях, замещающих оплату услуг потребителями, не зависящих от эффективности производства;

— вероятность неблагоприятного отбора — полное «страхование» может привести к тому, что инвесторы будут искать проекты с чрезмерным риском, зная, что его покроет государство;

— более высокие ожидания принятия неэффективных решений в государственных структурах, чем в частных, особенно в экономиках переходного периода;

— финансовые ограничения — государство не имеет средств полноценно участвовать в крупномасштабных инвестициях.

Оценивая последствия введения концессий в российскую экономику, будем исходить из того, что государство оказывает концессионной деятельности действенную поддержку[38]. Таким образом, концессии сгенерируют дополнительные налоговые доходы вследствие притока инвестиций; снизят неинвестиционные расходы бюджета в соответствующих секторах экономики путем перераспределения денежных потоков.

[38] В качестве возможных видов государственной поддержки, как правило, рассматриваются следующие: предоставление государственных гарантий или государственного страхования; предоставление субсидий; кредитование, участие в активах или обеспечение дополнительных (сопряженных) инвестиций; изменения в налоговой системе.

Таблица 20

Налоговые льготы в концессионных схемах некоторых стран

Страна	Объект льгот	Содержание льготы
Таиланд	Инвестиции в коммунальную инфраструктуру	Освобождение от налога на корпорации на 8 лет, снижение импортных пошлин в 2 раза (для развитых регионов)
Турция	BOOT-проекты	Инвестиционный вычет до 200 % в зависимости от региона, бесплатное предоставление государственных земель, возмещение НДС, освобождение от импортных пошлин
Вьетнам	Инфраструктура и BOOT-проекты	Проекты в сфере инфраструктуры и проекты, которые будут переданы государству, — в течение 12 лет после начала операций применяется ставка в 15 %; проекты инфраструктуры в отсталых регионах — освобождение от налога на доход в течение 4 лет с первого года получения прибыли и снижение налога на 50 % в течение следующих 4 лет. Крупные проекты и проекты в горной местности могут быть освобождены от налога на доходы на 8 лет после получения прибыли. BOOT-проекты, которые выполняются специальными BOOT-компаниями, — льготное налогообложение (налог на прибыль в 10 %, налоговые каникулы 4 года после получения первой прибыли и снижение налога на 50 % в течение следующих 4 лет)
Казахстан	Инфраструктура	100 % отмена налогов в течение первых 5 лет и снижение налогов на 50 % в течение следующих 5 лет, а также частичное или полное освобождение от таможенных пошлин
Панама	Инфраструктура	Государственная земля — концессии до 20 лет, объем льгот согласовывается с соответствующим министерством, налоговый кредит — до 25 % в год

Вполне закономерно выглядит требование о том, что инвестор должен иметь государственные гарантии стабильности для своих инвестиций. Дело в том, что иностранный капитал должен привлекаться на условиях, которые обеспечивают интересы страны, но при этом важно стремиться к достижению компромисса с инвесторами. В противном случае, как показывает исторический опыт, защита отечественных интересов путем игнорирования запросов партнеров превращается в свою противоположность, фактически блокируя приток капиталов. Концессии получили значительное развитие в Европе (программы частного финансирования инфраструктур в Англии, Голландии, Португалии и Испании), в Японии и в других странах мира.

Латинская Америка и Карибы — 37 BOOT-[39] и BOO-контрактов пришли к финансовому завершению. В Колумбии, Бразилии и Гватемале — 18 проектов с инвестициями в 4,8 млрд долл. Европа и Центральная Азия — семь BOOT- и BOO-проектов строительства новых объектов на сумму 3,5 млрд долл., из них пять проектов на сумму 3,2 млрд — в Турции. Это означает, что ежегодно на основе концессионных механизмов инвестируется более 20 млрд долл., из них 70 % приходится на пять стран. Эффективное создание в России концессионного режима позволит привлекать около 3 млрд долл. в год, вследствие чего сумма накопленных инвестиций, а значит, и поступлений в бюджет будет с каждым годом увеличиваться.

Можно также сделать оценку на основе инвестиционных потребностей и государственных инвестиционных программ. Так, например, Ирландия разработала национальный план развития, в соответствии с которым в течение пяти лет планируется привлечь 2,35 млрд евро частных инвестиций в инфраструктуру. При этом доля государственно-частных партнерств от общего объема инвестиций по секторам составляет около 30 % (табл. 21). Самый большой

[39] BOOT-проекты в данной статистике проходят как «создание новых инфраструктур». Так, например, в области электроэнергетики такие инвестиции составили более 8 млрд долл.

их удельный вес приходится на общественный транспорт и уборку, переработку мусора, соответственно 32 % и 36 %.

Таким образом, приток частных инвестиций в инфраструктуру в размере 2,5 млрд долл. в год при рентабельности в 10 % и 20-процентном налоге на прибыль (с учетом возможных особенностей специального налогового режима) будет означать поступление в бюджет около 50 млн долл. ежегодно. Через 10 лет в бюджет дополнительно поступит около полумиллиарда долларов.

Многие из потенциальных инвесторов, например Внешэкономбанк и ЕБРР, считают государственно-частные проекты, в том числе осуществляемые с использованием концессий, приоритетными и сохраняют возможности для финансирования перспективных проектов по развитию инфраструктуры. Данное обстоятельство должно быть использовано региональными и муниципальными властями для строительства новых качественных высокотехнологичных объектов инфраструктуры в сферах транспорта, энергетики, здравоохранения, спорта, туризма и т. д.

Перспективные направления для развития концессий:

- Необходимо расширить перечень типов и видов концессионных договоров.
- Следует разработать систему регулирования отношений, связанных с использованием государственной собственности: Земельный кодекс, закон о государственной собственности (или имуществах), закон об аренде земли, закон о природных ресурсах.

Таблица 21

Финансирование государственно-частного партнерства в Ирландии

Сектор экономики	Инвестиции в ГЧП	
	млн евро	доля от инвестиций, %
Национальные дороги	1 270	23
Общественный транспорт	381	32
Водоснабжение и канализация	127	9
Уборка и переработка мусора	571	36
Всего	**2 349**	**100**

Основным элементом этой системы должен быть законодательный акт рамочного (или зонтичного) типа, наподобие закона о концессионных договорах.

- Необходимо рассмотреть вопрос о предоставлении инвестору неких государственных гарантий: стабильности для инвестирования на период действия проекта, неизменности системы налогов и сборов и т. д.
- Следует законодательно определить, что государство при любых односторонних действиях сохраняет в неприкосновенности баланс финансовых интересов сторон, возмещая инвестору понесенные им убытки от таких действий.
- Договор концессии должен заменить лицензию, при этом сама лицензия не исчезает, она выполняет роль документа, формально регистрирующего права инвестора. Непосредственным и единственным источником прав пользования становится договор.

Разные модели концессий в системе договоров находятся между приватизацией и функционированием государственного предприятия. Они отличаются от аренды разделением рисков, участием государства, передачей некоторых государственных функций.

В настоящее время региональная инфраструктурная модель на основе концессии имеет возможность осуществления платежей концендента в отношении всего перечня объекта концессионного соглашения. Для региональной концессионной политики можно выделить следующие преимущества концессионных соглашений:

— привлечение частных инвестиций для строительства, реконструкции и эксплуатации дорогостоящих инфраструктурных объектов при отсутствии бюджетных средств;

— использование управленческого опыта, технологий и профессиональных компетенций частного инвестора для реализации сложных инфраструктурных проектов;

— распределение рисков по развитию отдельных объектов концессии между государством и частным инвестором;

— формирование благоприятного инвестиционного климата региона и привлечение инвесторов в развитие объектов инфраструктуры государственной собственности.

По данным рейтингового агентства «Эксперт», средний уровень инвестиционной привлекательности российских регионов незначительно вырос. Рост инвестиционной привлекательности российских регионов повлиял на средний уровень развития государственно-частного партнерства в регионах РФ. В табл. 22 представлены целевые значения уровня развития государственно-частного партнерства в регионах РФ по Уральскому федеральному округу.

В условиях модернизации экономических отношений основными факторами, влияющими на уровень реализации концессионных соглашений в региональной концессионной политике, являются:

— адекватная нормативно-правовая база, регулирующая порядок и принципы заключения концессии, наличие конкурсной процедуры, определение сроков и ответственных субъектов;

— институциональная среда в сфере ГЧП — специализированные государственные органы или структуры, обладающие компетенциями по разработке и сопровождению концессионных проектов;

— стабильная конъюнктура в регионе и отсутствие политических рисков, которые могут негативно повлиять на процесс выполнения концессионного соглашения;

Таблица 22

Целевые значения уровня развития государственно-частного партнерства в регионах Уральского федерального округа, %

№ п/п	Субъект РФ	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	Курганская область	27,5	35,6	43,8	52,0	60,1	68,3
2	Свердловская область	52,6	60,4	68,3	76,1	83,9	91,8
3	Тюменская область	27,0	36,5	46,0	55,5	65,0	74,5
4	ХМАО-Югра	39,0	47,8	56,6	65,5	74,3	83,1
5	Челябинская область	33,0	42,5	52,0	61,5	71,0	80,5
6	ЯНАО	27,4	36,9	46,4	55,9	65,4	74,9

— конкуренция между частными инвесторами, способными участвовать в реализации концессии (прозрачные конкурсные процедуры и выбор эффективного инвестора);

— стратегии развития инфраструктуры субъекта РФ, в том числе программы привлечения инвестиций и применения механизмов государственно-частного партнерства.

В настоящее время многими учеными рассматриваются основные меры государственной поддержки частного бизнеса в различных субъектах Российской Федерации, выявляются проблемы и формулируются дополнительные условия привлечения частных инвестиций в инфраструктурные проекты регионов на основе концессионных соглашений.

Таким образом, региональная концессионная политика в основном направлена на корпоративный сектор экономики, поскольку государство не имеет средств полноценно участвовать в крупномасштабных региональных инвестициях, так как существуют определенные финансовые ограничения. С точки зрения государства привлечение частных инвестиций в рамках концессионного соглашения — это стратегическое и перспективное направление государственной инвестиционной политики, обоснованное в первую очередь снижением государственных инвестиционных расходов.

Финансовый механизм концессионного соглашения может сыграть в инвестиционных процессах положительную роль, закрепить позитивные тенденции и вывести на траекторию устойчивого экономического роста.

3.3.2. Особенности деятельности совместных предприятий

Развитие международных экономических отношений посредством организации международной кооперации производства, в том числе и через совместные предприятия, в последнее десятилетие приобретает все большее распространение.

В условиях проведения различных экономических реформ, ориентированных на глобализацию мирохозяйственных связей на основе рыночных отношений, в нашей стране возникли различные виды собственности. Среди них определенное место занимают сов-

местные предприятия (СП), призванные способствовать развитию национальной экономики[40].

В теории и практике существует два понятия: смешанное предприятие и совместное предприятие. Под смешанным понимают отечественное предприятие, образованное двумя или несколькими хозяйствующими субъектами одной страны[41]. Напротив, совместные предприятия — это хозяйствующие единицы, созданные собственниками разных стран. Речь идет не об организационном сегменте совместного предпринимательства, а о финансовой составляющей данного бизнеса — инвестиционном сотрудничестве, привлечении капитала и месте совместных предприятий на инвестиционном рынке.

Таким образом, совместное предприятие — это предприятие с долевым участием иностранных инвестиций. Необходимость его создания обусловлена тем, что совместное предпринимательство способствует вхождению страны в систему мирового экономического пространства, а также играет значительную роль в формировании рыночной инфраструктуры. Дело в том, что для совместных предприятий характерны следующие основные черты: более передовая технология, высокая производительность труда, высокая фондоотдача, высокий уровень заработной платы, что положительно влияет на национальную экономику.

---

[40] Совместные предприятия — это форма международного предпринимательства. Анализ отечественной и зарубежной литературы в области привлечения прямых иностранных инвестиций, совместного предпринимательства и их влияния на состояние национальной экономики, представителями которой являются О. Т. Богомолов, С. Ю. Глазьев, Л. Григорьев, В. Б. Буглай, Р. И. Хасбулатов, Э. Г. Кочестков, М. А. Портнов, А. С. Булатов, Е. Л. Стровский, П. Линдерт, В. Ньмэн, Р. Янг, П. Дракер, В. Явиц, М. Портер, показал, что под совместным предприятием принято понимать такую форму хозяйственного и правового сотрудничества с иностранным партнером, при которой создается общая собственность на материальные и финансовые ресурсы, используемые для выполнения производственных, научно-технических, внешнеторговых и других функций. Характерной особенностью СП является и то, что производимые товары и услуги находятся в общей собственности отечественного и иностранного партнеров. Реализация всех видов продукции производится как в стране базирования СП, так и за рубежом.

[41] Например, смешанными являются государственно-частные, муниципально-частные и другие национальные предприятия.

Создаваемые в России совместные предприятия могут сыграть позитивную роль в привлечении в страну реальных (прямых) инвестиций — новой техники и технологий, современных методов международного маркетинга и передового управленческого опыта.

Приток прямых иностранных инвестиций в совместные предприятия может стать одним из возможных для нашей страны способов сосредоточения материальных и финансовых средств. Также совместное создание производственных единиц с передовой технологией и техникой повышает их конкурентоспособность. Кроме этого совместные предприятия играют важную роль в преодолении различного рода барьеров, затрудняющих развитие внешнеэкономических связей между странами. Осуществляя совместную деятельность с другими хозяйствующими субъектами, иностранный инвестор диверсифицирует свои риски.

Интеграция российской экономики в систему мирохозяйственных связей обусловливает достаточно высокие темпы создания совместных предприятий, отличающихся многообразием форм, особенностями механизма формирования уставного фонда, среды функционирования и т. д.[42] В связи с этим можно классифицировать совместные предприятия на основе различных признаков (рис. 15).

На территории России совместные предприятия могут иметь определенные формы в зависимости от целей создания предприятия (табл. 23).

Основная доля реальных инвестиционных проектов располагается на стадиях текущего инвестиционного строительства или запуска производства. Это хороший показатель для реального сектора российской экономики, поскольку инвестиционная активность совместных предприятий с участием иностранного капитала в последнее время набирает обороты (табл. 24).

[42] Для России доля в уставном фонде СП должна составлять не менее 51 %. СП являются юридическими лицами, они могут от своего имени заключать договоры, приобретать имущественные и личные неимущественные права и нести обязанности, быть истцами и ответчиками в суде и третейском суде. Совместные предприятия имеют самостоятельный баланс и действуют на основе полного хозяйственного расчета, самоокупаемости и самофинансирования.

В настоящее время в реальном инвестировании существует пять стадий реализации инвестиционных проектов: 0 — фактурное заявление о намерении; 1 — реально начатое строительство; 1,5 — текущее инвестиционное строительство; 2 — завершенное строительство; 3 — запуск производства.

По данным зарубежных специалистов, наиболее привлекательными районами для вложения иностранного капитала в РФ

Рис. 15. Классификация совместных предприятий по разным признакам и видам

Таблица 23

Формы организации совместных предприятий в РФ

Форма совместного предприятия	Назначение
Совместный контроль юридического лица	Объединение двух или более хозяйствующих субъектов, приводящее к возникновению третьего юридического лица, которое создается в целях занятия определенным видом деятельности. Но данная кооперация не является длительным сотрудничеством. Юридическое лицо создается для достижения какой-либо определенной цели (например, вхождения на рынок). Совместно контролируемый хозяйствующий субъект создается согласно договору, который определяет долю участия в собственности и управлении каждой из сторон, срок действия соглашения. Ни одна из сторон не может самостоятельно принимать управленческие решения относительно созданной компании
Совместный контроль отдельных активов	Совместная деятельность, предполагающая скоординированное использование отдельных активов компаний инвесторов в целях воздействия на общий проект, который не организован в форме отдельного юридического лица и функционирует со свободной организационной структурой. Активы и операции каждого партнера остаются под прямым контролем этого партнера
Совместный контроль операций	Вид совместной деятельности иностранного инвестора и резидента либо двух или более иностранных инвесторов, предполагающий вклад ресурсов в проект совместного предприятия, который управляется одним из инвесторов или объединенной группой менеджеров. В такой организации соглашение о совместной деятельности определяет ее продолжительность и долю активов проекта, принадлежащую каждому из инвесторов

Таблица 24

Реальные инвестиционные проекты на территории России с участием совместных предприятий

№ п/п	Реальный инвестиционный проект	Объем инвестиций, млн долл.	Регион	Стадия реализации	Собственник	Мощность
1	Автомобилестроительный завод	3 600	Татарстан	0	СП «Fiat» и «Соллерса»	500 тыс. легковых автомобилей
2	Автосборочный завод	705	Калужская область	3	СП PSA «Peugeot Citroen» и «Mitsubishi Motors»	125 тыс. легковых автомобилей
3	ТЭЦ	660	Ярославская область	0	СП «Huadian» и ГК «Синтез»	450 МВт
4	Целлюлозно-бумажный комбинат	630	Иркутская область	1	Группа «Илим»	1 млн т товарной целлюлозы
5	Шинный завод	567	Татарстан	3	СП «Continental» и «Татнефть»	1,2 млн шт. шин
6	Автосборочный завод	500	Санкт-Петербург	1,5	«Hyundai Motors Co»	150 тыс. легковых автомобилей
7	ТЭЦ	467	Татарстан	1,5	СП PvT «Capital» и «Баско»	240 МВт и 210 Гкал
8	Завод по производству литий-ионных батарей	450	Новосибирская область	0	СП «Thunder Sky» и «Роснано»	–
9	Шинный завод	400	Липецкая область	1	«Yokohama»	1,5 млн шт. шин

Продолжение табл. 24

№ п/п	Реальный инвестиционный проект	Объем инвестиций, млн долл.	Регион	Стадия реализации	Собственник	Мощность
10	Завод по производству МДФ-плит	250	Краснодарский край	1	Индустриальный союз Донбасса	300 тыс. $м^3$ МДФ-плит
11	Торговый центр	215	Санкт-Петербург	1,5	«Stockmann»	100 тыс. $м^2$ торговых и офисных помещений
12	Завод по производству гипсокартонных листов и сухих смесей	150	Иркутская область	2	«Knauf»	60 млн $м^2$ гипсокартонных листов
13	Мясоперерабатывающий завод и распределительный центр	150	Московская область	3	«Inalca JBS»	25 тыс. т гамбургеров, склад на 13 тыс. т продукции
14	Фабрика по производству туалетной бумаги	140	Тульская область	3	«Svenska Cellulosa Aktiebolaget»	30 тыс. т гигиенической бумаги
15	Завод по сборке тракторов и склад запчастей	125	Московская область	1,5	«John Deere»	–
16	Фабрика мороженого и логистический комплекс	115	Тульская область	1,5	«Unilever»	60 тыс. $м^2$ складских помещений

Окончание табл. 24

№ п/п	Реальный инвестиционный проект	Объем инвестиций, млн долл.	Регион	Стадия реализации	Собственник	Мощность
17	Фабрика по производству подгузников	75	Тульская область	2	«Svenska Cellulosa Aktiebolaget»	–
18	Завод по производству силовых трансформаторов	40	Воронежская область	0	«Siemens»	100 ед. трансформаторного оборудования
19	Завод по переработке фруктов	38	Калужская область	2	«Zuegg»	24 тыс. т фруктовых и молочных наполнителей
20	Автосборочная линия	33	Татарстан	3	СП «Mitsubishi Fuso Truck» и «КамАЗ»	1 тыс. среднетоннажных грузовых автомобилей
21	Торговый центр	27	Томская область	1,5	«Metro Cash & Carry»	–
22	Автокомпонентный завод	25	Нижегородская область	3	СП «T. RAD» и «РМ-Системс»	600 тыс. шт. радиаторов

Примечание. Знак «–» — нет данных.

считаются Москва, Санкт-Петербург, Республика Карелия, Калининградская область, ХМАО. Наибольшую активность в создании совместных предприятий и коммерческих организаций проявляют инвесторы из Турции, Кипра (рис. 16).

За последнее время на территории России было создано около 30 тыс. совместных предприятий с участием иностранных фирм из более 60 стран. Это можно объяснить заинтересованностью России в привлечении прямого иностранного капитала, успехами нашей страны в продвижении свободного рыночного хозяйства и самое главное — высоким процентом прибыли.

За последние годы число предприятий в России, имеющих иностранные инвестиции, значительно выросло. Однако темпы их роста, масштабы привлечения иностранного капитала, отраслевая структура и география размещения далеки от потенциальных возможностей нашей страны.

Совместное предпринимательство получило довольно широкое распространение при осуществлении международного бизнеса в области привлечения прямых (реальных) инвестиций. В заключение выделим основные преимущества совместного предпринимательства:

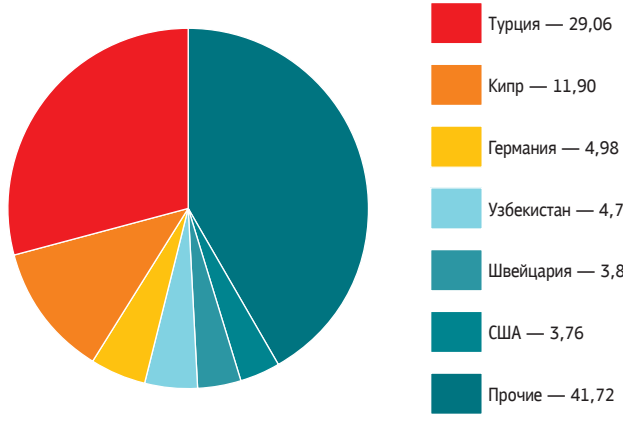


Рис. 16. Российские коммерческие организации с иностранными инвестициями, % (источник: Россия в цифрах, 2017. С. 428)

— ориентация на долгосрочное сотрудничество сторон в одной или нескольких сферах хозяйственной деятельности;

— объединение собственности партнеров (денежных средств, зданий и сооружений, машин и оборудования, прав интеллектуальной собственности и т. п.) для достижения общей цели;

— совместное формирование уставного капитала;

— возможность комплексного использования усилий партнеров по взаимодействию во всех предпроизводственных, производственных и сбытовых сферах; объединение наиболее сильных взаимодополняющих элементов производительных сил, принадлежащих партнерам; достижение синергетического эффекта;

— возможность глубокого изучения соответствующего рынка и приобретения опыта, необходимого для расширения деятельности на нем в долгосрочной перспективе;

— снижение затрат на производство продукции, поступающей от СП иностранной фирме-партнеру по кооперационным связям;

— формирование органов управления СП (совета директоров, правления), независимых от органов управления предприятий (фирм) — учредителей СП;

— относительная экономия на административных, управленческих и сбытовых расходах, связанных с деятельностью СП, по сравнению с расходами на те же цели в случае открытия за рубежом предприятий, полностью принадлежащих иностранным инвесторам, а также представительств и филиалов иностранных юридических лиц;

— восполнение недостающих производственных мощностей за счет предприятий партнера;

— совместный риск и совместная ограниченная ответственность партнеров.

Подчеркнув позитивные черты совместного предпринимательства, нельзя не остановиться и на его недостатках. Самая большая опасность, которая может ожидать при создании СП, — это проблемы во взаимоотношениях с партнерами. Как показывает практика, проблемы имеют место в большинстве как вновь создаваемых, так и давно функционирующих совместных компаний. В рамках

СП непосредственное руководство хозяйственной деятельностью, проблемы стратегии и тактики могут быть решены исключительно с учетом мнения партнера. Порой возникает необходимость достаточно длительного согласования и достижения взаимопонимания при разработке совместной концепции, что ведет к потерям времени. Основные сферы, в которых, как правило, возникают конфликты между партнерами: распределение прибыли (стремление одной стороны получить дивиденды, а другой — направить их на развитие предприятия; извлечение одной из сторон больших выгод для себя, чем для партнера, и т. п.), неравнозначная активность партнеров, стремление одного из партнеров к более активному участию в управлении.

3.3.3. Особые экономические зоны России

Особые экономические зоны (ОЭЗ) получили широкое распространение в мировой экономике как развивающихся, так и развитых стран. В настоящее время в мире, по разным данным, действует от 500 до 1500 свободных (особых) экономических зон. Как показывает мировая практика, ОЭЗ используются не только как способ привлечения инвестиций, но и как инструмент региональной экономической политики. В зависимости от социально-экономического развития страны эти функции, как правило, разделяются. Высокоразвивающиеся страны используют их для привлечения инвестиций, тогда как высокоразвитые — для стимулирования депрессивных регионов и решения проблем выравнивания уровня экономического развития. Применительно к современной России обе функции представляются исключительно важными и нашли отражение в законопроекте об особых экономических зонах.

В классическом международном понимании свободная экономическая зона (СЭЗ) — часть территории страны, на которой устанавливается льготный режим хозяйственной деятельности для иностранных инвесторов и предприятий с иностранными инвестициями, т. е. это территория, исключенная из действия обычного таможенного, налогового, а в некоторых случаях валютного и банковского законодательства.

СЭЗ от обычного офшорного региона отличается тем, что она не входит в общую таможенную территорию страны. С другой стороны, зарегистрированные здесь предприятия имеют полное право вести хозяйственную деятельность, что не разрешается в большинстве офшорных районов. Такие зоны определяются органами законодательной или исполнительной власти государства. Характерной чертой СЭЗ является выделение их из таможенной границы государства и установление особого режима регулирования ввоза и вывоза товаров и услуг.

Иностранным инвесторам и предприятиям с иностранными капиталами, осуществляющим хозяйственную деятельность в свободных экономических зонах, помимо прав и гарантий, предусмотренных действующим законодательством, могут предоставляться дополнительные льготы:

1. Упрощенный порядок регистрации предприятий с иностранными инвестициями. Предприятия с объемом иностранных инвестиций до 75 млн руб. подлежат регистрации в уполномоченных на то органах непосредственно в СЭЗ.

2. Льготный налоговый режим. Иностранные инвесторы и предприятия с иностранными инвестициями облагаются налогом по пониженным ставкам, включая налог на переводимую за границу прибыль. При этом ставки налогов не могут составлять менее 50 % действующих на территории РФ налоговых ставок для иностранных инвесторов и предприятий с иностранными инвестициями.

3. Пониженные ставки платы за пользование землей и иными природными ресурсами, предоставление прав на долгосрочную аренду сроком до 70 лет с правом субаренды.

4. Особый таможенный режим, включающий пониженные таможенные пошлины на ввоз и вывоз товаров, упрощенный порядок пересечения границы.

5. Упрощенный порядок въезда иностранных граждан, в том числе и безвизовый.

Итак, льготы, предоставляемые действующим в СЭЗ предприятиям, можно разделить на три большие группы:

— налоговые (пониженные налоговые ставки, частичное освобождение от уплаты региональных и местных налогов);

— финансовые (предоставление государственных субсидий в виде низких цен на коммунальные услуги или оплату аренды, бюджетные дотации);

— административные (упрощенный порядок регистрации предприятий, таможенных процедур, льготный визовый режим).

Существующие типы свободных экономических зон объединяет классификация по функциональным признакам и хозяйственной специализации. Существуют пять основных типов СЭЗ (рис. 17).

Таким образом, свободная экономическая зона — ограниченная территория, в которой действуют особо льготные экономические условия для таможенных пошлин на ввозимые товары, торговлю и инвестирование капиталов.

Существует два вида СЭЗ.

СЭЗ первого вида включают:

1) свободные торговые зоны и таможенные зоны;

2) экспертные промышленные зоны;

3) банковские и страховые зоны с льготным режимом операций;

4) технологические зоны (технополисы), обеспечивающие на основе различных льгот разработку и внедрение прогрессивной технологии;

5) комплексные свободные зоны (свободные города, особые районы и др.).

К СЭЗ второго вида относятся:

1) зоны экономического благоприятствования;

2) эколого-экономические зоны;

3) центры международного бизнеса.

Сегодня СЭЗ существуют в государствах, различных по уровню и характеру экономического развития. Их распределение по планете неравномерно. Наибольшим динамизмом процесс создания таких зон характеризуется в капиталистических странах. Обычно СЭЗ находятся вблизи транспортных узлов или на побережье, открывающем выход к обширным транснациональным рынкам (благоприятное географическое положение).

Рис. 17. Классификация свободных экономических зон

Для организации и развития СЭЗ любого типа необходимы наличие технической (водо- и энергосбережение, возможность подключения к современным системам телекоммуникаций) и социальной инфраструктуры, относительно дешевая и в то же время высококвалифицированная рабочая сила, высокий уровень обеспечения банковскими и финансовыми услугами, отсутствие административно-бюрократических препятствий, устойчивая правовая база.

В ряде зарубежных стран появились офшорные зоны. Понятие «офшорная зона» дословно означает «вне берега». Это финансовые центры, привлекающие иностранный капитал путем предоставления специальных налоговых и других льгот иностранным компаниям, зарегистрированным в стране расположения центра офшора. Основным признаком офшорной юрисдикции является льготный характер налогообложения. Налоговые льготы для компаний, зарегистрированных в офшорных зонах, представляют собой полное освобождение от уплаты всех местных налогов. Офшорные компании обязаны оплатить лишь разовый регистрационный сбор и оплачивать годовой сбор, ставки которого обычно фиксированы и не зависят от коммерческой активности офшорной компании.

Цель создания офшорных зон — развитие офшорного бизнеса, приносящего дополнительный доход стране. Налог на прибыль в офшорных зонах, как правило, отсутствует или составляет всего 1–2 % (кроме РФ). Вместо него взимается ежегодный сбор в установленных размерах (от 50 до 1000 долл.). В офшорных зонах упрощена процедура регистрации компаний. Минимальный размер уставного капитала не устанавливается. Для стран, создающих офшорные зоны на своей территории, выгода состоит в привлечении дополнительных иностранных инвестиций, увеличении доходов, создании новых рабочих мест, что способствует развитию национальной экономики.

В Российской Федерации создание особых (свободных) экономических зон регулируется на основании Федерального закона № 116-ФЗ от 22.07.2005 г., подзаконными актами, поправками и дополнениями к основному закону и ряду других законов. В соответствии с ФЗ № 116 от 22.07.2005 г. в России особые экономические

зоны — это часть территории Российской Федерации, на которой действует особый режим осуществления предпринимательской деятельности. Кроме этого появилась возможность создавать и учреждать следующие виды ОЭЗ: промышленные; технологические; туристские; логистические.

Промышленно-производственные зоны (ППЗ) — это обширные территории, расположенные в крупных промышленных регионах страны. Близость к ресурсной базе для производства, доступ к готовой инфраструктуре и основным транспортным артериям — это лишь основные характеристики промышленных зон, определяющие их преимущества. Размещение производства на территории промышленных зон позволяет повысить конкурентоспособность продукции на российском рынке за счет снижения издержек.

Под промышленно-производственной деятельностью понимается производство и переработка товаров с целью их дальнейшей реализации. Для ведения в такой зоне предпринимательской деятельности резидент зоны заключает с органом ее управления соответствующее соглашение. Резидентом ППЗ признается российская коммерческая организация (за исключением унитарной), зарегистрированная в соответствии с законодательством страны на территории муниципального образования, в границах которого расположена зона. По соглашению о ведении деятельности в ППЗ резидент зоны обязан осуществить капитальные вложения в рублях в сумме, эквивалентной не менее чем 10 млн евро. В первый год своей деятельности резиденту необходимо инвестировать не менее 1 млн евро (в рублях по соответствующему курсу).

На территории ППЗ не допускаются размещение объектов жилищного фонда, разработка месторождений полезных ископаемых и их переработка (за исключением минеральных вод, лечебных грязей), производство и переработка подакцизных товаров (за исключением легковых автомобилей и мотоциклов).

В настоящее время в России существует семь ОЭЗ промышленного типа, краткая характеристика которых представлена в табл. 25.

Технологические зоны — это научно-образовательные центры, имеющие богатые научные традиции и признанные исследователь-

ские школы, они открывают большие возможности для развития инновационного бизнеса, производства наукоемкой продукции и вывода ее на российские и международные рынки. Пакет таможенных льгот и налоговых преференций, доступ к профессиональным кадровым ресурсам наряду с растущим спросом на новые технологии и модернизацию различных отраслей российской экономики делает технологические ОЭЗ привлекательными для венчурных фондов, а также разработчиков и производителей высокотехнологичной продукции. В России в настоящее время существует пять ОЭЗ технологического типа, краткая характеристика которых представлена в табл. 26.

Туристические зоны (ТРЗ) создаются на одном или нескольких участках, определенных Правительством РФ, в том числе включающих частично либо полностью несколько административно-территориальных образований. Кроме того, земельные участки, входящие в ТРЗ, могут находиться во владении граждан и юридических лиц, в ней могут размещаться жилые объекты, а также особо охраняемые территории. Это одно из принципиальных отличий таких зон. Располагаясь в наиболее живописных и востребованных туристами регионах России, особые экономические зоны туристического типа предлагают благоприятные условия для организации туристического, спортивного, рекреационного и других видов бизнеса.

В России в настоящее время действует три ОЭЗ туристического типа, краткие характеристики которых представлены в табл. 27. Резидентами туристических зон могут быть индивидуальные предприниматели и коммерческие организации (за исключением унитарных предприятий), зарегистрированные в зоне и заключившие с органом ее управления соглашение об осуществлении соответствующего вида деятельности.

Соглашение о туристской деятельности подразумевает заключение с резидентами зоны договора аренды государственного или муниципального недвижимого имущества, расположенного в зоне. Арендные и иные платежи при этом зачисляются в бюджеты соответствующего уровня.

Логистические зоны создаются на территориях существующих морских и речных портов, открытых для международного сообщения и захода иностранных судов, на территориях аэропортов, открытых для приема и отправки воздушных судов, выполняющих международные перевозки, а также на территориях, предназначенных в установленном порядке для строительства, реконструкции и эксплуатации морского порта, речного порта, аэропорта. Находясь в непосредственной близости от основных транспортных путей, логистические ОЭЗ могут стать площадкой для организации судостроительной и судоремонтной деятельности, предоставления логистических услуг, а также базой для новых маршрутов.

Основной целью создания логистических ОЭЗ в России является стимулирование развития портового хозяйства и портовых услуг, конкурентоспособных по отношению к зарубежным аналогам.

Резидентом логистической ОЭЗ может быть коммерческая организация, за исключением унитарного предприятия, зарегистрированная в соответствии с российским законодательством на территории муниципального образования, в границах которого она расположена.

В настоящее время в России осуществляет свою деятельность одна логистическая зона, краткие характеристики которой представлены в табл. 28.

Создание ОЭЗ представляет собой перспективное направление развития российской экономики, предполагающее диверсификацию капитала как российских, так и иностранных инвесторов.

Механизм существования ОЭЗ предполагает особые преимущества по трем ключевым для бизнеса направлениям: налоговые и таможенные льготы, государственное финансирование инфраструктуры, снижение административных барьеров. Взаимосвязь данных факторов делает режим ОЭЗ привлекательным для российских и иностранных инвесторов.

Налоговое регулирование в ОЭЗ осуществляется через предоставление налоговых преференций, льгот: по налогу на прибыль — от 15,5 до 16,0 %, по налогу на имущество организаций, транспортному налогу, земельному налогу — 0 % в течение пяти лет с момента

Таблица 25

Основные характеристики ОЭЗ промышленного типа (ПТ) *

Название ОЭЗ ПТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/ Срок действия	Государственные инвестиции	Количество резидентов
ОЭЗ ПТ «Алабуга»	Создана в соответствии с Постановлением № 782 Правительства РФ от 21.12.2005 г. на территории Елабужского района Республики Татарстан	Производство автомобилей и автокомпонентов. Нефтехимия. Строительные материалы. Товары массового потребления. Приборостроение	4000 га/ 49 лет	План — 25 000 млн руб. Факт — 23 000 млн руб.	42 компании
ОЭЗ ПТ «Липецк»	Создана в соответствии с Постановлением № 782 Правительства РФ от 21.12.2005 г. на территории Грязинского района Липецкой области	Производство энергетического оборудования. Производство элементов и систем альтернативной энергетики. Производство машин, оборудования и автокомпонентов. Производство бытовой техники. Производство медицинского оборудования. Производство строительных материалов. Производство био- и наноматериалов	1024 га/ 49 лет	План — 17 789 млн руб. Факт — 7 533,58 млн руб.	23 компании

Продолжение табл. 25

Название ОЭЗ ПТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/ Срок действия	Государственные инвестиции	Количество резидентов
ОЭЗ ПТ «Тольятти»	Создана на территории муниципального района «Ставропольский» Самарской области в соответствии с Постановлением Правительства РФ № 621 от 12.08.2010 г.	Производство автомобилей и автокомпонентов. Продукция машиностроения. Строительные материалы. Товары массового потребления	660 га/ 49 лет	План — 7 200 млн руб. Факт — 1 600 млн руб.	17 компаний
ОЭЗ ПТ «Титановая долина»	Создана в соответствии с Постановлением № 1032 Правительства РФ от 16.12.2010 г. на территории Верхнесалдинского городского округа Свердловской области	Производство продукции для нужд авиастроения. Атомная энергетика. Производство оборудования для добычи углеродов. Производство электрооборудования и контрольно-измерительного оборудования. Железнодорожное машиностроение. Производство лекарственных препаратов и медицинского оборудования. Производство строительных материалов, химические производства	584,4 га/ 49 лет	–	9 компаний

Продолжение табл. 25

Название ОЭЗ ПТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/ Срок действия	Государственные инвестиции	Количество резидентов
ОЭЗ ПТ «Могилино»	Создана в соответствии с Постановлением № 729 Правительства РФ от 19.07.2012 г. на территории Псковского района Псковской области	Машиностроение. Приборостроение	215 га/ 49 лет	План — 6 588,8 млн руб.	5 компаний
ОЭЗ ПТ «Калуга»	Создана в соответствии с Постановлением № 1450 Правительства РФ от 28.12.2012 г. на территории Людиновского района Калужской области	Производство машин и оборудования. Обработка древесины и производство изделий из дерева. Производство частей и принадлежностей автомобилей и их двигателей	1042 га/ 49 лет	План — 2 600 млн руб.	–

Окончание табл. 25

Название ОЭЗ ПТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/ Срок действия	Государственные инвестиции	Количество резидентов
ОЭЗ ПТ «Узловая»	Создана в соответствии с Постановлением № 302 Правительства РФ от 14.04.2016 г. на территории Узловского района Тульской области, в непосредственной близости от индустриального парка «Узловая»	Производство энергетического оборудования. Производство элементов и систем альтернативной энергетики. Производство машин, оборудования, автокомпонентов. Производство бытовой техники. Производство медицинского оборудования. Строительные материалы. Производство готовых металлических изделий. Производство био- и наноматериалов	471 га/ 49 лет	План — 17 355 млн руб.	4 компании

* Более подробную информацию по ОЭЗ разных типов (табл. 25–28) см.: http://www.russez.ru (дата обращения: 02.10.2017).

Таблица 26

Основные характеристики ОЭЗ технологического типа (ТТ)

Название ОЭЗ ТТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/Срок действия	Государственные инвестиции	Количество резидентов
ОЭЗ ТТ «Дубна»	Создана в соответствии с Постановлением № 781 Правительства РФ от 21.12.2005 г. на территории г. Дубны (Московская область)	Информационные технологии. Ядерно-физические и нанотехнологии. Био- и медицинские технологии. Проектирование сложных технических систем	187,7 га/ 49 лет	План — 17 171 млн руб. Факт — 8 342,48 млн руб.	90 компаний
ОЭЗ ТТ «Санкт-Петербург»	Создана 21.12.2005 г. в соответствии с Федеральным законом от 22.07.2005 г. № 116-ФЗ «Об особых экономических зонах в Российской Федерации» и постановлением Правительства РФ № 780 «О создании на территории г. Санкт-Петербурга особой экономической зоны технико-внедренческого типа»	Информационные технологии и телекоммуникации. Энергоэффективность. Новые медицинские технологии и фармацевтика. Приборостроение и новые материалы	129,4 га/ 49 лет	План — 22 542 млн руб. Факт — 16 534 млн руб.	42 компании

Продолжение табл. 26

Название ОЭЗ ТТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/Срок действия	Государственные инвестиции	Количество резидентов
ОЭЗ ТТ «Зеленоград»	Создана в соответствии с Постановлением № 779 Правительства РФ от 21.12.2005 г. на территории Зеленоградского административного округа Москвы	Микроэлектроника. Энергосберегающие технологии. Биотехнологии. Информационные и коммуникационные технологии. Другие виды высокотехнологичного научно-производственного бизнеса	127 га/ до 2055 г.	План — 93 955 млн руб. Факт — 6 734 млн руб.	37 компаний
ОЭЗ ТВТ «Томск»	Создана 21.12.2005 г. в соответствии с Федеральным законом от 22.07.2005 г. № 116-ФЗ «Об особых экономических зонах в Российской Федерации» и постановлением Правительства РФ № 783 «О создании на территории г. Томска особой экономической зоны технико-внедренческого типа» (ТВТ)	Информационно-коммуникационные и электронные технологии. Технологии производства новых материалов и нанотехнологии. Биотехнологии и медицинские технологии. Ресурсосберегающие технологии	270 га/ 49 лет	План — 19,4 млрд руб. Факт — 12,3 млрд руб.	67 компаний

Окончание табл. 26

Название ОЭЗ ТТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/Срок действия	Государственные инвестиции	Количество резидентов
ОЭЗ ТВТ «Иннополис»	Создана в соответствии с Постановлением № 781 Правительства РФ от 01.11.2012 г. на территории Республики Татарстан	Информационные технологии	294 га/ 49 лет	–	–

Таблица 27

Основные характеристики ОЭЗ туристического типа (ТТ)

Название ОЭЗ ТТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/Срок действия	Государственные инвестиции	Количество резидентов
ОЭЗ ТТ «Байкальская гавань»	Создана в соответствии с Постановлением Правительства РФ № 68 от 03.02.2007 г., соглашением «О создании на территории Республики Бурятия особой экономической зоны туристско-рекреационного типа» № 2768-ГГ/ Ф7 от 02.03.2007 г.	Лечебно-оздоровительный туризм. Круизный туризм. Горнолыжный туризм. Экологический туризм. Экскурсионный туризм. Религиозный туризм	3613 га/ 20 лет	Факт — 2 700 млн руб.	12 компаний

Продолжение табл. 27

Название ОЭЗ ТТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/Срок действия	Государственные инвестиции	Количество резидентов
ОЭЗ ТТ «Бирюзовая Катунь»	Создана в соответствии с Постановлением Правительства РФ «О создании на территории Алтайского района Алтайского края особой экономической зоны туристско-рекреационного типа» от 03.02.2007 г. № 69, соглашением между Правительством РФ, Администрацией Алтайского края и Администрацией Алтайского района «О создании на территории Алтайского края особой экономической зоны туристско-рекреационного типа» № 2778-ГГ/Ф7 от 02.03.2007 г.	Гостиничный бизнес. Общественное питание. Туристско-экскурсионное обслуживание. Спортивно-оздоровительные услуги	3 326,3 га/ 49 лет	План — 8 200 млн руб. Факт — 1 700 млн руб.	17 компаний

Окончание табл. 27

Название ОЭЗ ТТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/Срок действия	Государственные инвестиции	Количество резидентов
ОЭЗ ТТ «Ворота Байкала»	Создана в соответствии с Постановлением Правительства РФ № 72 от 03.02.2007 г.	Деловой туризм. Экскурсионный туризм. Лечебно-оздоровительный туризм. Экологический туризм. Спортивный и приключенческий туризм. Водный и круизный туризм. Горнолыжный туризм	756,97 га/ 49 лет	План — 11 800 млн руб.	6 компаний

Таблица 28

Основные характеристики ОЭЗ логистического типа (ЛТ)

Название ОЭЗ ЛТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/ Срок действия	Государственные инвестиции	Количество резидентов
ОЭЗ ЛТ «Ульяновск»	Портовая ОЭЗ, создана в соответствии с Постановлением № 1163 Правительства РФ от 30.12.2009 г. на территории Ульяновской области	Производство авиационной техники. Техническое обслуживание и ремонт авиационной техники. Логистика авиационных грузов. Авиационный хаб	324,7 га/ 49 лет	План — 7 715 млн руб. Факт — 903,51 млн руб.	5 компаний

постановки на учет, по платежам в государственные внебюджетные фонды базовая ставка составляет 14 % (далее зависит от размера заработной платы).

Безусловно, существуют и другие формы привлечения инвестиций, такие как концессии, инвестиционные фонды, венчурные компании, государственные корпорации и т. д. Тем не менее особые экономические зоны — самостоятельная эффективная форма привлечения инвестиций и инструмент экономического развития.

Значимость ОЭЗ заключается в следующем. Во-первых, это государственно-частное партнерство. Оно заключается в совместном вложении средств бюджета и частных инвестиций в развитие той или иной территории. Данная форма привлечения инвестиций может быть особо востребована на региональном уровне, потому что в настоящее время регионы не только пытаются, но и уже создают такие региональные ОЭЗ (к примеру, Томская, Иркутская, Калининградская области).

Мировой опыт говорит о том, что большая часть существующих в мире особых (свободных) экономических зон — это зоны промышленно-производственного типа.

В Бразилии была создана свободная зона площадью 3,6 млн км^2 — «промышленный округ свободной зоны Манаус» (Амазония). Зоной были охвачены 30 промышленных предприятий, экспорт продукции которых составлял всего 3–5 % от общего объема их производства и продукция которых была необходима для внутреннего рынка. Стимулирование развития производства происходило через предоставление налоговых льгот.

Мексика достигла прогрессирующей диверсификации промышленного сектора вследствие успешного внедрения программы промышленного развития (промышленные предприятия, занимающиеся сборкой или обработкой иностранных компонентов и полуфабрикатов, временно импортируемых беспошлинно и реэкспортируемых обратно после сборки и переработки). Мексикой сделан особый упор на те, которые являются наиболее существенными стимулами для прямых иностранных инвестиций: это отсутствие дискриминации и национальный инвестиционный режим.

В Китае в рамках политики привлечения иностранных инвестиций в 14 городах были созданы зоны экономического и технологического развития. Предприятиям с иностранным капиталом предоставлялись налоговые льготы. Те из них, которые осуществляли реализацию инвестиционных проектов, рассчитанных на 10 лет и более, освобождались от уплаты налога на прибыль на два года с начала получения прибыли. В последующие три-пять лет они уплачивали половину установленной ставки налога, а предприятия, поставляющие на экспорт более 70 % объемов готовой продукции, — лишь треть установленной ставки.

В США к началу 1980-х гг. насчитывались 84 научно-технические зоны. Наиболее крупная — Силиконовая долина, на территории которой в настоящее время сосредоточено 20 % мирового производства компьютеров и вычислительной техники.

В большом количестве технопарки, производственные зоны и технополисы существуют в настоящее время в Голландии, Великобритании и Японии, обеспечивая работой сотни тысяч специалистов и привлекая ежегодно десятки миллиардов долларов.

Один из самых эффективных инструментов экономического развития, а значит, и привлечения инвестиций в национальную экономику — это особые экономические зоны. Поскольку именно в них происходит формирование уникальной деловой среды для активного развития инновационного бизнеса, производства научно-технической продукции и вывода ее на внутренний и внешний рынки. ОЭЗ является площадкой для реализации не только инвестиционных проектов в инновационной сфере, но и проектов совершенствования транспортной, жилищной, социально-бытовой инфраструктуры.

Основные преимущества особых экономических зон, влияющие как на инвестиционную сферу в целом, так и на инвестиционный бизнес в частности, следующие:

— наличие современной материально-технической базы для развития деятельности ОЭЗ соответствующего типа;

— благоприятный инвестиционный климат для ведения предпринимательской деятельности;

— обеспеченность доступа к эффективным финансовым ресурсам (инвестиционные, венчурные фонды и т. д.);

— расширенная сеть услуг для инновационного бизнеса (консалтинговых, маркетинговых, юридических и др.);

— широкий спектр возможностей для реализации экспортного потенциала;

— систематический обмен передовыми промышленными технологиями, методами управления.

Особые экономические зоны станут источником формирования условий для развития высокотехнологичных промышленных кластеров регионального уровня. Работа в кластере позволяет достичь совершенно иного уровня производительности труда и, как следствие, получить новый масштаб добавленной стоимости. Особые экономические зоны дают новые инвестиционные возможности для экономического развития и перспективного направления диверсифицированной экономики.

3.3.4. Международный лизинг в финансировании инвестиций

Необходимость совершенствования сферы производства и обращения, узость инвестиционной базы российских предпринимателей вызывают стремление к поиску и внедрению нетрадиционных для российской практики методов хозяйствования. В настоящее время перед многими российскими предприятиями стоит серьезная проблема поиска и привлечения долгосрочных инвестиций для расширения производства, приобретения современного оборудования и внедрения новых технологий. В ситуации, когда банковская система недостаточно развита и возможности получения кредитов ограничены, лизинг является одним из наиболее доступных и эффективных способов финансирования развития бизнеса. Первые сделки международного лизинга были заключены американскими лизинговыми компаниями в 50-х гг. XX в. Различное оборудование, произведенное в США, было передано по контрактам международного лизинга в другие страны. В этом случае лизингодатель — резидент США имел возможность применять ускоренную амортизацию предмета договора лизинга, а также

получать инвестиционные налоговые льготы и таким образом уменьшать стоимость сделки международного лизинга для лизингополучателя-нерезидента. Позднее к этому опыту присоединились фирмы Великобритании, Европы.

Любое государство мировой системы поощряет развитие международного лизинга в интересах стимулирования экономического роста. Однако острая конкуренция на мировом рынке, несовпадение национального законодательства, методики расчетов налогообложения создают трудности для его развития[43]. Международный лизинг — это договор аренды между лизингополучателем и лизингодателем, которые находятся в разных странах или подвержены различной страховой юрисдикции. Международный лизинг активно применяют страны с большой внешней задолженностью, поскольку по международным стандартам и правилам лизинговые обязательства, связанные с получением в аренду оборудования, не увеличивают внешней задолженности страны.

На определенном этапе развития рыночных отношений взаимоотношения кредитора и заемщика закономерно вступают в противоречие, которое выражается в высокой рисковости долгосрочного кредитования для кредитора и чрезмерной стоимости заемного капитала для заемщика, что фактически приводит к сужению рынка долгосрочного кредитования. Возникновение лизинговых схем, представляющих собой во многих случаях некоторый вариант опосредования и защиты кредитной сделки, является закономерным этапом развития форм заимствования долгосрочных инвестиционных ресурсов производственно-хозяйственными субъектами.

В настоящее время в условиях существенного сжатия рынка долгосрочного кредитования в России лизинг может рассматриваться

[43] В настоящее время вопросами развития международного лизинга занимаются многие экономисты разных экономических систем (А. П. Белоус, В. Д. Газман, К. Г. Дадайкин, Л. В. Крылова, Н. Ю. Родыгина, С. П. Амембал, Т. М. Кларк, А. К. Херст), поскольку международный лизинг представляет собой одновременно и механизм привлечения реальных (прямых) инвестиций для приобретения нового оборудования, новых технологий и т. п., и механизм финансирования и инвестирования.

в качестве перспективного направления финансового обслуживания инвестиционного процесса, поскольку именно лизинг выступает важным источником сбыта продукции, особенно высокотехнологичного оборудования, для покупки которого предприятия не всегда имеют достаточно денежных средств.

Посткризисные процессы, формирующие текущее состояние национальной экономики, оказывают прямое отрицательное влияние на привлечение инвестиционного капитала в российскую экономику в достаточных объемах. В связи с этим возникает необходимость разработки действенных механизмов, обеспечивающих приток инвестиций в реальный сектор экономики, которые должны быть выгодными как для субъекта бизнеса, так и для государства. Одним из таких механизмов может стать международный лизинг как эффективный инструмент привлечения реальных инвестиций в сегменте рынка оборудования, транспорта и новых технологий.

Объектом международного лизинга обычно является оборудование, импортируемое в страну лизингополучателя, в связи с этим международный лизинг осуществляется в трех направлениях:

— экспортный лизинг, при котором зарубежной стороной является сторона арендатора и предназначенное для лизинга оборудование вывозится из страны на условиях экспортного контракта;

— импортный лизинг, при котором зарубежной стороной является лизингодатель и оборудование поставляется в страну арендатора на условиях импортного контракта;

— транзитный лизинг, при котором все участники находятся в разных странах.

Ознакомимся со структурой мирового рынка лизинговых услуг (рис. 18).

В мировой практике применяются различные варианты лизинговых отношений, но в том или ином виде лизинг в международном бизнесе является эффективным кредитным инструментом и важным источником новых реальных инвестиций.

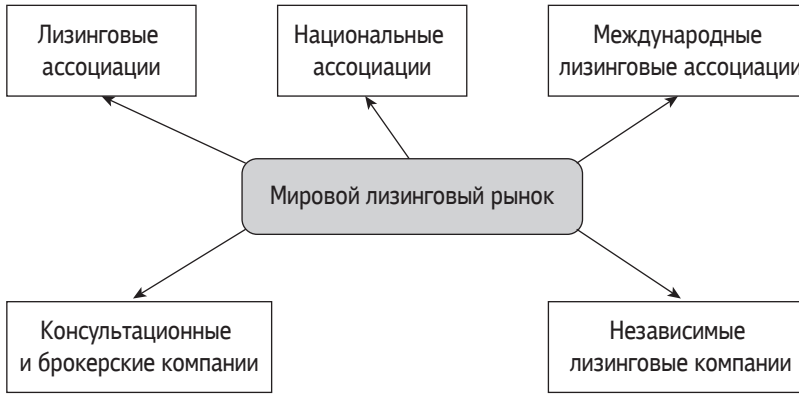


Рис. 18. Структура мирового лизингового рынка

Основная часть мирового рынка лизинговых услуг сконцентрирована в «треугольнике» США — Западная Европа — Япония[44]. В Западной Европе в роли арендодателей выступают специализированные финансовые (лизинговые) компании. Для современного периода характерно создание международных лизинговых институтов. Так, Объединение европейских лизинговых обществ охватывает 17 европейских государств.

Европейский рынок лизинга, несмотря на его быстрое развитие, по темпам несколько уступает США, Азиатско-Тихоокеанскому региону и Австралии. В Австралии почти 33 % общих промышленных капитальных вложений производится на основе лизинга. В США большая часть компьютерной техники, полиграфического и энергетического оборудования приобретается на условиях лизинга. Наибольшее распространение лизинг получил в отраслях с быстро меняющейся технологией (автомобилестроение, производство средств связи, электроника).

[44] В общей сумме капитальных вложений в машины и оборудование на долю лизинга приходится: в США — 25–30 %; в Англии, Франции, Швеции, Испании — 13–17 %; Италии, Голландии — 12–44 %; Австрии, Дании, Норвегии — 8–10 %; Японии — 3–10 %, России — 4,5 %.

В структуру мирового рынка лизинговых услуг входят лизинговые ассоциации[45], которые объединяют профессиональных лизингодателей, ассоциации финансовых компаний, домов, банков (см. рис. 18).

Национальные ассоциации объединяют лизингодателей по отраслевому признаку[46]. Такие ассоциации включают в свой состав в основном лизингодателей автотранспортных средств в странах, где доля операций с этими объектами значительна. Существуют ассоциации, в которые входят лизингодатели компьютерной техники (США), лизингодатели имущества для государственных органов (США) и лизинговые брокеры (США, Великобритания).

Особая роль в структуре мирового рынка лизинговых услуг принадлежит консультационным и брокерским компаниям. К ним относятся компании, которые напрямую не участвуют ни в инвестировании, ни в исполнении договоров лизинга. Тем не менее их роль в организации и оформлении лизинговых сделок достаточно велика. В качестве юридических консультантов обычно выступают крупнейшие юридические фирмы мира. Они отвечают за подготовку договорной документации и юридическое исполнение сделки. Кроме того, они занимаются сбором и анализом информации о состоянии локальных лизинговых рынков. Основной функцией лизинговых

[45] Следует отметить, что основными задачами лизинговых ассоциаций являются следующие: представление интересов членов ассоциации как внутри страны, так и за рубежом; формулирование общего мнения членов ассоциации по лизинговой проблематике и лоббирование интересов в различных государственных органах; разработка предложений по изменению законодательных актов, учету и регулированию лизинга в стране; сбор и обработка информации по лизингу; организация форума по вопросам лизинга; продвижение стандартов в лизинговом бизнесе. Поэтому лизинговые ассоциации оказывают позитивное влияние на развитие мирового лизингового бизнеса. Ассоциации организуют, как правило, независимые объединения с членством на принципах добровольности.

[46] Международные лизинговые ассоциации объединяют национальные ассоциации: Европейская федерация национальных ассоциаций со штаб-квартирой в Брюсселе (1972), Латиноамериканская лизинговая федерация в Мехико (1983), Азиатская лизинговая ассоциация (Сингапур, 1982), Африканская лизинговая ассоциация (Нигерия, 1993).

брокерских компаний является посредническая деятельность между потенциальным пользователем и банком. Лизинговый брокер, не являясь прямым участником лизинговых отношений, выступает в качестве агента по сбыту, действующего в интересах производителя имущества за комиссионное вознаграждение. Однако чаще всего именно лизингополучатели выплачивают брокеру вознаграждение после организации лизинговой сделки или одновременно с каждым лизинговым платежом. При этом заключается специальное соглашение, по которому брокер принимает обязательства по организации лизинговой сделки, включая риски.

Независимые лизинговые компании в большинстве стран занимают относительно скромное положение в объемах лизинговых операций. К ним относятся в основном небольшие компании, которые работают на локальном рынке с постоянными клиентами и специализируются на лизинге определенных видов имущества. Объемы операций этих компаний невелики. Владельцами независимых компаний могут выступать физические лица, небольшие коммерческие банки, страховые компании и фонды.

Лизинговые компании подразделяются по объемам лизинговых сделок и специализации. Среди них можно выделить следующие типы: крупные компании (лизинговые сделки таких компаний в основном заключаются по авиатехнике, судам, промышленному оборудованию и др.); средние компании, которые специализируются на определенном наборе близких по свойствам объектов; небольшие компании, деятельность которых в значительной мере зависит от объектов лизинговых сделок и осуществляется по стандартным схемам лизинга.

Мировой рынок лизинговых услуг отличается многообразием форм[47]. К примеру, в Японии развитие арендных операций отличается тем, что лизинговые компании не ограничиваются финансиро-

[47] Существуют и другие формы международного лизинга: стандартный; возвратный (продавец оборудования становится лизингополучателем); «мокрый» (с дополнительными услугами); «чистый» (лизингополучатель оплачивает все расходы по эксплуатации оборудования); возобновляемый (с периодической заменой объекта более совершенным оборудованием).

ванием услуг, связанных с арендой. Японские арендодатели пошли по пути предоставления так называемого пакета услуг, который может включать комбинацию купли-продажи, лизинга и займов. Такие услуги получили название комплексного лизинга.

В условиях ограниченности финансовых ресурсов в ряде стран Восточной Европы международный лизинг является одним из наиболее эффективных способов приобретения активов в случае наличия экспортных или импортных ограничений. Наряду с этим международный лизинг предоставляет возможность расширения диапазона методов финансирования в условиях ограничения движения капитала.

В качестве одной из причин значительного роста лизинговых услуг западные экономисты называют нехватку средств на рынках капитала, препятствующую росту мелких и средних предприятий и вынуждающую их изыскивать альтернативную форму финансирования. С другой стороны, банки зачастую воздерживаются от предоставления ссуд и ряду крупных быстро развивающихся фирм, поскольку возникает такая ситуация, когда соотношение между заемным и уставным капиталом находится на предельной отметке[48].

Сделки международного лизинга являются распространенным механизмом продаж оборудования, производимого предприятиями страны лизингодателя[49]. Данный механизм реализации продукции

---

[48] Дело в том, что данная ситуация прослеживается не только в России но в ряде некоторых стран Евросоюза, национальных экономик Азиатско-Тихоокеанского региона. Вопросы, связанные с финансированием лизинговых операций, рассматривается многими представителями научной мысли. См., например: *Газман В. Д.* Финансовый лизинг. М. : ГУ ВШЭ, 2005 ; *Адамов Н. А., Тилов А. А.* Лизинг. Правовая сущность. Экономические основы. Учет и налогообложение. 2-е изд. СПб. : Питер, 2007 ; *Кошкин А. В., Федулова Е. А., Шабашев В. А.* Лизинг: основы теории и практики : учеб. пособие. 2-е изд. М. : КноРус, 2005.

[49] Сочетание двух функций международного лизинга дает возможность российским предприятиям иметь доступ к мировым финансовым рынкам и рынкам современного оборудования и технологий. При этом решение одной из стратегических задач национальной экономики — преодоление сырьевой специализации — возможно именно за счет инновационных преобразований производственной базы и увеличения эффективности производства путем использования в инве-

является действенным для производителей, так как практически полностью сделка может быть профинансирована посредством лизинговой схемы (рис. 19). Лизингополучатели приобретают преимущества из-за того, что в стране лизингодателя можно получить финансирование под более низкие проценты, чем в своей, что, естественно, отражается на стоимости всей сделки.

Передача в лизинг оборудования, произведенного за рубежом, позволяет привлечь более дешевые средства иностранных финансо-

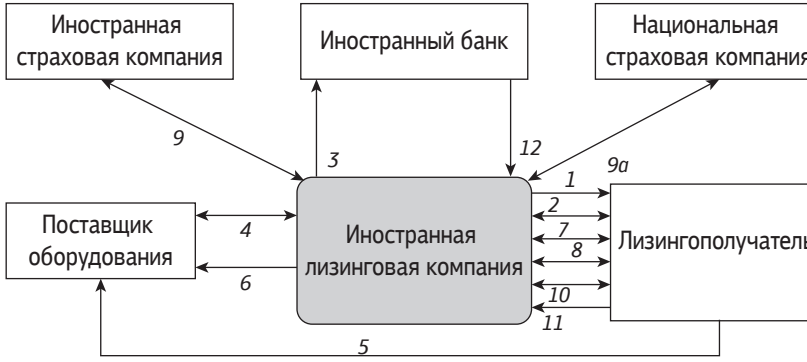


Рис. 19. Схема международных лизинговых операций (источник: *Кошкин А. В., Федулова Е. А., Шабашев В. А.* Лизинг: основы теории и практики : учеб. пособие. 2-е изд. М. : КноРус, 2005).

Условные обозначения: *1* — подача потенциальным лизингополучателем заявки на оборудование; *2* — заключение о платежеспособности лизингополучателя; *3* — получение банковской ссуды; *4* — подписание договора купли-продажи предмета лизинга; *5* — поставка предмета лизинга; *6* — оплата поставки; *7* — акт приемки оборудования в эксплуатацию; *8* — подписание лизингового соглашения; *9*, *9а* — подписание договора о страховании предмета лизинга; *10* — осуществление лизинговых платежей; *11* — возврат предмета лизинга; *12* — возврат ссуды и выплата процентов

стиционном бизнесе международного лизинга как инструмента привлечения реальных инвестиций. Выгодность применения сделок международного лизинга состоит в использовании благоприятного налогового режима, установленного в той или иной стране. Это можно представить как экспорт налоговых льгот из страны лизингодателя в страну лизингополучателя.

вых учреждений или денежные фонды государств, заинтересованных в экспорте продукции своей промышленности в какую-либо страну.

Несомненным преимуществом международного лизинга для страны-арендатора является тот факт, что сумма лизинговых сделок не учитывается в подсчете национальной задолженности, т. е. появляется возможность превысить лимиты кредиторской задолженности, установленные Международным валютным фондом по отдельным странам. Кроме того, лизинг обеспечивает общее повышение конкуренции между источниками финансирования и уровнем капиталовложений.

Международный рынок лизинговых услуг — один из наиболее динамичных сегментов рыночных отношений. Анализ международной практики позволяет классифицировать сделки международного лизинга (рис. 20).

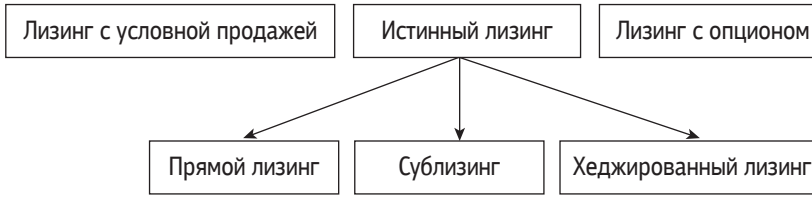


Рис. 20. Классификация сделок международного лизинга

Лизинг с условной продажей представляет собой продажу оборудования с рассрочкой платежа. Объект лизинга выступает в качестве обеспечения предоставленного фирмой кредита. Срок аренды обычно составляет 75 % от предлагаемого срока службы имущества. В случае использования лизинга с условной продажей лизингополучатель после истечения срока действия договора имеет право приобрести лизинговое имущество по льготной цене, фиксированной в договоре.

Истинный лизинг направлен на оптимизацию налоговых платежей[50]. При использовании данного вида лизинга срок экономиче-

[50] См.: *Адамов Н. А., Тилов А. А.* Лизинг: Правовая сущность. Экономические основы. Учет и налогообложение.

ской жизни оборудования больше, чем срок действия лизингового договора, а лизингополучатель имеет право приобрести лизинговое имущество по справедливой рыночной цене после истечения срока действия договора. Истинный лизинг подразделяется на следующие виды:

- Прямой лизинг, при котором лизингодатель приобретает лизинговое имущество за счет собственных средств и несет все риски по мобилизации ресурсов, необходимых для приобретения передаваемого в лизинг имущества.
- Сублизинг — это операция через посредника. При этом имеется основной лизингодатель, который через посредника, как правило, также через лизинговую компанию, сдает оборудование в аренду лизингополучателю. При этом в договоре предусматривается, что в случае временной неплатежеспособности или банкротства посредника лизинговые платежи должны поступать основному лизингодателю. В международной практике сублизинговые сделки получили название «дабл диппинг». В них используют комбинацию налоговых выгод в двух и более странах. Эффективность таких сделок связана с тем, что выгоды от налоговых льгот в одной стране больше, если лизингодатель имеет право собственности, а в другой стране — если лизингодатель имеет право владения. Учитывая данные особенности, лизинговое соглашение может быть построено по следующей схеме: национальная лизинговая компания покупает оборудование (право собственности) и отдает его в лизинг иностранной лизинговой компании (право владения), которая, в свою очередь, передает оборудование в лизинг местным лизингополучателям.
- Хеджированный лизинг — это особый вид сделки, который заключается в предоставлении лизингодателем лизингополучателю части денежных средств для покупки объекта лизинга, при этом остальная часть средств, необходимых для приобретения имущества, перечисляется самим лизингополучателем на нерегрессионной основе. Данный вид лизинга пока в России широкого применения не получил.

• Лизинг с опционом используется при работе с автотранспортом, предназначенным для эксплуатации на шоссейных автодорогах[51]. Ни грузовой автотранспорт, ни сельскохозяйственная и строительная техника не могут являться объектом лизинга с опционом, что существенно снижает его значимость для лизинговых операций с недвижимостью.

• При осуществлении операций международного лизинга необходимо учитывать риски, с которыми могут столкнуться участники данных сделок. В практике международного лизинга можно выделить следующие виды рисков[52]:

1. Риски возникновения дополнительных налоговых выплат — это налог на доходы иностранных юридических лиц, который должен удерживаться плательщиком (лизингополучателем). При заключении лизингового договора участникам сделки необходимо предусмотреть процедуру во избежание двойного налогообложения путем достижения соглашения о том, каким образом лизингополучатель будет возмещать расходы как лизингодателя-нерезидента, так и кредитора-нерезидента по выплате налогов на доходы иностранных юридических лиц.

2. Кредитные риски, связанные с вероятностью невозврата основной суммы кредита и процентов по нему.

3. Политические риски, связанные с политической нестабильностью, с возможной экспроприацией, национализацией, прямым или косвенным вмешательством государства в осуществление лизинговых проектов.

4. Риски, связанные с нарушением поставок сырья и материалов.

5. Риски, связанные с реализацией продукции, опасностью потери постоянных покупателей продукции, выпущенной в соответствии с договором.

6. Валютные риски, возникающие в результате изменения валютного курса в период реализации лизинговой сделки.

---

[51] См.: *Адамов Н. А., Тилов А. А.* Лизинг: Правовая сущность. Экономические основы. Учет и налогообложение.

[52] См.: *Кошкин А. В., Федулова Е. А., Шабашев В. А.* Лизинг. Основы теории и практики…

Все это свидетельствует о том, что реализация инвестиционных проектов всегда сопряжена с определенной долей риска. Поэтому любой инвестор заинтересован в максимальном снижении рисков. В настоящее время существует несколько способов снижения рисков при осуществлении международных лизинговых операций: распределение риска между участниками проекта; диверсификация рисков; лимитирование рисков; страхование сделки от возможных убытков; создание резервного фонда.

В России эти процессы имеют свою специфику. Основной целью деятельности иностранных лизинговых компаний в нашей стране является финансирование продаж оборудования зарубежных поставщиков для российских предприятий и иностранных фирм, работающих в России. Западные банки вынуждены воздерживаться от значительных инвестиций в российский лизинг из-за высоких резервных требований по российским кредитам, предусмотренных в их странах. Международные лизинговые компании, не обремененные необходимостью создания таких резервов на случай потерь, развивают свою деятельность в России более активно. Несколько западных лизинговых компаний создали совместные предприятия и филиалы в России, занимающиеся не только кэптивным лизингом, зависимым от конкретного производителя, но и лизингом самого различного оборудования.

Опыт европейских стран, который может быть применен в условиях российской действительности, демонстрирует способность лизинга успешно развиваться и способствовать выходу экономики из кризиса.

Объем международного лизинга в России достаточно велик, особенно при аренде телекоммуникационного оборудования и автотрейлеров. Несколько крупных европейских лизинговых компаний оформляют лицензии на организацию международного финансирования лизинга в России.

Наиболее активными инвестиционными партнерами России являются Германия, Великобритания, Италия, Финляндия, Швейцария, Австрия, США, Китай, Кипр. Зачастую активность этих стран стимулируется действующими на российском рынке их крупными

компаниями, для которых экономическая нестабильность и несовершенство российской законодательной базы не являются значительным препятствием[53].

Международные лизинговые сделки в России были организованы крупными лизинговыми компаниями при содействии ведущих банков РФ. В 1994 г. была создана Российская ассоциация лизинговых компаний «Рослизинг», объединяющая более 100 лизинговых компаний[54]. Структура российского лизингового рынка представлена на рис. 21.

Несмотря на бурный рост числа лизинговых компаний в России, большинство из них не смогли достигнуть необходимого уровня. Более успешно работают лишь те, которые имеют доступ к использованию в той или иной форме бюджетных и других финансовых средств или статус уполномоченных органов исполнительной власти федерального или местного уровней. Хотя и имеет место существенный ежегодный рост объемов лизинговых услуг, их доля в общем

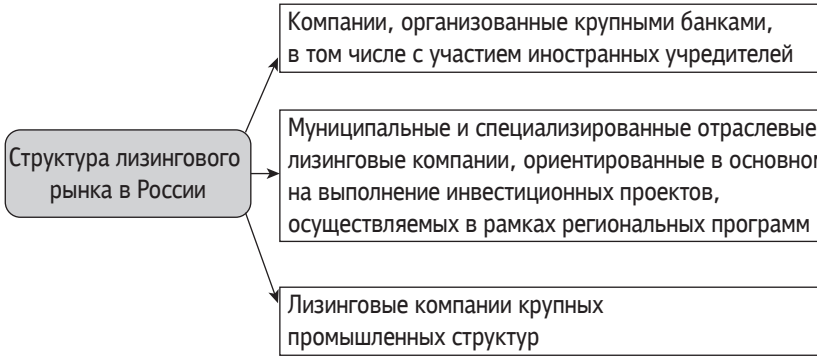


Рис. 21. Особенности функционирования лизингового рынка в России (источник: *Газман В. Д.* Финансовый лизинг : учебник. М. : Высш. шк. экономики, 2016. С. 385)

[53] См.: Российская ассоциация лизинговых компаний «Рослизинг» : [офиц. сайт]. URL: www.rosleasing.ru (дата обращения: 09.09.2010).

[54] См.: Технологии лизинга и инвестиций. 2008. № 20.

объеме инвестиций остается все-таки незначительной, в пределах 20 %, тогда как в развитых странах мира она достигает 30–40 %.

При этом большая доля лизинговых услуг обеспечивается крупными лизинговыми компаниями, и в основном на операциях международного лизинга. Причем более 80 % сделок составляют сделки по передаче оборудования для переработки сельскохозяйственного сырья и производства пищевой продукции, телекоммуникационной, компьютерной техники, грузовых автомобилей и др.

В общем объеме лизинговых операций в России значительную долю составляют международные сделки. При международном лизинге имущества в роли лизингополучателей, как правило, выступают российские юридические лица. Лизингополучателями могут быть также и иностранные юридические лица, осуществляющие предпринимательскую деятельность в России. Чтобы международная лизинговая сделка соответствовала российскому законодательству об иностранных инвестициях, лизингодатель должен быть иностранным инвестором. Что касается изготовителя имущества, то страна его местопребывания не имеет значения (это может быть как иностранное предприятие, так и российское). Главное, чтобы имущество, изготовленное им и приобретенное иностранной лизинговой компанией, предназначалось для российского лизингополучателя.

В российской экономике складываются объективные предпосылки для активизации инвестиционных процессов посредством международного лизинга. Современный рыночный механизм предлагает ряд инструментов для решения проблемы инвестирования при недостатке собственных оборотных средств, эта потребность в большинстве случаев удовлетворяется на рынке лизинговых услуг. Однако развитие лизинга в условиях мировой финансовой глобализации требует унификации подходов к налогообложению, инвестиционным льготам, таможенному и валютному регулированию международных лизинговых операций.

Международный лизинг является специфической формой стимулирования инвестиционной активности предприятия и действен-

ным способом привлечения реальных инвестиций в национальную экономику. Поэтому его развитие — важная стратегическая задача, решение которой будет способствовать осуществлению модернизации как российской экономики в целом, так и инвестиционного рынка России в частности.

Кроме вышеперечисленных преимуществ и достоинств международного лизинга, необходимо отметить его важное значение как эффективного антикризисного инструмента привлечения реальных инвестиций для обновления и расширения производственных фондов субъектов экономических отношений реального сектора российской экономики. Международный лизинг стал одной из важнейших составляющих инвестиционной политики во многих государствах. Темпы роста лизинговых операций, как правило, опережают темпы роста основных макроэкономических показателей. Насыщенность и разветвленность лизинговых операций является своеобразным индикатором развития всей экономики страны. Кроме этого международный лизинг позволяет самым выгодным образом согласовать интересы производителей и потребителей, банков и лизинговых компаний.

Контрольные вопросы

1. Перечислите источники финансирования инвестиций на предприятии. Дайте краткую характеристику каждому направлению финансирования инвестиций.

2. Чем отличаются понятия «источники финансирования инвестиций» и «методы финансирования инвестиций»? Перечислите методы финансирования реальных инвестиций.

3. В чем заключаются достоинства и недостатки каждого метода финансирования инвестиций.

4. Охарактеризуйте взаимосвязь методов и форм финансирования инвестиций.

5. Назовите способы привлечения инвестиций в российскую экономику.

6. Что такое концессии? Назовите типы концессионных договоров. В чем заключаются особенности концессий в рамках реализуемых инвестиций?

7. Какие бюджетные последствия могут возникнуть при реализации концессионных механизмов?

8. В чем заключаются перспективные направления развития концессий?

9. По каким признакам классифицируются совместные предприятия?

10. Назовите формы организации совместных предприятий в РФ.

11. Какие стадии существуют в рамках реального инвестирования при осуществлении совместной деятельности?

12. Назовите основные преимущества совместного предпринимательства.

13. Что такое свободная экономическая зона (СЭЗ) и чем СЭЗ отличается от офшорной зоны? Перечислите группы льгот, предоставляемые в СЭЗ предприятиям.

14. По каким признакам классифицируются СЭЗ? Какие особые экономические зоны существуют в России?

15. Что такое международный лизинг? Дайте краткую характеристику отдельным составляющим структуры международного лизингового рынка.

16. Какова структура лизингового рынка в России?

17. В чем заключаются преимущества и недостатки международного лизинга как способа привлечения инвестиций?

Список рекомендуемой литературы

Об особых экономических зонах в Российской Федерации : Федер. закон РФ от 22.07.2005 г. № 116-ФЗ.

О внесений изменений и дополнений в Федеральный закон «Об особых экономических зонах» : Федер. закон РФ от 30.10.2007 г. № 240-ФЗ.

О концессионных соглашениях в Российской Федерации : Федер. закон от 21.07.2005 г. № 115-ФЗ.

О лизинге : Федер. закон РФ от 29.10.1998 г. № 164-ФЗ.

Распоряжение Правительства Российской Федерации от 02.04.2015 г. № 570-р.

Бард В. С. Инвестиционный потенциал российской экономики / В. С. Бард, С. Н. Бузулуков, И. Н. Дрогобыцкий, С. Е. Щепетова. М. : Экзамен, 2012. 320 с.

Голышев Г. А. О применении динамических моделей распределения риска дохода в концессионных соглашениях / Г. А. Голышев // Экономический анализ: теория и практика. 2015. № 23. С. 55–67.

Голышев Г. А. Платежный механизм концессионных соглашений и его влияние на чистую приведенную стоимость инфраструктурных проектов / Г. А. Голышев // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. № 33. С. 53–62.

Грибова Е. В. Концессии как один из инструментов устойчивого роста / Е. В. Грибова // Экономический анализ: теория и практика. 2014. № 10. С. 34–43.

Гуськова Д. Н. Инвестиционный менеджмент / Д. Н. Гуськова, И. Н. Краковская, Ю. Ю. Слушкина, В. Н. Маколов. М. : КноРус, 2014. 440 с.

Захарова Ж. А. Оптимизация условий для привлечения частных инвестиций в инфраструктуру региона / Ж. А. Захарова // Региональная экономика: теория и практика. 2014. № 22. С. 49–57.

Колмыкова Т. С. Инвестиционный анализ / Т. С. Колмыкова. М. : Инфра-М, 2011. 208 с.

Казакова Н. А. Экономический анализ в оценке бизнеса и управлении инвестиционной привлекательностью компании : учеб. пособие / Н. А. Казакова. М. : Финансы и статистика, 2013. 240 с.

Корчагин Ю. А. Инвестиции и инвестиционный анализ / Ю. А. Корчагин, И. П. Маличенко. М. : Феникс, 2010. 608 с.

Кузнецов А. В. Интернационализация российской экономики: инвестиционный аспект / А. В. Кузнецов. М. : Либроком, 2013. 288 с.

Лапыгин Ю. Н. Лизинг : учеб. пособие для вузов / Ю. Н. Лапыгин, Е. В. Сокольских. М. : Альма Матер, 2013. 432 с.

Лещенко М. И. Основы лизинга / М. И. Лещенко. М. : Финансы и статистика, 2013. 328 с.

Литвяков С. С. Контракты жизненного цикла как наиболее перспективный механизм финансирования проектов государственно-частного партнерства в сфере транспортной инфраструктуры / С. С. Литвяков // Финансы и кредит. 2013. № 44. С. 73–81.

Практика применения концессионных соглашений для развития региональной инфраструктуры в России. М. : НП «Центр развития ГЧП», 2014.

Рейтинг регионов России по уровню развития государственно-частного партнерства 2014–2015. М. : НП «Центр развития ГЧП», 2015.

Скрипник О. Б. Теория, практика и перспективы развития коммерческой концессии в ЖКХ / О. Б. Скрипник. М. : Финансы и статистика, 2013. 240 с.

Серов В. М. Инвестиционный менеджмент / В. М. Серов. М. : Инфра-М, 2013. 272 с.

Юзвович Л. И. Концессии как форма привлечения частных инвестиций / Л. И. Юзвович //Финансы и кредит. 2010. № 13 (397). С. 47–52.

Юзвович Л. И. Концессии как инструмент государственно-частного партнерства в инвестиционной сфере / Л. И. Юзвович // Вестн. УрФУ. Сер.: Экономика и управление. 2011. № 2. С. 110–124.

Юзвович Л. И. Концессионный механизм как инструмент государственной инвестиционной политики в современных условиях / Л. И. Юзвович // Вестн. Самар. гос. экон. ун-та. 2011. № 2 (76). С. 101–115.

Юзвович Л. И. Концессионная модель интегрированного инвестиционного процесса в современной экономике / Л. И. Юзвович // Экономические науки. 2011. № 2 (75). С. 287–292.

Юзвович Л. И. Иностранный концессионный капитал в период новой экономической политики / Л. И. Юзвович // Финансы и кредит. 2012. № 45 (525). С. 71–76.

Глава 4
МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ

4.1. Основные положения по оценке эффективности инвестиций

Основные подходы и порядок проведения расчетов эффективности капитальных вложений по всему инвестиционному циклу проводились в нашей стране по соответствующим методикам,[1] разработанными коллективами ученых и принятыми органами управления экономикой.

При рассмотрении эволюции (генезиса) методов определения экономической эффективности инвестиций следует остановиться на сущности экономической эффективности капитальных вложений.

Сущность экономической эффективности инвестиций заключается в повышении производительности труда, т. е. в снижении стоимости продукции. Эффективность капитальных вложений имеет два аспекта — экономический и социальный. При определении экономического аспекта эффективности капитальных вложений достигается наиболее полный учет затрат в основные и смежные производства, выявляется общая сумма эффекта от этих затрат как у производителя, так и у потребителя.

Общая экономическая эффективность определяется как отношение эффекта к капитальным вложениям, вызвавшим этот эффект. В качестве обобщающих показателей принимают показатель окупаемости капитальных вложений, характеризующий сроки

[1] Типовая методика определения экономической эффективности капитальных вложений и новой техники в народном хозяйстве СССР. М. : Госпланиздат, 1960 ; Методика (основные положения) определения экономической эффективности использования в народном хозяйстве новой техники, изобретений и рационализаторских предложений // Экономическая газета 1977, № 10, март ; Методика определения эффективности капитальных вложений. М., 1988 ; Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования // Официальное издание. М., 1994.

возвратности вкладываемых средств, и показатель удельных капитальных вложений, позволяющий оценить меру ресурсосбережения (капиталоемкости) при обеспечении заданного объема прироста продукции, работ, услуг. К оценочным показателям относятся:

— производительность труда;

— фондоотдача;

— себестоимость продукции;

— продолжительность строительства, освоение проектных мощностей;

— показатели, характеризующие социальный эффект, в сравнении с социальными нормами;

— качество и технический уровень продукции.

Оценка социальных результатов инвестиций предполагает, что проект соответствует социальным нормам, стандартам и условиям соблюдения прав человека. К основным видам социальных результатов инвестиций относятся:

— изменение количества рабочих мест в регионе;

— улучшение жилищных и культурно-бытовых условий работников;

— изменение условий труда работников;

— повышение уровня здоровья работников и населения;

— экономия свободного времени населения.

В стоимостной оценке социальных результатов учитывается только их самостоятельная значимость. Затраты, необходимые для достижения социальных результатов проекта или обусловленные социальными условиями реализации проекта, учитываются в расчетах эффективности в общем порядке и в стоимостной оценке социальных результатов не отражаются.

В развитии теории и практики оценки определения экономической эффективности инвестиций можно условно выделить три периода.

Первый период (до 1917 г.). В трудах А. Л. Васютинского и В. А. Яцыны, изданных в 1905–1908 гг., в качестве показателя для выбора наилучшего (выгодного) варианта инвестиционного проекта предполагалось использовать одну из форм показателя

сравнительной экономической эффективности капитальных вложений, представляющего собой сумму эксплуатационных расходов, часть единовременных затрат и соответствующий процент на строительный капитал. В этом случае процент на строительный капитал выступал как норма дохода на вкладываемый капитал. В работах В. А. Сокольского, опубликованных в 1910–1912 гг., обращалось внимание на то, что целесообразно при оценке инвестиционных решений соизмерять капитальные вложения с последующими эксплуатационными расходами, рассчитывать срок окупаемости затрат на строительство за счет снижения расходов на эксплуатацию объектов. В. А. Сокольский доказал на многочисленных практических примерах, что нельзя игнорировать при выборе тех или иных конструкций основное положение экономичности: «Не все то дешево потом, за что заплачено сейчас дешевле»[2]. Необходимо тщательное обоснование выгодности вложения первоначального капитала, с учетом постоянных затрат, необходимых для эксплуатации сооружений.

Второй период (1917–1990 гг.). Это период централизованной плановой экономики. После 1917 г. важным этапом формирования методологии оценки экономической эффективности инвестиций в условиях социализма с учетом интересов всего народного хозяйства явилась разработка плана ГОЭЛРО. При формировании этого плана для обоснования экономической эффективности варианта развития были выполнены расчеты по приведенным затратам с добавлением текущих издержек капитальных вложений (в процентах).

Стройки-гиганты в годы первых пятилеток требовали совершенствования экономических обоснований инвестиционных проектов и планов. Обоснование строительства таких строек, как Магнитогорский и Кузнецкий металлургические комбинаты, Днепрогэс, Турксиб, железнодорожная магистраль Москва — Донбасс и др., нуждалось в более глубоком анализе инвестиционных вложений

[2] *Игошин Н. В.* Инвестиции. Организация управления и финансирование : учебник для вузов. М. : Финансы : ЮНИТИ, 2000. С. 320.

и текущих издержек производства, методах расчета стоимости строительства и расходов на эксплуатацию объектов. В этот период были опубликованы труды по технико-экономическому анализу строительства объектов энергетики, транспорта, тяжелой промышленности. В 1934 г. Л. П. Юшков в своей книге «Проектирование крупных предприятий тяжелой промышленности (на примере металлургического предприятия)» указал на необходимость применения комплексного подхода при создании крупных промышленных проектов, который предполагал согласование всех частей проекта — экономической, технологической, организационной. Этот комплексный подход направлен как на расширение выпуска продукции и обеспечение благоприятных условий труда, техники безопасности, так и на экономию общественно необходимых издержек.

В последующие годы обсуждение показателей оценки экономической эффективности инвестиций носило коллективный характер. С 1949 по 1954 г. экономисты проводили дискуссии по экономическим проблемам социализма, в которых обсуждался вопрос об определении эффективности капитальных вложений, но положительных научно обоснованных решений принято не было.

Большим шагом вперед явилось издание в 1956 г. Государственным комитетом Совета министров СССР по новой технике и другими центральными органами «Временной типовой методики определения эффективности внедрения новой техники»[3]. В этом документе был одобрен метод окупаемости капитальных вложений с использованием ряда технико-экономических показателей эффективности, однако не были отражены важные методологические вопросы, возникавшие в то время при определении экономической эффективности, поэтому методика не внесла кардинальных изменений в практику экономических расчетов в инвестиционных проектах.

Для выработки новой методики необходимо было, прежде всего, обобщить накопленный опыт и решить целый ряд важнейших тео-

[3] *Игошин Н. В.* Инвестиции. Организация управления и финансирование : учебник для вузов. М. : Финансы : ЮНИТИ, 2000. С. 321.

ретических и методологических вопросов, касающихся определения эффективности инвестиций. Перечислим основные из них:

— сущность экономической эффективности капитальных вложений и новой техники в условиях социалистического производства и связь этой проблемы с производительностью труда, действием закона стоимости и стоимостными категориями;

— методы соизмерения дополнительных капитальных вложений и экономии текущих затрат, обеспечивающие правильное определение эффективности проектных решений;

— методы определения нормативных сроков окупаемости или коэффициентов эффективности;

— роль фактора времени при выборе направлений капитальных вложений;

— методы определения влияния на эффективность разновременности капитальных вложений.

В 1958 г. состоялась Всесоюзная научно-техническая конференция по проблемам определения экономической эффективности капитальных вложений и новой техники в народном хозяйстве СССР.

Конференция отметила, что экономическая эффективность капитальных вложений и новой техники зависит от повышения производительности общественного труда и, как следствие, снижения стоимости продукции. Была признана необходимость учета действия закона стоимости при определении эффективности капитальных вложений.

Результатом этой конференции были рекомендации, которые в дальнейшем легли в основу Типовой методики определения экономической эффективности капитальных вложений и новой техники. Методика использовалась для разработки и последовательной корректировки инструкций по определению экономической эффективности капитальных вложений и новой техники в основных отраслях народного хозяйства.

В условиях стабильного и контролируемого государством процесса накопления в СССР для обоснования выбора того или иного инвестиционного проекта была разработана и широко использовалась система показателей сравнительной экономической эффектив-

ности капитальных вложений[4]. В нее входили следующие основные показатели:

1. Срок окупаемости (S) — это прямой показатель экономической эффективности капитальных вложений. Данный показатель определяется в годах и рассчитывается по следующей формуле:

$$S = \frac{K_2 - K_1}{Z_1 - Z_2},$$

где K_1, K_2 — капитальные вложения в рублях по вариантам ($K_2 > K_1$);

Z_1, Z_2 — себестоимость годового объема продукции (работ, услуг) в рублях по соответствующим вариантам ($Z_1 > Z_2$).

Таким образом, очевиден тот факт, что этот показатель рассчитывался для сравнения двух предлагаемых вариантов осуществления капитальных вложений, один из которых был выгодным при объеме капиталовложений ($K_1 < K_2$), а другой — при на издержках производства, реализации ($Z_2 > Z_1$). Выбор конкретного варианта производился в зависимости от результата сравнения фактического срока окупаемости с нормативным значением этого показателя. Если $S < S_н$ ($S_н$ — нормативный срок окупаемости), то более выгодным признавался второй вариант, требующий больших вложений (K_2), и наоборот.

Экономический смысл показателя «срок окупаемости» (S) состоит в том, что он отражает период, во время которого затраты на дополнительные капитальные вложения окупаются за счет снижения себестоимости продукции (работ, услуг), вызванного этими капиталовложениями. Чем меньше срок окупаемости, тем эффективнее вариант инвестирования.

2. Коэффициент сравнительной эффективности (Э) является обратным показателем эффективности капитальных вложений, определяется в коп/руб. по следующей формуле:

$$Э = \frac{Z_1 - Z_2}{K_2 - K_1}.$$

[4] Политическая экономия : словарь. М. : Изд-во полит. культуры, 1990. С. 604–605.

Отсюда следует, что показатель сравнительной эффективности отражает величину экономии от снижения себестоимости выпускаемой продукции, приходящейся на один рубль дополнительных капиталовложений. Именно этот показатель подлежит нормированию со стороны государства и является, таким образом, средством регулирования меры экономической эффективности капитальных затрат по народному хозяйству. При этом нормативный коэффициент сравнительной эффективности капитальных вложений ($Э_н$) выступает, с одной стороны, самостоятельным экономическим показателем, а с другой стороны — базовой величиной для исчисления показателей эффективности капитальных вложений в ходе многовариантного инвестиционного анализа. Впервые значение коэффициента сравнительной эффективности инвестиций было установлено в планах 11-й пятилетки[5].

3. Затраты (З) — при помощи этого показателя удобно проводить сравнительный анализ экономической эффективности капитальных вложений при большом числе вариантов их осуществления. Затраты исчисляются по формуле (за один год осуществления вариантов вложений):

$$З = K_i Э_н + Z_i,$$

где $Э_н$ — нормативный коэффициент сравнительной эффективности капитальных вложений;

K_i, Z_i — капитальные вложения и издержки производства, приходящиеся на единицу продукции по сравниваемым вариантам.

Затраты, рассчитанные на весь срок окупаемости проектов, определяются следующим образом:

$$З_1 = ZS_н + K,$$

где $S_н$ — нормативный срок окупаемости ($1/Э_н$);

K, Z — капитальные вложения и издержки производства на общий объем продукции по сравниваемым вариантам. Луч-

[5] *Башмаков В. М.* Норматив экономической эффективности капитальных вложений : лекция. М., 1983. С. 38.

шим вариантом является тот, по которому величина затрат наименьшая.

4. Годовой экономический эффект ($Э_г$) — это обобщающий показатель экономической эффективности организационно-технических мероприятий, который определяется по формуле:

$$Э_г = (З_1 - З_2) \cdot V,$$

где V — объем годового выпуска продукции, соответствующей выбранному оптимальному варианту;

$З_1$, $З_2$ — затраты по вариантам капитальных вложений.

Чем выше абсолютное значение показатель $Э_г$, тем более обоснованным считается выбор оптимального варианта из вариантов, имеющихся в распоряжении инвестора.

5. Коэффициент приведения ($K_п$) — использовали тогда, когда финансирование того или иного варианта капитальных вложений предусматривало не единовременные вложения, а распределение их по годам, т. е. для корректировки стоимости настоящих инвестиционных расходов к определенному моменту времени в будущем (как правило, по окончании срока осуществления инвестиционных расходов). Этот показатель рассчитывается следующим образом:

$$K_п = (1 + Э_н)^{n_т - n}.$$

При необходимости пересчета абсолютного значения планируемых в будущем показателей рассчитывали коэффициент дисконтирования[6]:

$$Д = \frac{1}{(1 + Э_н)^n},$$

где $n_т$ — расчетный год;

[6] В части практического использования вышеприведенных коэффициентов приведения и дисконтирования можно провести аналогию с используемыми за рубежом также двумя показателями: I (процентная ставка, процент) и h (учетная ставка, дисконт).

n — год, затраты и результаты которого приводятся к расчетному году;

$Э_н$ — норматив сравнительной эффективности капитальных вложений.

Таким образом, разность ($n_т - n$) показывает, на сколько лет капитальные вложения замораживаются, т. е. не дают отдачи в виде доходов от реализации выпускаемой продукции (работ, услуг).

В случае распределения необходимых капитальных вложений по разным периодам времени обобщающим показателем сравнения вариантов их осуществления выступает суммарный чистый доход от проекта ($d_{сум}$). Он рассчитывается по следующей формуле:

$$d_{сум} = \sum K_n \cdot d_n,$$

где K_n — коэффициент приведения (дисконтирования);

d_n — сумма чистого дохода по годам реализации проекта.

Такова система показателей экономической оценки вариантов осуществления капитальных вложений, используемая длительное время в ходе инвестиционного анализа в СССР.

Третий период (с 1990 г. по настоящее время). Вышеизложенная система показателей экономической эффективности капиталовложений перестала удовлетворять требованиям современных экономистов, аналитиков в инвестиционной сфере.

Главная причина этого явления заключается в том, что принципиальные черты «советской» системы показателей эффективности инвестиций не находят приложения в новой экономической системе России, т. е. в условиях транзитивной экономики.

Во-первых, все показатели, применявшиеся в отечественной методике, ориентированы на снижение издержек производства продукции (работ, услуг) и характеризуют экономию затрат вследствие произведенных капитальных вложений.

Действительно, когда инвестиционная политика и весь экономический механизм находились под полным контролем со стороны государства, когда полностью отсутствовал такой инструмент экономического регулирования, как налоговая система, когда действовало жесткое нормативное распределение доходов и расходов

предприятий, отсутствовали рынки кредитов и ценных бумаг, задание целевой функции инвестиционных затрат в виде минимизации издержек производства было вполне оправданным.

В современных условиях развития экономики, напротив, этот методологический подход не вписывается в настоящую систему экономических оценок.

В рыночной экономике явление «снижение себестоимости продукции (работ, услуг)» не равнозначно явлению «увеличение прибыли в распоряжении предприятия», а в условиях становления конкурентной экономики именно максимизация прибыли выступает главным мотивом деятельности предпринимателей. Неравнозначность явлений «снижение себестоимости» и «увеличение прибыли» обусловливается, с одной стороны, существованием сложной налоговой системы, с другой стороны, негарантированностью реализации продукции и, соответственно, возмещения издержек и получения определенных доходов. Прежняя отечественная методика строит свои аналитические показатели, опираясь лишь на удельные издержки и планируемый объем производства, при этом совершенно не принимая во внимание планируемые доходы и прибыль от реализации продукции, в чем и состоит, собственно, весь инвестиционный анализ в рыночной экономике.

Кроме того, как уже отмечалось выше, базой исчисления основных показателей экономической эффективности капитальных вложений являлось нормативное значение коэффициента сравнительной эффективности $Э_н$. Сегодня в связи с изменением мотивации осуществления предпринимательской деятельности в силу своего экономического содержания показатель $Э_н$ утрачивает роль основы для расчета показателей, характеризующих эффективность инвестиционных проектов. В связи с этим совершенно закономерно то, что сравнительные расчеты, включающие показатели, исчисленные как на базе критерия минимума затрат (прежняя методика), так и на базе критерия максимума дохода или прибыли (зарубежная методика), одновременно сделанные на основе анализа одного инвестиционного проекта, как правило, дают прямо противоположные рекомендации по принятию окончательного решения.

Как уже отмечалось, оценка эффективности инвестиций имеет огромный научный и практический интерес, поскольку от того, насколько объективно и всесторонне осуществлена эта оценка, зависят сроки окупаемости вложенного капитала, темпы развития фирмы, а также решение многих проблем социально-экономического развития страны. Объективность и всесторонность оценки эффективности инвестиционных проектов, в свою очередь, в значительной мере определяются использованием современных методов ее проведения.

Рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования, утвержденные совместным постановлением Госстроя России, Минэкономики РФ, Минфина РФ и Госкомпромом России от 31.03.1994 г. № 7-12/47 содержат следующие принципы, используемые в зарубежной практике некоторых стран.

I. Принцип оценки возврата инвестируемого капитала на основе показателя денежного потока (cash flow), который формируется за счет чистой прибыли и амортизационных отчислений в процессе реализации инвестиционного проекта.

II. Принцип обязательного приведения к настоящей стоимости будущих поступлений, т. е. денежного потока. Действительно, инвестиционный процесс длится порой не один год. В течение времени реализации проекта увеличивается стоимость вложенных денег. Поэтому за исключением денег, вложенных сегодня, все последующие инвестируемые суммы должны быть приведены к настоящей стоимости.

III. Принцип выбора дифференцированной ставки процента (дисконтной) в процессе дисконтирования потока для различных инвестиционных проектов. При этом размер предлагаемого дохода формируется с учетом следующих факторов:

— средней реальной депозитной ставки;
— темпа инфляции (или премии за инфляцию);
— премии за риск;
— премии за низкую ликвидность.

Соблюдение этого принципа весьма важно при сравнении двух и более инвестиционных проектов, различающихся разными уровнями риска или продолжительностью осуществления.

IV. Принцип гибкой системы использования ставки процента для дисконтирования денежных потоков в зависимости от целей оценки инвестиционного проекта. Так, при расчете различных показателей эффективности инвестиций в качестве ставки процента, выбираемой для дисконтирования, могут быть использованы:

— средняя депозитная и кредитная ставка;

— индивидуальная норма доходности инвестиций с учетом уровня инфляции, риска и ликвидности инвестиций;

— альтернативная норма доходности по другим возможным видам инвестиций;

— норма доходности по текущей хозяйственной деятельности.

Наряду с вышеперечисленными принципами в указанных Рекомендациях по оценке эффективности инвестиционных проектов предлагается деление показателей эффективности инвестиционных проектов на следующие виды:

1) показатели бюджетной эффективности, отражающие финансовые последствия осуществления проекта для федерального, регионального или местного бюджетов;

2) показатели народнохозяйственной эффективности, отражающие эффективность проекта с точки зрения интересов всего народного хозяйства в целом, а также участвующих в осуществлении проекта регионов (субъектов Федерации), отраслей, организаций, предприятий;

3) показатели коммерческой эффективности (финансовое обоснование) проекта, учитывающие финансовые последствия реализации проекта для его непосредственных участников. По сути, расчету эффективности должны предшествовать маркетинговые исследования и все необходимые согласования с местными органами самоуправления о дополнительном осуществлении проекта.

Все методы расчета эффективности инвестиционных проектов, за редким исключением, осуществляются с помощью постоянно

обновляемого программного обеспечения, т. е. с использованием компьютерных технологий, адаптированных к условиям российской практики.

В настоящее время оценка эффективности инвестиций проводится на основе Методических рекомендаций по оценке эффективности инвестиционных проектов (вторая редакция), утвержденных Министерством экономики РФ, Министерством финансов РФ, Государственным комитетом по строительству, архитектурной и жилищной политике. Данные рекомендации содержат описание корректных методов расчета эффективности инвестиционных проектов. В этих целях рекомендации предусматривают:

— унификацию терминологии и перечня показателей эффективности инвестиционных проектов, разрабатываемых различными проектными организациями, а также подходов к их определению;

— систематизацию требований, предъявляемых к предпроектным и проектным материалам при рассмотрении расчетов эффективности инвестиционных проектов, а также к составу, содержанию и полноте исходных данных для проведения расчетов;

— установление требований к экономическому сопоставлению вариантов технических, организационных и финансовых решений, разрабатываемых в составе отдельного инвестиционного проекта;

— учет особенностей реализации отдельных видов инвестиционного проекта, обусловливающих использование нестандартных методов оценки эффективности.

Методические рекомендации предназначены для предприятий и организаций всех форм собственности, участвующих в разработке, экспертизе и реализации инвестиционных проектов[7].

Рекомендации могут быть приняты в качестве основы для создания нормативно-методических документов по разработке и оценке эффективности отдельных видов инвестиционных проектов, учитывающих их специфику. Рекомендации используются:

---

[7] Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов. 2-я ред. / авт. кол.: В. В. Косов, В. Н. Лившиц, А. Г. Шахназаров. М. : Экономика, 2000. С. 11.

— для оценки эффективности и финансовой реализуемости инвестиционных проектов;

— оценки эффективности участия в инвестиционном проекте хозяйствующих субъектов;

— принятия решений о государственной поддержке инвестиционных проектов;

— сравнения альтернативных инвестиционных проектов, вариантов инвестиционных проектов и оценки экономических последствий выбора одного их них;

— оценки экономических последствий отбора для реализации группы инвестиционных проектов из некоторой их совокупности при наличии фиксированных финансовых и других ограничений;

— принятия экономически обоснованных решений об изменении в ходе реализации инвестиционных проектов в зависимости от вновь выявляющихся обстоятельств (экономический мониторинг).

Финансово-экономическая оценка инвестиционных проектов занимает важное место в процессе обоснования и выбора возможных вариантов вложения денежных средств в реальный сектор экономики. При всех прочих благоприятных характеристиках проекта он не будет принят к реализации, если не обеспечит:

1) возмещение вложенных денежных средств за счет доходов от реализации товаров и услуг;

2) получение прибыли, обеспечивающей рентабельность инвестиций не ниже желательного для фирмы уровня;

3) окупаемости инвестиций в пределах срока, приемлемого для фирмы. Определение реальности достижения именно таких результатов инвестиционных операций и является ключевой задачей оценки финансово-экономических параметров любого проекта вложения средств в реальные активы.

Проведение такой оценки всегда является достаточно сложной задачей, это обусловлено тем, что, во-первых, инвестиционные расходы могут осуществляться либо разово, либо неоднократно на протяжении достаточно длительного периода времени; во-вторых, длителен процесс получения результатов от реализации инвестиционных проектов (более одного года); в-третьих, осущест-

вление длительных операций приводит к росту неопределенности при оценке всех аспектов инвестиций.

Именно наличие этих факторов породило необходимость в создании современных методов оценки инвестиционных проектов, позволяющих принимать достаточно обоснованные решения с минимально возможным уровнем погрешности (ошибок).

В условиях развивающейся экономики, как было сказано выше, были разработаны Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования[8]. Эти рекомендации основываются на методологии, применяемой в современной международной практике. Используются также подходы, выработанные при создании отечественных методик[9].

Объективность оценки эффективности инвестиций определяется использованием современных методов проведения оценки. Коммерческая состоятельность — это заключительное звено проведения прединвестиционных исследований, она должна базироваться на информации, полученной и проанализированной на всех предшествующих этапах работы. Коммерческая оценка представляет собой интегральный подход к анализу инвестиционных вложений.

Каковы же общие критерии коммерческой привлекательности инвестиций? Это финансовая состоятельность вложений (финансовая оценка) и эффективность инвестиций (экономическая оценка). По данным критериям проводят соответственно финансовую и экономическую оценки инвестиционных проектов.

Оба подхода или метода взаимно дополняют друг друга. Первый используется для анализа ликвидности (платежеспособности) инвестиций, второй — для определения потенциальной способности инвестиций сохранять покупательную ценность вложенных средств и обеспечивать достаточный темп их прироста.

---

[8] Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования. М., 1994.

[9] Методические рекомендации по комплексной оценке эффективности мероприятий, направленных на ускорение научно-технического прогресса. М. 1998.

Рассмотрим коммерческую оценку инвестиционных проектов (рис. 22). Финансовая оценка инвестиций должна обеспечить достижение двух главных целей:

1) получение приемлемой прибыли на вложенный капитал;

2) поддержание устойчивого финансового состояния предприятия.

Анализ того, насколько успешно будут решаться эти задачи, а также сопоставление между собой различных инвестиционных проектов и вариантов расчетов с различными наборами исходных данных могут быть выполнены с помощью коэффициентов финансовой оценки.

Для решения указанных задач используются следующие группы коэффициентов финансовой оценки проекта:

— рентабельности;

— оборачиваемости (деловой активности);

— ликвидности (финансовой устойчивости).

В прил. 6 представлены наиболее часто используемые коэффициенты финансовой оценки инвестиций. Все показатели оборачиваемости применяются для определения скорости движения денеж-

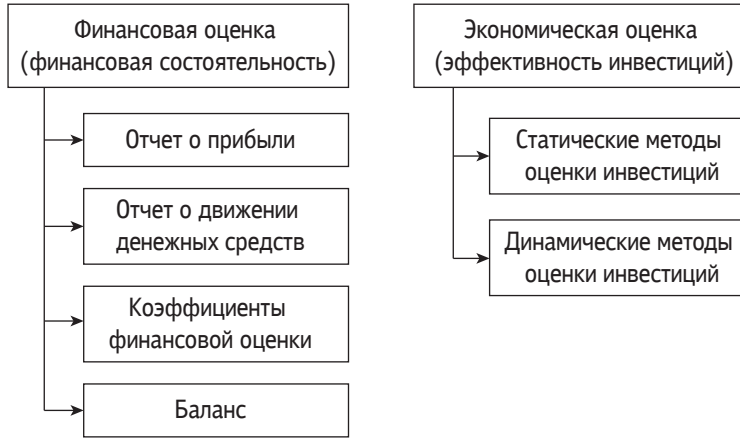


Рис. 22. Коммерческая оценка инвестиций

ных средств по различным текущим счетам предприятия. В силу известной специфики подготовки исходных данных для оценки инвестиций подобная информация не будет иметь какой-либо особой ценности. Определенный интерес вызывает только коэффициент оборачиваемости оборотного капитала ($О_{ок}$). Показатели, входящие в только что рассмотренные категории, отражают успешность производственной и маркетинговой политики, предполагаемой к осуществлению.

Для России рекомендуется использовать нижеследующие значения коэффициентов ликвидности: $Л_{общ}$ = 1,5–2,0; $Л_{сроч}$ = 0,5–1,2; $Л_{абс}$ = 0,2–0,25.

Приведенные коэффициенты финансовой оценки проекта позволяют рассматривать его с различных позиций и тем самым анализировать устойчивость финансового состояния на каждом шаге расчета.

Другим не менее важным направлением использования коэффициентов является выбор таких источников финансирования, которые обеспечивают превышение рентабельности акционерного капитала над рентабельностью всех активов. В данном случае следует пользоваться формами бухгалтерской отчетности предприятия, при этом состав коэффициентов и расчетные формулы могут несколько отличаться, что объясняется меньшим уровнем детализации исходных данных при планировании инвестиционного проекта в связи с их прогнозным характером.

Теория инвестиционного анализа предусматривает использование определенной системы аналитических методов и показателей. Для оценки экономической эффективности проектов наиболее часто применяются динамические методы оценки эффективности инвестиций (рис. 23).

Несмотря на существенные различия между видами инвестиций и многообразием условий их реализации, оценка эффективности инвестиций и их экспертиза должны производиться в определенном смысле единообразно, на основе единых принципов. Можно объединить эти принципы в группы:

1) *методологические,* наиболее общие, их применение обеспечит рациональное поведение экономических субъектов независимо от характера и целей проекта;

2) *методические,* обеспечивающие экономическую обоснованность оценок эффективности проектов и решений;

3) *операционные,* их соблюдение упростит процедуру оценки эффективности проектов и обеспечит необходимую точность расчетов.

Группировка содержательного контента принципов оценки эффективности инвестиций и их распределение показаны в табл. 29.

Подробное рассмотрение этих принципов содержится во многих научных изданиях, посвященных вопросам оценки эффективности инвестиций. Наряду с ними существуют и «частные» принципы, т. е. правила, в соответствии с которыми осуществляются отдельные этапы оценки или учитываются отдельные специфические для конкретного проекта обстоятельства. Такие правила, иногда

Рис. 23. Оценка эффективности инвестиционных проектов

основанные на практическом опыте, иногда конкретизирующие общие принципы применительно к определенной ситуации, в случае необходимости излагаются при описании соответствующих этапов расчета.

Таблица 29

Принципы оценки эффективности инвестиций

Методологические	Методические	Операционные
1. Измеримость 2. Сравнимость 3. Выгодность 4. Согласованность интересов 5. Платность ресурсов 6. Неотрицательность и максимум эффекта 7. Системность 8. Комплексность 9. Неопровергаемость методов	1. Сравнение ситуаций с «проектом» и «без проекта» 2. Уникальность 3. Субоптимизация 4. Неуправляемость прошлого 5. Динамичность 6. Временная ценность денег 7. Неполнота информации 8. Структура капитала 9. Многовалютность	1. Взаимосвязь параметров 2. Моделирование 3. Организационно-экономический механизм реализации проекта 4. Многостадийность оценки 5. Информационная и методическая согласованность 6. Симплификация

Современные методы оценки инвестиций позволяют принимать достаточно обоснованные управленческие решения с минимально возможным уровнем погрешности (ошибок).

4.2. Динамические методы оценки эффективности инвестиций

Динамические методы оценки эффективности инвестиций учитывают фактор времени. На практике в большинстве случаев применяются динамические методы, которые позволяют учесть большее количество переменных. Для краткосрочных вложений подходят статические методы, которые дают понять инвестору, эффективным ли было размещение капитала или нет. Частному инвестору, обладающему небольшим капиталом, этого достаточно.

Динамические методы отличаются большей сложностью и необходимостью учитывать различные аспекты и временные периоды реализации проекта. Для частных инвесторов, работающих с доверительным управлением, драгоценными вкладами и валютой, такие методы чрезмерно перегружены дополнительными переменными. Данные методы используются при оценке инвестиционных проектов, обладающих большой длительностью (несколько лет) и требующих дополнительных инвестиционных вложений по ходу реализации.

К динамическим методам оценки эффективности инвестиций относятся чистая текущая стоимость (*NPV*), рентабельность инвестиций (*PI*), внутренняя норма прибыли (*IRR*) и срок окупаемости.

Основным моментом финансовых вычислений данных показателей является поиск ставок дисконтирования, которые позволяют привести доходы и расходы к значениям, приближенным к реальным для выбранного периода времени. При выборе ставки дисконтирования специалист должен учитывать влияние различных факторов, таких как инфляция, стоимость капитала, т. е. всех источников средств для инвестирования, а также возможные инвестиционные риски, в том числе отраслевые. Кроме этого, если инвестиционный процесс осуществляется на международном уровне, обязательно обратить внимание на страновые риски.

Преимущества и недостатки динамических методов оценки эффективности инвестиционных проектов представлены в прил. 7.

4.2.1. Чистая текущая стоимость инвестиций

Суть метода определения чистой текущей стоимости инвестиций состоит в том, чтобы найти разницу между инвестиционными затратами и будущими доходами, выраженную в скорректированной во времени денежной величине. Этот метод анализа, основанный на определении чистой текущей стоимости, на которую может прирасти рыночная стоимость фирмы в результате реализации инвестиционного проекта, исходит из двух предпосылок:

— любое предприятие стремится к максимизации своей рыночной стоимости;

— разновременные затраты имеют неодинаковую стоимость.

Чистая текущая стоимость (*NPV*) — это разница между суммой денежных поступлений от реализации проекта, приведенных к нулевому моменту времени, и суммой дисконтированных выплат, необходимых для реализации этого проекта. В том случае, когда инвестор может столкнуться с ситуацией «разовые затраты — длительная отдача», этот показатель определяется следующим образом:

$$NPV = \frac{CF_1}{(1+k)^1} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + ... + \frac{CF_n}{(1+k)^n} - V_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_1}{(1+k)^t} - V_0,$$

где *CF* — денежные поступления в конце периода;

k — ставка дисконтирования или норма прибыли (рентабельности);

V_0 — первоначальное вложение денежных средств (сумма инвестиций).

Для России ситуация «длительные затраты — длительная отдача» более привычна, т. е. когда инвестиции осуществляются не в одномоментном порядке, а по частям — на протяжении нескольких месяцев или даже лет. В этом случае чистая текущая стоимость принимает несколько иной вид:

$$NPV = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_1}{(1+k)^t} - \sum_{t=0}^{n} \frac{V_1}{(1+k)^t},$$

где V_1 — инвестиционные затраты в период *t*.

На практике часто при оценке ставки дисконтирования *(k)* используется ставка по альтернативным вложениям капитала, т. е. уровень доходности инвестируемых средств, который может быть обеспечен при помещении их в общедоступные финансовые институты (банки, финансовые компании и т. д.).

Особой ситуацией является расчет чистой текущей стоимости в случае вложения средств в проект, срок жизни которого явно не ограничен (условно-бесконечен). Характерными примерами такого рода инвестиций могут быть расходы, осуществляемые с целью проникновения на финансовый рынок (реклама, создание сети дилеров и т. п.) или связанные с приобретением контрольного

пакета акций другой компании с целью включения ее в холдинг. В подобных случаях для определения чистой текущей стоимости инвестиционного проекта используется формула Гордона, которая выглядит следующим образом:

$$NPV = \frac{CF_1}{k \pm q} - V_0,$$

где CF_1 — поступление денежных средств в конце первого года после осуществления инвестиций;

q — постоянный темп роста, с которым будут ежегодно расти поступления денежных средств.

Если рассчитанная чистая текущая стоимость имеет положительный знак ($NPV > 0$), это означает, что в течение своей экономической жизни проект возместит первоначальные затраты (инвестиции) и обеспечит получение дохода, т. е. инвестиционный проект следует принимать. Отрицательная величина NPV показывает, что заданная сумма дохода не обеспечивается и инвестиционный проект убыточен ($NPV < 0$). При $NPV = 0$ инвестиционный проект только окупает произведенные затраты, но не приносит прибыли, т. е. он ни прибыльный, ни убыточный.

Широкая распространенность метода оценки приемлемости инвестиций на основе чистой текущей стоимости обусловлена тем, что этот критерий обладает высокой устойчивостью при разных исходных данных, позволяя при этом находить экономически выгодное решение.

4.2.2. Рентабельность инвестиций

Метод расчета рентабельности инвестиций (индекс рентабельности). Рентабельность инвестиций (*PI*) — это показатель, позволяющий определить, в какой мере возрастет стоимость фирмы в расчете на один рубль инвестиций. Данный показатель может быть измерен двумя способами — с учетом фактора времени, т. е. дисконтированием потока платежей, и бухгалтерским. В обоих случаях доход сопоставляется с размером инвестиций.

Первый способ. Индекс рентабельности проекта представляет собой отношение суммы всех дисконтированных денежных доходов от инвестиций к сумме всех дисконтированных инвестиционных расходов.

Так же как и с показателем чистой текущей стоимости для случая «длительные затраты — длительная отдача», формула расчета рентабельности инвестиций будет иметь несколько иной вид:

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^{n} CF_1 (1+k)^{-t}}{\sum_{t=0}^{n} V_t \cdot (1+k)^{-t}} - 1,$$

где V_t — инвестиции в году t.

Второй способ. Показатель рентабельности инвестиций вычисляется следующим образом:

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^{n} \frac{CF_1}{(1+k)^t}}{V_0} - 1,$$

где V_0 — первоначальные инвестиции;

CF_1 — денежные поступления в году t, которые будут получены благодаря этим инвестициям.

В такой форме показатель рентабельности инвестиций иногда называют коэффициентом «доход — издержки». Очевиден тот факт, что если чистая текущая стоимость инвестиционного проекта положительна, то рентабельность инвестиций будет больше единицы, и наоборот. Таким образом, если расчет дает нам рентабельность инвестиций больше единицы, то такие инвестиции приемлемы.

4.2.3. Внутренняя норма прибыли (доходности)

Метод расчета внутренней нормы прибыли (доходности). Внутренняя норма прибыли (*Internal Rate of Return*), или внутренний коэффициент доходности инвестиций (*IRR*), представляет

собой уровень доходности средств, направленных на цели инвестирования. Наиболее близкими по экономической природе к внутренней норме прибыли можно считать следующие процентные ставки:

— годовую ставку доходности, рассчитанную по схеме сложных процентов в силу неоднократного начисления процентов в течение года (например, ежеквартально);

— годовую ставку процента по ссуде, рассчитанную по схеме сложных процентов в силу неоднократного погашения задолженности в течение года (например, ежеквартально).

Экономический смысл данного коэффициента при анализе эффективности планируемых инвестиций заключается в следующем: внутренняя норма прибыли показывает максимально допустимый относительный уровень расходов, которые могут быть связаны с данным проектом. Например, если проект полностью финансируется за счет ссуды коммерческого банка, то значение внутренней нормы прибыли показывает верхнюю границу допустимого уровня банковской процентной ставки, превышение которого делает проект убыточным.

Таким образом, данный показатель отражает ожидаемую норму доходности (рентабельность инвестиций) или максимально допустимый уровень инвестиционных затрат в оцениваемый проект. *IRR* должен быть выше средневзвешенной цены инвестиционных ресурсов, в противном случае инвестиционный проект должен быть отклонен.

На практике любое предприятие финансирует свою деятельность, в том числе и инвестиционную, из разных источников. В качестве платы за пользование авансированными финансовыми ресурсами оно отдает проценты, дивиденды, вознаграждения и т. п., т. е. несет некоторые обоснованные расходы на поддержание своего экономического потенциала.

В качестве критерия оценки инвестиций внутренняя норма прибыли используется аналогично показателям чистой текущей стоимости и рентабельности инвестиций, а именно устанавливает экономическую границу приемлемости рассматриваемых инвестиционных проектов.

Внутренняя норма прибыли тесно связана с чистой текущей стоимостью инвестиций. На рис. 24 показана взаимосвязь между размером *IRR* и *NPV*, увеличение нормы доходности приводит к уменьшению дохода от инвестиционного проекта.

Если вернуться к описанным выше методам определения чистой текущей стоимости, то внутренняя норма прибыли — это и есть то значение коэффициента дисконтирования (k), при котором чистая текущая стоимость равна нулю.

Формализуя расчет *IRR*, получим следующее выражение, которое нужно решить относительно коэффициента дисконтирования. Поскольку строгого решения здесь быть не может, то обычно пользуются методом подбора. Начинают подбирать значение коэффициента дисконтирования, при котором чистая текущая стоимость проекта будет равна нулю:

$$\sum_{t=0}^{n} \frac{CF_1}{(1+k)^t} - V_0 = 0,$$

где CF — чистый денежный поток в период времени t;

k — ставка дисконтирования (может быть использована цена капитала);

V_0 — первоначальные инвестиции.

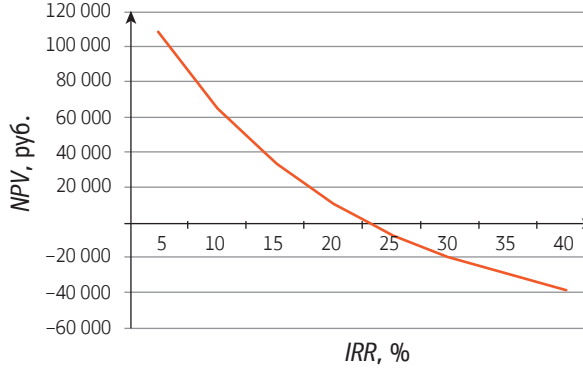


Рис. 24. Взаимосвязь основных показателей инвестиционного анализа

В практических расчетах внутренняя норма прибыли используется также для оценки привлекательности инвестиционного проекта или для сопоставительного анализа с другими проектами. Для этого *IRR* сравнивают с эффективной ставкой дисконтирования, т. е. с требуемым уровнем доходности проекта (табл. 30). В качестве такой ставки на практике зачастую используют средневзвешенную стоимость капитала (*Weight Average Cost of Capital — WACC*).

Необходимо отметить, что вместо критерия сравнения *WACC* может быть использован любой другой барьерный уровень инвестиционных затрат, который рассчитывается на основе методов оценки ставки дисконтирования. Простым практическим примером может быть сравнение *IRR* с безрисковой процентной ставкой по банковскому вкладу. Так, если инвестиционный проект имеет *IRR* = 8 %, а процент по вкладу равен 10 %, то данный проект следует отклонить.

В рамках инвестиционного анализа, с учетом ставки рефинансирования, может быть использована следующая формула расчета *IRR*:

$$IRR = k_1 + \frac{NPV(k_1) > 0}{NPV(k_1) - NPV(k_2)} \cdot (k_2 - k_1),$$

где k_1 — заданная ставка дисконтирования;

k_2 — ставка рефинансирования;

$NPV(k_1)$ — чистая текущая стоимость инвестиций при заданной ставке дисконтирования;

$NPV(k_2)$ — чистая текущая стоимость инвестиций при ставке рефинансирования.

Величина внутренней нормы прибыли несет важную информацию об экономической прочности проекта. Эта прочность тем выше, чем больше разрыв между внутренней нормой прибыли и ставкой дисконтирования. Отмеченная разность представляет предельную возможность увеличения стоимости капитала, привлекаемого для реализации проекта.

Таким образом, формально внутренняя норма прибыли определяется как коэффициент дисконтирования, при котором чистая текущая стоимость равна нулю, т. е. инвестиционный проект не обеспечивает роста ценности фирмы, но и не ведет к ее сниже-

нию. Именно поэтому в отечественной литературе внутреннюю норму прибыли иногда называют проверочным дисконтом, так как она позволяет найти граничное значение коэффициента дисконтирования, разделяющее инвестиции на выгодные и невыгодные. Для этого внутреннюю норму прибыли сравнивают с уровнем окупаемости вложений, который фирма выбирает для себя в качестве стандартного, с учетом цены, по которой фирма получила капитал для инвестирования, и уровня прибыльности, который она хотела бы иметь при его использовании.

Этот стандартный уровень желательной рентабельности вложений часто называют ценой авансированного капитала (C_c). Данный показатель отражает сложившийся на предприятии минимум возврата на вложенный в его деятельность капитал и его рентабельность, рассчитывается по формуле средней арифметической взвешенной. Экономический смысл этого показателя заключается в следующем: предприятие может принимать любые решения инвестиционного характера, уровень рентабельности которых не ниже текущего значения показателя цены авансированного капитала. Именно с ним сравнивается показатель внутренней нормы прибы-

Таблица 30

Позиции *IRR* для принятия инвестиционных решений

Значение *IRR*	**Комментарии**
$IRR > WACC$	Инвестиционный проект имеет внутреннюю норму доходности выше, чем затраты на собственный и заемный капитал. Данный проект следует принять для дальнейшего анализа
$IRR < WACC$	Инвестиционный проект имеет норму доходности ниже, чем затраты на капитал, это свидетельствует о нецелесообразности вложения в него
$IRR = WACC$	Внутренняя доходность проекта равна стоимости капитала, проект находится на минимально допустимом уровне и следует произвести корректировки движения денежных средств и увеличить денежные потоки
$IRR_1 > IRR_2$	Инвестиционный проект (1) имеет больший потенциал для вложения, чем проект (2)

ли, рассчитанный для конкретного проекта, при этом связь между ними такова:

— если $IRR > C_c$, то проект считается выгодным и его следует принять;

— если $IRR < C_c$, то проект считается невыгодным и его следует отвергнуть;

— если $IRR = C_c$, то проект ни прибыльный, ни убыточный.

Чем выше внутренняя норма прибыли, тем более эффективным является инвестиционный проект. Внутренняя норма прибыли должна быть выше ставки дисконтирования, используемой при расчете внутренней нормы прибыли. В противном случае чистая текущая стоимость проекта будет иметь отрицательное значение.

Как любой другой экономический показатель, внутренняя норма прибыли имеет достоинства и недостатки. Достоинства показателя внутренней нормы доходности состоят в том, что, кроме определения уровня рентабельности инвестиции, есть возможность сравнить проекты разного масштаба и различной длительности. К недостаткам относятся следующие позиции:

— не учитывается уровень реинвестиций, предполагается, что положительные денежные потоки реинвестируются по ставке, равной внутренней норме доходности. В случае, если *IRR* близка к уровню реинвестиций фирмы, то этой проблемы не возникает; когда *IRR*, особенно привлекательного инвестиционного проекта, равна, к примеру, 80 %, то все денежные поступления должны реинвестироваться при ставке 80 %. Однако маловероятно, что предприятие обладает ежегодными инвестиционными возможностями, которые обеспечивают рентабельность в 80 %. В данной ситуации показатель внутренней нормы доходности завышает эффект от инвестиций (в показателе модифицированной внутренней нормы доходности (*MIRR*) данная проблема устранена);

— не показывается результат инвестиции в абсолютном значении, т. е. нет возможности определить, сколько денежных средств принесет инвестиция в абсолютных значениях (рублях, долларах);

— существует высокий уровень риска погрешности из-за использования разных значений *IRR*.

Таким образом, внутренняя норма прибыли становится как бы ситом, отсеивающим невыгодные проекты. Для определения внутренней нормы прибыли используются и другие методы приближенных расчетов, одним из которых является метод линейной интерполяции.

4.2.4. Срок окупаемости инвестиций

Срок окупаемости инвестиций (*PP*) — один из наиболее часто применяемых показателей для анализа инвестиционных проектов. Он определяет продолжительность времени, необходимого для возмещения начальных инвестиционных затрат из чистых денежных поступлений. Срок окупаемости может определяться в двух вариантах:

1) статический срок окупаемости (простой метод) — не учитывает фактор времени и определяется по следующей формуле:

$$PP = \frac{V_0}{CF},$$

где V_0 — первоначальные инвестиции;

CF — среднегодовая сумма денежных поступлений от реализации инвестиционного проекта;

2) динамический срок окупаемости (дисконтированный метод) — определяется на основе дисконтированного потока платежей, т. е. с учетом фактора времени:

$$DPR = \frac{V_0}{\sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} : n},$$

где V_0 — первоначальные инвестиции;

$\sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$ — сумма денежных поступлений с учетом фактора времени (дисконтированные доходы);

n — временной период, на который делаются вложения.

Основной недостаток показателя срока окупаемости как меры эффективности проектов заключается в том, что он не учитывает весь период функционирования инвестиций и, следовательно, на него не влияет вся та отдача, которая лежит за пределами полученного результата. Поэтому показатель срока окупаемости не должен служить критерием отбора инвестиционных проектов, а может использоваться лишь в виде ограничения при принятии решения. Например, когда руководство предприятия в большей степени озабочено решением проблемы ликвидности, а не прибыльности проекта, — главное, чтобы инвестиции окупились как можно скорее. Такой срок окупаемости также хорош в ситуации, когда инвестиции сопряжены с высокой степенью риска, поэтому чем короче срок окупаемости, тем менее рискованным является проект. Если срок окупаемости больше, чем принятие ограничения длительности осуществления проекта, то проект исключается из списка возможных альтернативных инвестиционных проектов.

Контрольные вопросы

1. В чем заключается коммерческая оценка инвестиционного проекта? Какие вы знаете методические подходы для определения коммерческой привлекательности инвестиционного проекта?

2. Назовите суть и цели финансовой оценки инвестиционного проекта. Какие показатели используются при финансовом анализе инвестиционного проекта?

3. В чем заключается экономическая оценка инвестиционного проекта?

4. Какие методы используются при оценке эффективности инвестиционных проектов?

5. Перечислите принципы оценки эффективности инвестиций.

6. Каков экономический смысл чистой текущей стоимости (*NPV*)?

7. Какие ситуации рассматриваются при определении чистой текущей стоимости (*NPV*)?

8. Какое решение должны принять инвесторы при $NPV < 0$, $NPV = 0$, $NPV > 0$?

9. Каков экономический смысл дисконтирования денежных потоков при обосновании инвестиционных проектов?

10. В чем заключается экономический смысл метода расчета рентабельности инвестиций (*PI*)?

11. Какое решение должны принять инвесторы при $PI < 0$, $PI = 0$, $PI > 0$?

12. Каков экономический смысл внутренней нормы прибыли (*IRR*)?

13. Какие показатели считаются близкими по экономической природе к внутренней норме прибыли?

14. Какое решение должны принять инвесторы при $IRR < 0$, $IRR = 0$, $IRR > 0$?

15. Какие вы знаете методические подходы для определения срока окупаемости инвестиционного проекта?

16. В чем заключается основной недостаток срока окупаемости инвестиционного проекта?

Список рекомендуемой литературы

Блау С. Л. Инвестиционный анализ : учебник для бакалавров / С. Л. Блау. М. : Дашков и К, 2014. 256 с.

Игошин Н. В. Инвестиции: организация, управление, финансирование : учебник / Н. В. Игошин. М. : Юнити-Дана, 2012. 447 с.

Казак А. Ю. Оценка инвестиций и финансовый анализ инвестиционного процесса : учеб. пособие / А. Ю. Казак, М. С. Марамыгин, Л. И. Юзвович // Екатеринбург : Изд-во АМБ, 2007. 192 с.

Кузнецов Б. Т. Инвестиции : учеб. пособие / Б. Т. Кузнецов. М. : Юнити-Дана, 2012. 623 с.

Нешитой А. С. Инвестиции : учебник / А. С. Нешитой. М. : Дашков и К, 2012. 372 с.

Орлова Е. Р. Инвестиции : учеб. пособие / Е. Р. Орлова. М. : Омега-Л, 2012. 240 с.

Репушевская О. А. Инвестиции : учеб. пособие / О. А. Репушевская, И. А. Марьина. М. : Моск. филиал ЛГУ им. А. С. Пушкина, 2011. 157 с.

Сироткин С. А. Экономическая оценка инвестиционных проектов : учебник / С. А. Сироткин, Н. Р. Кельчевская. М. : Юнити-Дана, 2012. 311 с.

Турманидзе Т. У. Анализ и оценка эффективности инвестиций : учебник для студентов вузов, обуч. по экон. специальностям / Т. У. Турманидзе. М. : Юнити-Дана, 2014. 247 с.

Юзвович Л. И. Основы инвестиционного анализа : учеб. пособие / Л. И. Юзвович. Екатеринбург : Изд-во АМБ, 2004. 120 с.

Раздел III
ИНВЕСТИЦИОННАЯ СИСТЕМА РФ

Глава 5
ИНВЕСТИЦИОННАЯ СИСТЕМА РФ В УСЛОВИЯХ ИНТЕГРАЦИИ КАПИТАЛА

5.1. Понятие инвестиционной системы России

Инвестиционная система — это совокупность конкретных финансовых органов, инвестиционных институтов и фондов, призванных на практике осуществлять реализацию государственной инвестиционной политики.

Как правило, инвестиционная система включает всю совокупность институтов, занимающихся инвестиционной деятельностью, начиная с высшего руководства страны до финансовых отделов предприятий. Федеральные структуры, от лица государства осуществляющие управление инвестициями, целенаправленно воздействуют на инвестиционные отношения в рамках реализации проводимой инвестиционной политики.

В инвестиционную систему России включаются как органы законодательной, так и исполнительной власти, такие, как Министерство финансов РФ, Центральный банк России, Министерство экономического развития РФ, Инвестиционный фонд России, Российский фонд прямых инвестиций, Инвестиционный омбудсмен,

Агентство стратегических инициатив, Агентство по страхованию экспортных кредитов и инвестиций, Консультативный совет по иностранным инвестициям в России, паевые инвестиционные фонды, инвестиционные компании.

Таким образом, функционально инвестиционную систему РФ можно условно разделить на федеральную и региональную.

Рассмотрим более подробно структуру и полномочия участников инвестиционной системы Российской Федерации.

Министерство финансов Российской Федерации. К основным направлениям деятельности в части инвестиционной политики относятся:

— эффективное управление средствами Фонда национального благосостояния[1];

— управление средствами Резервного фонда Российской Федерации путем размещения средств на валютных счетах в Центральном банке Российской Федерации[2];

— инвестирование средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии;

— формирование длинного инвестиционного ресурса, обеспечивающего финансирование долгосрочных инвестиционных проектов;

— деофшоризация экономики, легализация капитала и активов.

Средства Фонда национального благосостояния (ФНБ) и Резервного фонда могут размещаться в долговые обязательства в виде ценных бумаг иностранных государств, иностранных государственных агентств и центральных банков следующих стран: Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Дания, Канада, Люксембург, Нидерланды, США, Финляндия, Франция, Швеция.

---

[1] Правительством Российской Федерации устанавливаются предельные доли разрешенных финансовых активов в общем объеме размещенных средств Фонда национального благосостояния (см. прил. 8).

[2] Правительством Российской Федерации устанавливаются предельные доли разрешенных финансовых активов в общем объеме размещенных средств Резервного фонда (см. прил. 9)

В соответствии с требованиями Правительства РФ к финансовым активам, долговые обязательства должны соответствовать следующим нормам[3]:

— эмитент долговых обязательств должен иметь рейтинг долгосрочной кредитоспособности не ниже уровня «АА-» по классификации рейтинговых агентств «Фитч Рейтингс» (Fitch-Ratings) или «Стандарт энд Пурс» (Standard & Poor's) либо не ниже уровня «Аа3» по классификации рейтингового агентства «Мудис Инвесторс Сервис» (Moody's Investors Service). Если эмитенту долговых обязательств указанными агентствами присвоены разные рейтинги долгосрочной кредитоспособности, то в качестве рейтинга долгосрочной кредитоспособности принимается наименьший из присвоенных;

— сроки погашения выпусков долговых обязательств являются фиксированными, условия выпуска и обращения не предусматривают права эмитента осуществить досрочно их выкуп (погашение) и права владельца долговых обязательств досрочно предъявить их к выкупу (погашению) эмитентом;

— нормативы минимального и максимального сроков до погашения выпусков долговых обязательств, установленные Министерством финансов РФ, являются обязательными;

— ставка купонного дохода, выплачиваемого по купонным долговым обязательствам, а также номиналы долговых обязательств являются фиксированными;

— номинал долговых обязательств выражается в долларах США, евро и фунтах стерлингов, платежи по долговым обязательствам осуществляются в валюте номинала;

— объем выпуска долговых обязательств, находящихся в обращении, составляет не менее 1 млрд долл. США для долговых обяза-

[3] Министерство финансов Российской Федерации вправе устанавливать дополнительные требования к долговым обязательствам и депозитам в иностранных банках и кредитных организациях в пределах требований, установленных Правительством Российской Федерации. В соответствии с данными полномочиями Минфин РФ утвердил следующую нормативную валютную структуру средств ФНБ и Резервного фонда: доллар США — 45 %, евро — 45 %, фунт стерлингов — 10 %.

тельств, номинированных в долларах США, не менее 1 млрд евро — для долговых обязательств, номинированных в евро, и не менее 0,5 млрд фунтов стерлингов — для долговых обязательств, номинированных в фунтах стерлингов;

— выпуски долговых обязательств не являются выпусками, предназначенными для частного (непубличного) размещения.

В рамках принятых единых правил инвестирования Министерство финансов РФ сотрудничает с разными международными финансовыми организациями, в долговые обязательства которых могут размещаться средства Резервного фонда (рис. 25).

В контексте формирования длинного инвестиционного ресурса, обеспечивающего финансирование долгосрочных инвестиционных проектов, необходимо отметить следующее. С учетом ограничения

Рис. 25. Международные финансовые организации, в долговые обязательства которых могут размещаться средства ФНБ и Резервного фонда РФ

доступа к внешним финансовым рынкам задача развития внутреннего инвестирования является наиболее актуальной. Основным источником длинных инвестиционных ресурсов российской экономики должны стать средства накопительной составляющей обязательного пенсионного страхования, негосударственного пенсионного обеспечения и накопительного страхования жизни. Одним из направлений совершенствования регулирования этого процесса станет формирование законодательных основ рейтинговой деятельности.

Что касается процесса деофшоризации и борьбы с теневой экономикой, возвращением активов в российскую экономику, в 2014 г. Правительством РФ предпринято ряд мер в целях снижения оттока средств, в том числе бюджетных, в экономики других стран. Принят федеральный закон, в соответствии с которым с 2015 г. внедрены принципы налогообложения прибыли контролируемых иностранных компаний, а также в налоговое законодательство введены понятия «организационная структура, не являющаяся юридическим лицом» (траст), «налоговое резидентство юридических лиц» и «фактический получатель дохода» в целях применения международных соглашений об избежании двойного налогообложения. Кроме этого ратифицирована Конвенция о взаимной административной помощи по налоговым делам, а также утверждено Типовое межправительственное соглашение об обмене налоговой информацией. Данные меры направлены в первую очередь на создание системы экономических стимулов для уплаты налогов российскими юридическими и физическими лицами на российской территории. Предлагается установить запрет на предоставление субсидий и бюджетных инвестиций, а также государственных и муниципальных гарантий юридическим лицам, зарегистрированным в офшорных территориях или территориях, контролируемых из офшорных зон. Данные мероприятия могут привести к выравниванию конкурентных условий для субъектов предпринимательства, росту доходов бюджетов, увеличению налогооблагаемой базы.

Центральный банк РФ является государственным регулятором в рамках денежно-кредитного регулирования инвестиционных

процессов (введения ограничения или стимулов). Отдельные операции по размещению средств Фонда национального благосостояния и Резервного фонда РФ осуществляются только Центральным банком России.

В качестве примеров прямых количественных ограничений можно отметить регламентацию кредитной и инвестиционной деятельности банков, когда государство указывает, заемщиков каких отраслей кредитовать и какова должна быть структура кредитного или инвестиционного портфеля банка. Возможен вариант, когда государством регламентируется процентная политика коммерческого банка. Таким образом, отличительная особенность прямых количественных ограничений заключается в том, что регулирующие органы регламентируют операции коммерческой организации с целью стимулирования конкретных субъектов экономики или ее отраслей. При этом права выбора у кредитной организации нет.

Прямые количественные ограничения существуют для того, чтобы принудительно направить банковскую ликвидность в требуемые отрасли экономики или даже конкретные предприятия.

Инвестиционный фонд России — это государственный фонд для софинансирования инвестиционных проектов. Инвестиционный фонд привлекает инвесторов тем, что позволяет получать финансирование на весь мегапроект с применением одной административной процедуры (процедуры прохождения заявки), предоставляет инвестору использование механизмов государственно-частного партнерства, т. е. концессии.

Инвестиционный фонд России формируется за счет дополнительных доходов федерального бюджета. При подготовке проекта федерального закона о федеральном бюджете на очередной финансовый год и плановый период объем средств федерального бюджета, предусматриваемых на формирование бюджетных ассигнований Инвестиционного фонда России, определяется в порядке, установленном Правительством РФ.

К основным направлениям финансирования инвестиционных проектов Инвестиционным фондом России относятся:

— социально-экономическое развитие российской экономики;

— создание и (или) развитие инфраструктуры, в том числе социальной, имеющей общегосударственное значение, необходимой для выполнения в соответствии с межправительственными соглашениями обязательств РФ по созданию объектов на территории России (например, создание объектов энергетики, социальной инфраструктуры);

— реализация инновационных проектов;

— создание и (или) реконструкция объектов, планируемых к реализации в рамках концессионных соглашений;

— финансирование подготовки и проведение конкурсов на право заключения концессионного соглашения (включая подготовку конкурсной документации) и мероприятий по подготовке территории строительства (включая выкуп земельного участка и разработку проектной документации на объекты капитального строительства, планируемые к реализации в рамках концессионных соглашений);

— реализация региональных инвестиционных проектов.

Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ) — инвестиционный фонд, созданный для привлечения иностранных инвестиций в лидирующие компании наиболее быстрорастущих секторов российской экономики. Зарезервированный капитал фонда — 10 млрд долл. Фонд создан в июне 2011 г. по инициативе Президента РФ и Председателя Правительства РФ для работы с долгосрочными финансовыми и стратегическими иностранными инвесторами. Управляющая компания РФПИ является 100-процентным дочерним обществом Внешэкономбанка. К целям РФПИ относятся осуществление доходных инвестиций, привлечение прямых иностранных инвестиций в российскую экономику.

Основные задачи Российского фонда прямых инвестиций заключаются в обеспечении притока иностранных инвестиций, максимизации доходности и привлечения мировых технологий в российскую экономику.

Фонд участвует в проектах с бюджетом от 50 до 500 млн долл., с долей не более 50 %. Капитализация фонда в 2011 г. составила 2 млрд долл., в 2012–2016 гг. — 8 млрд долл. (рис. 26).

В практической деятельности РФПИ находятся инвестиционные проекты в сфере электроэнергетики, энергосберегающих технологий, телекоммуникаций, медицины и других сферах на общую сумму инвестиций 8 млрд долл. США. Всего за 7 месяцев с момента формирования инвестиционной команды фонд осуществил две знаковые инвестиционные сделки и подписал соглашение о третьей, в результате был привлечен значимый капитал и показана перспективность инвестиций в Россию: так, вложив 50 млн долл., РФПИ привлек более 260 млн долл. от Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР) в объединенную биржу ММВБ-РТС; вложив 140 млн долл., РФПИ привлек более 480 млн долл. от Macqurie Renaissance и других фондов в покупку блокирующего пакета ОАО «Энел ОГК-5» у ОАО «ИнтерРАО ЕЭС», предоставляя средства ОАО «ИнтерРАО ЕЭС» на реализацию инвестиционной программы; подписал соглашение об инвестировании 80 млн долл., при привлечении 100 млн долл. крупнейшего и наиболее опытного иностранного инвестора в области медицины Арах, в покупку миноритарной доли в объединенной компании частной клиники МЕДСИ и государственной клиники ММЦ.

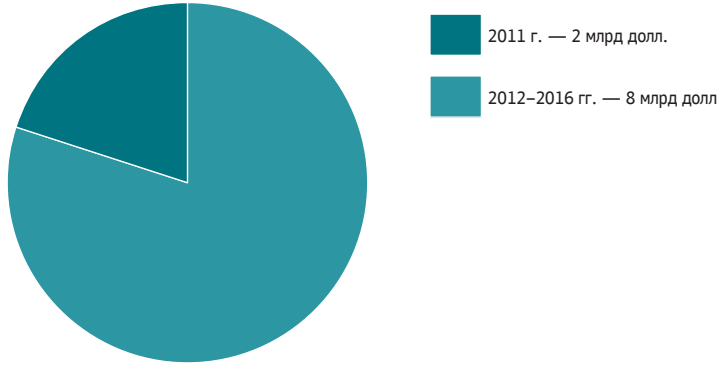


Рис. 26. Капитализация Российского фонда прямых инвестиций (данные рис. 26–28 взяты из: Официальный сайт Министерства экономического развития РФ. URL: http://economy.gov.ru)

Кроме того, Китайская инвестиционная корпорация подписала меморандум об инвестициях в 1 млрд долл. в проекты РФПИ.

Инвестиции РФПИ в основном осуществляются на территории Российской Федерации в соответствии с миссией фонда. Инвестиции в иностранные компании составляют не более 20 % средств фонда.

Инвестиционный омбудсмен. В 2010 г. был создан институт федерального инвестиционного уполномоченного для сопровождения проектов иностранных инвесторов. Министерство экономического развития России выполняет функции аппарата омбудсмена. За 2 года институт зарекомендовал себя достаточно успешно. Всего поступило 87 обращений по вопросам организации инвестиционного процесса, налогообложения и законодательства; 67 проблем (обращений) административного характера (77 %) к марту 2012 г. были успешно решены. При этом 58 (66 %) из 87 проблем (обращений) касались регионального уровня.

С учетом успешного опыта рассмотрения жалоб инвесторов на федеральном уровне, в регионах функции инвестиционных омбудсменов возложены на заместителей полномочных представителей Президента Российской Федерации в федеральных округах. Распределение основных проблем, возникающих в процессе реализации инвестиционных проектов на региональном уровне, представлено на рис. 27.

В Минэкономразвития России подготовлены предложения по созданию института уполномоченного по защите прав предпринимателей на федеральном и региональном уровне и разрабатывается необходимая нормативная правовая база. Основные функции уполномоченного:

— принятие мер по восстановлению нарушенных прав предпринимателей;

— приостановление действий чиновников до решения суда;

— ходатайство о возбуждении административного или уголовного дела в отношении должностных лиц в соответствии с законодательством Российской Федерации;

— инициирование проведения служебных проверок в государственных органах с обязательным предоставлением уполномоченному их результатов;

— внесение предложений в органы государственной власти по совершенствованию условий ведения бизнеса;

— представление интересов предпринимателей в судебных заседаниях.

Агентство стратегических инициатив. Агентство создано в мае 2011 г. для содействия в преодолении административных барьеров и привлечения софинансирования для перспективных коммерческих, социальных и инфраструктурных проектов. Агентство поддерживает проекты по следующим направлениям: «Новый бизнес», «Молодые профессионалы», «Социальные проекты».

Одним из основных направлений работы агентства является содействие улучшению инвестиционного климата в России, в том

Рис. 27. Диаграмма основных проблем, возникающих в процессе реализации инвестиционных проектов на региональном уровне, %

числе на региональном уровне. Агентством был разработан Стандарт региональной политики для развития бизнес-среды, который в настоящее время внедряется субъектами Российской Федерации.

Также в рамках национальной предпринимательской инициативы осуществляется разработка дорожных карт по 22 сферам государственного регулирования, которыми предусматривается совершенствование законодательства и реализация мероприятий, направленных на достижение эффектов, предусмотренных законодательными инициативами.

В настоящее время завершается формирование дорожных карт по 4 направлениям, имеющим наиболее важное значение для бизнеса: упрощение процедур получения разрешения на строительство, повышение доступности энергетической инфраструктуры, таможенное администрирование и поддержка доступа на рынки зарубежных стран.

Агентство по страхованию экспортных кредитов и инвестиций. Агентство создано в 2011 г. для поддержки российского экспорта, и в первую очередь отечественной высокотехнологичной продукции (машины, оборудование и транспортные средства, строительные и инженерные услуги).

Стратегические направления деятельности агентства:

— страховая поддержка экспорта товаров и услуг российского производства, содействие выходу на новые рынки;

— развитие современной системы финансирования экспорта, обеспеченного страховым покрытием агентства;

— страховая поддержка российских инвестиций за рубежом;

— поддержка экспортно-ориентированных субъектов малого и среднего предпринимательства.

Страховая поддержка

Агентство осуществляет свою деятельность в рамках специальной нормативной базы, регулирующей порядок предоставления страховой поддержки по экспортным кредитам и инвестициям. Страховые обязательства агентства обеспечены государственной

гарантией Российской Федерации на сумму 10 млрд долл. США на срок до 31 декабря 2032 г.

На рис. 28 представлена аналитическая информация по объемам экспорта в целом и объему застрахованных экспортных кредитов.

Страховое покрытие агентства применяется для защиты экспортных кредитов от предпринимательских и политических рисков и российских инвестиций за рубежом от политических рисков (с 2013 г.). По каждой застрахованной сделке агентство может покрывать до 95 % убытков в случае реализации политического риска и до 90 % — в случае коммерческого риска.

Консультативный совет по иностранным инвестициям в России. Консультативный совет по иностранным инвестициям в России был создан в 1994 г. для содействия привлечению иностранных инвестиций в экономику России, а также выработки решений по улучшению инвестиционного климата.

За 17-летнюю историю в составе Совета побывало 58 иностранных компаний и банков. В настоящее время в состав Совета входят 42 иностранные компании.

В 2010 г. для повышения эффективности деятельности Консультативного совета изменены его принципы деятельности и структура (Постановление Правительства РФ от 30.12.2010 г. № 1141).

Рис. 28. Аналитические данные по страхованию экспортных кредитов за 2011–2014 гг.

Деятельность Совета переориентирована на оперативное решение проблем, возникающих у иностранных инвесторов в России, а также на выработку рекомендаций по совершенствованию условий ведения бизнеса в России.

Для подготовки предложений по улучшению инвестиционного климата сформированы 9 постоянно действующих рабочих групп по ключевым направлениям, определяемым ежегодно. Основные направления деятельности Совета: техническое регулирование и устранение административных барьеров, совершенствование таможенного законодательства, развитие банковского сектора и финансовых рынков России, энергоэффективность, совершенствование налогового законодательства, имидж России, развитии Дальнего Востока и Сибири.

Паевые инвестиционные фонды и инвестиционные компании более подробно рассмотрены во второй главе данного учебника.

5.2. Управление инвестициями (инвестиционными отношениями)

Термин «управление» имеет множество определений. Но в целом управление — это воздействие, имеющее строго определенную задачу или цель. И в этом воздействии есть «кто управляет», или субъект управления; и «чем управляют» — объект управления. Следовательно, управление можно рассматривать как определенное целенаправленное воздействие субъекта управления на его объект с целью достижения определенного результата.

Управление присуще всем сферам человеческой деятельности и всем фазам общественного производства. Есть управление государством и предприятием, социальное и антикризисное, управление рисками и управление ресурсами, управление финансами и управление инвестициями.

Управление инвестициями, или инвестиционными отношениями, на разных уровнях национальной экономической системы занимает важное место в общем управлении экономическими процессами.

Управление инвестициями можно рассматривать на разных уровнях в зависимости от целей инвестирования и возможностей. Если инвестиционная деятельность осуществляется на федеральном уровне, то управление инвестициями осуществляется на уровне государства, появляется регулирование, стимулирование инвестиционной деятельности, контроль как регламентирующими методами, так и законодательными.

Если реализуются конкретные инвестиционные проекты корпоративного сектора экономики (к примеру, отдельной отрасли на уровне региона), то управление инвестициями предполагает организацию, планирование, координацию и контроль всего инвестиционного процесса путем применения современных методов управления.

Управление инвестиционными отношениями в рамках реализации инвестиционного проекта конкретного предприятия включает в себя разработку бизнес-плана, дальнейший контроль за последующим процессом инвестирования. На уровне хозяйствующего субъекта управление инвестициями — это комплекс принципов и методов по реализации управленческих задач, которые включены в основу всей инвестиционной деятельности компании. Правильно спланированный процесс управления инвестиционными отношениями на предприятии обычно приводит к повышению конкурентоспособности, экономическому росту в условиях динамичной экономической среды.

Управление инвестициями решает следующие задачи:

— обеспечение высоких темпов роста на всех уровнях национальной экономической системы;

— максимизация дохода, определяемого инвестиционной политикой;

— минимизация рисков инвестиционной деятельности;

— эффективная реализация инвестиционных программ.

Схему управления инвестициями можно рассматривать по аналогии со схемой управления финансами[4]. Как уже говорилось

[4] *Исакова Н. Ю.*, *Князева Е. Г.*, *Юзвович Л. И.*, *Мокеева Н. Н.* Финансовая система государства : учеб. пособие. Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2015.

выше, любой процесс управления предполагает наличие субъекта (кто управляет?) и объекта (кем или чем управляют?). Разберем процесс управления инвестициями отдельно на макроуровне и на микроуровне. Управление инвестиционными процессами на макроуровне можно представить в виде схемы (рис. 29).

Субъектом управления инвестициями является совокупность инвестиционных институтов (фондов).

Объектом управления инвестициями выступают инвестиционные отношения, возникающие на государственном и местном уровнях и на уровне корпоративного сектора экономики.

Средством управления инвестициями является инвестиционный механизм. Инвестиционный механизм — совокупность различных форм и методов использования государственных инвестиций в целях обеспечения реализации соответствующей инвестиционной политики в рамках экономической системы. Таким образом, инвестиционный механизм — это средство воздействия субъекта на объект инвестиционной системы.

Инвестиционный механизм состоит из ряда взаимосвязанных подсистем:

— инвестиционное право,
— инвестиционное планирование и прогнозирование,
— инвестиционный анализ,
— инвестиционный контроль,
— инвестиционная информация.

Инвестиционное право — совокупность юридических норм (законов, подзаконных актов, нормативных документов), регулирующих инвестиционные отношения. Его задачи: определить единые

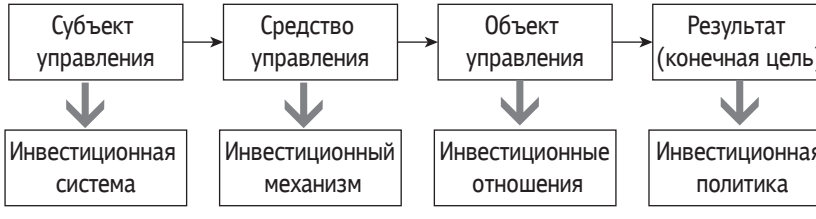


Рис. 29. Схема управления инвестициями на макроуровне

общие правила формирования и использования инвестиционных ресурсов, создать условия для улучшения инвестиционного климата и привлечения инвестиций в экономику.

Инвестиционное планирование и прогнозирование — совокупность инструментов, позволяющих оценить текущее состояние экономики и инвестиционный потенциал территории или региона, определить потребность во внешних и внутренних инвестициях, разработать мероприятия по привлечению инвестиций в государственную экономику. На этой стадии определяется инвестиционная политика государства.

Инвестиционный анализ — комплекс мероприятий по обеспечению государства необходимыми инвестиционными ресурсами. Обеспечивает непрерывность и синхронность работы всех участников инвестиционного процесса, направленной на выполнение запланированных показателей, с учетом влияния внешних и внутренних факторов. Его задача — анализ национального инвестиционного рынка, обеспечение государственных инвестиционных гарантий и эффективного использования инвестированных средств.

Инвестиционный контроль — совокупность различных методов и форм контроля за инвестиционной деятельностью всех экономических субъектов, осуществляемых специально уполномоченными контрольными органами. Охватывает деятельность контрольных финансовых органов, которые действуют на основе нормативных актов, регулирующих инвестиционные отношения. Обеспечивает эффективность привлечения и использования инвестиционных ресурсов и соблюдение инвестиционного законодательства.

Инвестиционная информация — совокупность сведений (финансовых показателей), которые используются в процессе инвестиционного планирования, анализа, контроля. Включает в себя финансовую, бухгалтерскую, статистическую и другие виды отчетности. Задачи информации — показать потенциальному инвестору эффективность и перспективность инвестиционных вложений, дать возможность оценить реальное финансовое состояние изучаемого объекта инвестирования.

В совокупности данные блоки обеспечивают необходимый уровень воздействия инвестиционного механизма на сферу инвестиционных отношений.

Цель управления инвестициями — реализация эффективных форм вложения капитала для обеспечения высоких темпов развития и расширения экономического и финансового потенциала, достижения финансовой устойчивости. Другими словами, конечной целью управления инвестициями является разработка конкретной инвестиционной политики. Инвестиционная политика — это совокупность мероприятий, проводимых государством по управлению инвестиционной деятельностью с целью создания оптимальных условий для активизации инвестиционного процесса.

Инвестиционная политика является составной частью экономической политики государства. В основу осуществления инвестиционной политики положен ряд принципов, которые подробно будут рассмотрены в следующей главе данного учебника.

Таким образом, управление инвестициями — это целенаправленное воздействие инвестиционной системы на ее объект — инвестиционные отношения с целью разработки и реализации конкретной инвестиционной политики.

Рассмотрим управление инвестициями на микроуровне (рис. 30). Управление инвестициями на микроуровне, на уровне субъектов

Рис. 30. Схема управления инвестициями на микроуровне

экономических отношений корпоративного сектора экономики, предполагает формирование инвестиционных целей (зачем нужно инвестирование?), выбор активов (куда инвестировать?), определение стратегии (на какой строк? какие источники финансирования?), проведение оценки эффективности инвестиций и как результат — осуществление эффективной инвестиционной политики.

5.3. Регулирование инвестиционной деятельности

5.3.1. Налоговое регулирование инвестиционной активности субъектов экономических отношений

На инвестиционную активность в конкретной экономической системе оказывает влияние целый ряд факторов как монетарного, так и немонетарного плана. К первым можно отнести фискальную и денежно-кредитную политику, проводимую государством, ко вторым — административное воздействие на инвесторов, прямое и косвенное регулирование инвестиционных потоков как внутри, так и вне рамок данной экономической системы. Как показывает мировая практика, обе группы факторов достаточно важны, однако степень их воздействия на совокупную величину инвестиционных затрат неодинакова в различные временные периоды.

Характеризуя инвестиционную ситуацию в современной России, приходится говорить о низкой активности данного сектора национальной экономики. Причин этому достаточно много: неэффективная фискальная и денежно-кредитная политика; сокращение государственного вмешательства в перераспределительный процесс внутри национальной экономики при слабо работающем рыночном механизме перелива денежных средств; глубокий спад национального производства, политическая и социальная нестабильность и др. В совокупности названные факторы формируют инвестиционный климат в стране.

Из вышеназванных составляющих инвестиционного климата остановимся на первой. Рациональная организация фискальной политики в государстве позволяет как национальным, так и ино-

странным товаропроизводителям оптимально осуществлять весь спектр хозяйственных операций.

Для начала рассмотрим некоторые теоретические аспекты налогообложения. В соответствии с Налоговым кодексом РФ, под налогом понимается обязательный, индивидуально безвозмездный платеж, взимаемый с организаций и физических лиц в форме отчуждения принадлежащих им на праве собственности, хозяйственного ведения или оперативного управления денежных средств в целях финансового обеспечения деятельности государства и (или) муниципальных образований. Анализ экономической литературы показывает, что среди экономистов нет серьезных расхождений в трактовке налога. Все отмечают теснейшую связь налогов с государством.

А это означает, что с помощью налогов можно влиять на все стороны развития государства, стимулировать или сдерживать развитие отдельных сегментов экономики, а также регулировать темпы общественного развития в целом. Именно поэтому мы остановимся на налогах и рассмотрим направления их воздействия на инвестиционную активность в экономике.

Влияние, оказываемое налоговой системой на темпы развития национальной экономики, сложно переоценить. Причем следует учитывать, что основных направлений влияния несколько. Первое — это «налоговое бремя», т. е. совокупная величина всех налоговых платежей, уплачиваемых налогоплательщиками. Данный аспект виден всем, легко анализируем, понятен массам граждан. Но регулирование налоговой системы лишь по данному направлению не поможет нам в формировании эффективного механизма, выполняющего не только фискальную, но и стимулирующую функцию. Для решения поставленной задачи необходим анализ существующей системы налогообложения товаропроизводителей в России по второму направлению, которое можно назвать «философией налогообложения».

Под философией налогообложения мы понимаем основные методические и концептуальные решения, позволяющие оказывать позитивное влияние на важнейшие денежные и производственные

потоки в национальной экономике с целью достижения заданных пропорций развития. В данном аспекте анализа налоговой системы необходимо рассмотреть вопросы о субъекте и объекте налогообложения. Их слабая проработка в современной российской экономике негативно воздействует на ход экономических преобразований.

Действующая в России налоговая система изымает чрезвычайно высокую долю учтенного дохода у производителей и тем самым препятствует развитию производства, в то же время не обеспечивая выполнения государством всех его функций. Это выводит из реального сектора значительную массу «живых» денег, что не только снижает инвестиционные возможности производителей, но и попросту лишает их оборотных средств, порождая неплатежи.

Построение налоговой системы — проблема не только финансовая, но в большей степени народнохозяйственная и социальная. Любая налоговая система является производной от экономической системы, господствующей в стране, от политической системы общества. Последние годы в экономике России реализуется монетаристская модель не регулируемого государством рынка, основанного почти исключительно на частной собственности. Такая модель построения экономики предполагает минимальный уровень налогов, так как предусматривает замену государственных инвестиций частными, перевод большей части непроизводственной сферы с бюджетного финансирования на коммерческий расчет. Роль государства сводится лишь к функции регулятора основных инвестиционных потоков (с помощью экономических и административных рычагов) при минимальном непосредственном участии (только в разделе социально значимых программ). Экономическая система самостоятельно перераспределяет свободные денежные ресурсы с точки зрения максимизации доходов частных инвесторов.

В действительности же российское государство изымает из реального сектора экономики в пользу бюджетов всех уровней больше, чем в период тотального огосударствления экономики. Налоговая нагрузка на предпринимателя в РФ — одна из самых значительных в современной мировой экономике. В то же время уровень инвестиционной активности государства значительно сократился.

Данное расхождение делает инвестиционный процесс слабым и бесперспективным, в то время как именно инвестиции определяют будущее государственного строительства. Решение названной проблемы видится в увязке интересов государства и частного предпринимателя, с четким обоснованием перспектив каждой из сторон.

Не секрет, что уровень налогообложения в значительной мере оказывает влияние на инвестиционную активность в экономике. Снижение налогового пресса высвобождает средства для иных (в первую очередь инвестиционных) целей. В то же время снижение налоговых отчислений ослабляет финансовые возможности государственной машины. Образуется замкнутый круг, выход из которого возможен лишь при наличии желания чиновников оживить инвестиционный процесс в России и осознании ими сути инвестиций.

Как уже было сказано, инвестиции представляют собой такие вложения, которые обеспечивают больший объем потребления в будущем. Исходя из данного положения, государство для увеличения предстоящих, ожидаемых доходов должно осуществить прямые или опосредованные инвестиции в производственный сектор национальной экономики уже сегодня. Прямое инвестирование возможно провести путем создания производств, находящихся в государственной собственности, выкупа предприятий из частного сектора экономики, учреждения новых производств. Опосредованные инвестиции могут быть осуществлены либо путем снижения налоговых отчислений с сумм, направляемых на реализацию инвестиционных проектов частными предпринимателями, либо путем увеличения перечня не облагаемых налогом затрат.

Рассматриваемая нами проблема налогового бремени имеет еще одну сторону — сочетание налогообложения юридических и физических лиц. По своему содержанию денежные потоки, формируемые названными группами налогоплательщиков, существенно различаются. Если денежные средства, остающиеся в распоряжении населения, прежде всего отражают средства для потребления, то юридические лица формируют производственный, т. е. инвестиционный, спрос в экономике. Таким образом, перенос центра

тяжести в налогообложении на одну из сторон будет иметь соответствующие последствия для уровня товарного потребления или производственного вложения капитала.

Ряд экономистов в России считают, что в первую очередь надо развивать потребительский спрос в национальной экономике. Это значит, что необходимо сокращать налоговое бремя на потребителей — население. Не оспаривая значения платежеспособного спроса в экономике, тем не менее считаем, что такой путь выхода из экономического кризиса будет слишком долгим. Представим доли доходов, направляемых на налоги, графически (рис. 31).

На рис. 31 видно, что в случае сохранения налогового бремени на товаропроизводителей складывается следующая диспропорция: предприниматель, отдающий значительные средства государству в виде налогов и сборов, не в состоянии удовлетворить спрос, рождаемый населением. В такой ситуации снижение налогообложения приведет лишь к расширению импорта, который будет покрывать создающийся разрыв. Поэтому необходимо общее снижение налогового пресса на все группы налогоплательщиков, а не только на население.

Конечно, простое снижение налогов не может гарантировать подъем производства в России. Для решения данной задачи необходим комплекс мероприятий, главное из которых — создание

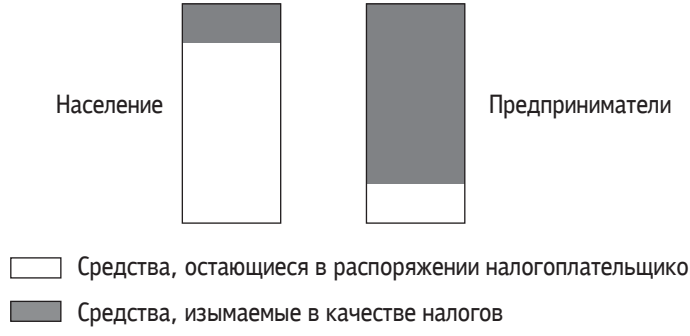


Рис. 31. Распределение доходов на налоги и собственное использование у разных групп налогоплательщиков

экономических условий для частных инвесторов. Сокращение налогового бремени предстает лишь в качестве вспомогательного инструмента, катализатора, способного ускорить восстановление национального производственного сектора.

Стимулирование экономического роста в современной России возможно путем внедрения концепции постадийного изменения налогообложения предпринимателя (рис. 32). Весь жизненный цикл любой фирмы можно подразделить на четыре основные стадии.

Первая стадия отражает момент создания и первичного становления нового товаропроизводителя. На данной стадии у людей, вложивших средства в новое предприятие, еще нет отдачи от вложенного капитала, само предприятие не приносит реальных доходов, более того, требуются значительные вложения в технологии, технику, рекламу, маркетинг и т. д. Многие предприятия на данной стадии вообще убыточны. Применение высоких налоговых ставок в такой ситуации может нанести только вред нарождающемуся товаропроизводителю, если не ликвидирует его вообще. Поэтому, на наш взгляд, налогообложение на данной стадии должно быть минимальным.

Вторая стадия — период достижения фирмой первых реальных результатов. Производство растет, однако на прибыли это не ска-

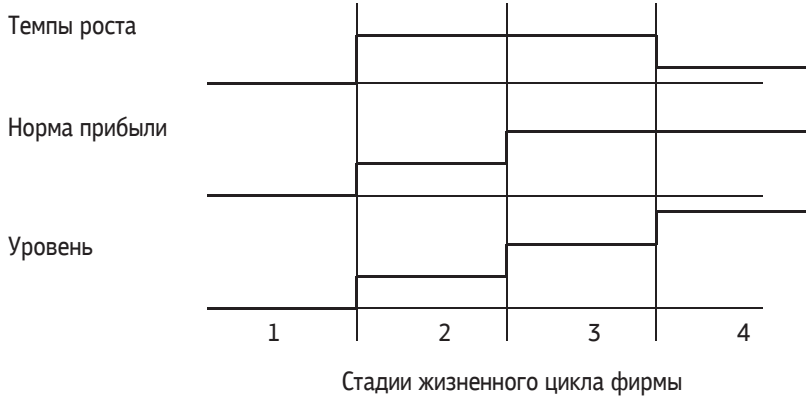


Рис. 32. Модель постадийного налогообложения производителя

зывается. У фирмы еще велики затраты на рекламу, маркетинг, внедрение новых финансовых, управленческих и прочих технологий, нет достаточного опыта ведения бизнеса. Вместе с тем темпы роста хорошие. Налогообложение в указанный период может быть несколько выше, чем на первой стадии, однако еще не очень велико. Динамично развивающаяся компания остро нуждается в финансовых ресурсах, и государственные органы должны это учитывать. Данный производитель в будущем может заплатить значительно больше, если сегодня дать ему развиваться стабильно и последовательно.

Третья стадия соответствует уровню развитой компании. В этот период компания уже сделала основную массу инвестиций в собственный бизнес, наработала схемы оборота капитала, создала стабильный имидж, имеет устойчивый рынок сбыта. Все это позволяет поддерживать высокие темпы развития компании при условии снижения издержек, что ведет к росту рентабельности. На данной стадии уровень налогообложения может быть повышен без ущерба для самой компании. Происходит своеобразное покрытие виртуальных государственных вложений, произведенных ранее в виде низкой налоговой ставки на бизнес в период становления и развития фирмы.

Четвертая стадия касается старых, устоявшихся, давно работающих на рынке компаний. Темпы развития таких компаний начинают постепенно падать ввиду разработанности рынков и полного покрытия рыночных потребностей. В то же время уровень доходов остается высоким. В этот период возможно применение наибольших налоговых ставок. Эта позиция продиктована не только фискальными потребностями государства, но и стремлением реализовать стимулирующую функцию налогов. Повышенное налогообложение крупных стареющих компаний вынудит их искать новые технологии, создавать новые производства, поднимать новый бизнес. Такая стратегия способна, на наш взгляд, не только поддержать необходимый уровень доходов государства, но и создать предпосылки для нормального функционирования экономики в будущем.

Подобные схемы уже рассматривались в литературе (например, Бостонская матрица). Нам кажется, что, несмотря на некоторую расчетную сложность данной концепции, она должна быть принята регулирующими органами для внедрения.

Вторым кардинальным направлением совершенствования налогового механизма в России является определение адекватной современной экономике философии налогообложения.

Говоря о философии налогообложения, мы подразумеваем такое формирование основ налогообложения, которое максимально сблизит плательщиков налогов и государство как получателя данных денежных средств.

Российское государство уже несколько лет развивается в направлении построения свободного рыночного общества, но в то же время продолжает придерживаться прежнего, социалистического подхода к налоговой системе, прежде всего в институциональной классификации плательщиков налогов. Как и во времена господства общенародной собственности, основной упор в налогообложении делается на корпоративный сектор экономики, т. е. на юридических лиц. Введение второй части нового Налогового кодекса и уменьшение ставок подоходного налога укрепили позиции этого подхода, хотя его пагубность очевидна. С точки зрения государственного строительства данный подход имеет как положительные, так и отрицательные аспекты.

Отчуждение рядовых граждан от вопросов налогообложения, возникающее в случае переноса центра тяжести в проведении фискальной политики государства на юридические лица, позволяет несколько снизить общественный контроль за правильностью использования главного финансового документа страны — бюджета. Рядовой налогоплательщик не ассоциирует себя с государственными доходами и расходами, что позволяет руководству страны спокойно проводить неэффективную финансовую политику.

В то же время при упоре в налогообложении на юридические лица, особенно в такой стране, как Россия, существенно вырастает риск неуплаты налогов. Доля экономически грамотных людей невелика в любом обществе. Однако именно они находятся в ру-

ководстве корпоративным сектором экономики. Так как уплата налогов ни у кого не вызывает положительной реакции, вполне естественно, что такие люди пытаются вывести из-под налогообложения часть заработанных сумм (или всю выручку). Распоряжаясь денежным потоком вверенной им корпорации, они прячут не только собственный заработок, но и доход всей фирмы. В итоге происходит присвоение горсткой людей финансовых результатов деятельности целых коллективов, что усиливает социальную напряженность в обществе, снижает доходы государства, не стимулирует инвестиционную активность внутри корпоративного сектора экономики.

Концептуально данные проблемы могут быть сняты при перенесении центра тяжести в налогообложении на физических лиц. Можно оставить без изменения величину налогового пресса на действующий капитал, но изменить адресность взимания данных налоговых отчислений. Как известно, рядовые граждане более аккуратно исполняют обязательства ввиду явно персональной направленности санкций против нарушителя.

Другим аспектом анализируемой нами проблемы можно назвать стимулирующее воздействие, оказываемое налоговой системой на экономические процессы, на формирование и развитие основных денежных потоков в экономике. С данных позиций предлагаемые нами изменения налоговой системы должны стимулировать оживление инвестиционной активности корпоративного сектора российской экономики. Дело в том, что при переносе центра тяжести в налогообложении на физических лиц происходит фактическое ослабление налогового нажима на ту часть прибавочного продукта, которая направляется предпринимателем на возобновление процесса производства. Данный денежный поток принято называть инвестициями. В условиях дефицита источников осуществления инвестиционных затрат такой подход позволит несколько улучшить ситуацию в российской промышленности.

Предлагаемая схема совершенствования порядка налогообложения в России в сторону его сокращения частично уже была реализована ранее в ряде стран мира, в частности в США. Данные

преобразования осуществлялись в рамках новой экономической концепции — «экономики предложения», реализованной в 80-х гг. XX в. Следует заметить, что реализация данной концепции в США вызвала ответную реакцию во многих странах, в первую очередь европейских. Возникла ситуация налоговой конкуренции, когда национальные правительства боролись за привлечение нового капитала методом сокращения налогового пресса на капитал. Так, вслед за США снижение налогов на действующий бизнес началось в Англии, а позже во Франции, Германии и других развитых странах. Такие же тенденции стали проявляться в крупных федеративных государствах[5].

Сторонники концепции «экономики предложения» утверждают, что снижение налогов стимулирует экономический рост и оправдывает себя. Однако опыт показывает, что чем стабильнее экономическая ситуация, тем слабее это стимулирующее воздействие, и наоборот. Данный вывод в очередной раз подтверждает необходимость коренных изменений подходов к налогообложению в современной России.

Американские сторонники экономики предложения любят ссылаться на «скачки роста», которые во многих случаях имели место вслед за каждым сколько-нибудь значительным снижением налогов. После их снижения при Рональде Рейгане в начале 80-х гг. последовали семь лет ускоренного экономического роста (с 1983 по 1989 г.), так, максимальная ставка федерального подоходного налога опустилась с 70 % в 1980 г. до 28 % в 1988 г. Этот период представляет идеальные возможности для исследования.

Рассчитать влияние названных изменений в налогообложении на характер занятости населения и сбережений представляется чрезвычайно сложным делом. Например, сокращение предельных налоговых ставок было неодинаковым для разных групп доходов, причем самые значительные снижения коснулись в большей мере богатых, а не бедных слоев населения. Кроме того, не все эти снижения проводились последовательно. В ходе первой крупной

[5] См.: *Яковлев А.* Черный офшор // Эксперт. 2000. № 40. С. 11–18.

налоговой реформы в 1981 г. были резко снижены подоходный налог и налог на капитал, но позднее некоторые налоги были снова повышены. В результате налоговой реформы 1986 г. были сокращены максимальные ставки подоходного налога и в то же время частично увеличены налоги на капитал, так что налоговое бремя в целом оставалось неизменным.

Несмотря на сказанное, большинство экономистов едины в том, что налоговые реформы 80-х гг. вызвали хотя и небольшой, но реальный рост предложения на рынке труда. Максимальный эффект наблюдался в группах работающих с относительно высокими доходами. Однако влияние реформ на налогооблагаемые доходы было более значительным. Отчасти это объясняется тем, что при снижении ставок налога у богатых ослабевает стимул скрывать свои доходы, например, не облагаемые по закону налогами дополнительные доходы от страхования жизни. После введения системы налоговых стимулов резко увеличились долгосрочные сбережения граждан на специальных пенсионных счетах, чему благоприятствовал закон о налогах 1981 г.

Экономисты расходятся во мнениях о том, в какой мере снижение налогов в самом деле способствует экономическому росту. Лоренс Линдсей, председатель Совета управляющих Федеральной резервной системы, подсчитал, что от 40 до 90 % прироста заработной платы в США в группах людей с высоким доходом в 80-е гг. — результат того, что после снижения налогов люди стали работать интенсивнее.

В то же время экономист из Мичиганского университета Джоэль Слемрод считает, что этот эффект был не столь значительным по сравнению с эффектом от перегруппировки существующих доходов. Однако в любом случае введение порядка реального налогообложения способствует ускоренному росту национальной экономики, увеличению валового внутреннего продукта.

Мы прекрасно понимаем, что нельзя абсолютизировать налоговые рычаги воздействия на отечественную экономику. Простое сокращение налогов не может вызвать устойчивого и долговременного экономического роста. Необходимо создание благоприятного

инвестиционного климата для всех субъектов предпринимательской деятельности на территории России. Только тогда снижение налогов послужит техническим катализатором инвестиционного оживления.

Таким образом, инвестиционно-стимулирующая концепция налогообложения в России должна выглядеть следующим образом.

Общий объем налогового бремени снижается до экономически приемлемого уровня, определенного экономической теорией и подтвержденного практикой развитых и развивающихся стран. Таким ориентиром должен стать коэффициент налоговых отчислений, отнесенный к денежной массе. Предельный уровень налоговых сборов не должен превышать 40 %.

В переходный период экономического развития налоговое бремя распределяется в равных долях между физическими и юридическими лицами. После выхода на уровень экономического развития цивилизованных стран, кардинального роста доходов населения, существенного повышения уровня жизни упор в налогообложении должен быть перенесен на физических лиц. Широкое привлечение населения к налоговым связям с государством не только повысит гражданскую ответственность людей, но и сократит нагрузку на инвестиционные ресурсы функционирующего капитала.

Налоговая нагрузка на юридические лица ставится в зависимость от финансового состояния плательщика, фазы цикла его экономического развития (в соответствии с предлагаемой моделью). Низкие или высокие налоговые ставки должны стимулировать товаропроизводителя к саморазвитию, расширению производства, внедрению новых техники и технологий, освоению новых видов бизнеса. При этом называть конкретные ставки налоговых сборов, указывать разбивку по видам налогов и региональную направленность поступающих налогов считаем нецелесообразным. Для плательщика не имеет значения, куда именно идут средства. Значение имеет факт отъема этих средств, а следовательно, общий объем данного изъятия, сокращающего инвестиционные возможности товаропроизводителя.

5.3.2. Регулирование рынка ценных бумаг с позиций инвестирования

Рынок ценных бумаг является одной из существенных составляющих любой современной цивилизованной экономики. Поэтому его регулирование имеет огромное значение для всего народнохозяйственного комплекса ввиду воздействия на совокупную массу инвестиционных ресурсов в обществе. При этом по мере развития российской экономики данный инструмент регулирования будет приобретать все больший вес и значение.

До 1917 г. развитие рынка ценных бумаг в нашей стране соответствовало общемировым тенденциям. Более того, в начале XX в. Российская империя являлась одним из трех ведущих мировых фондовых центров. Начало социалистического строительства ознаменовалось существенным сокращением сферы деятельности на рынке ценных бумаг, а с конца 30-х гг. данный сегмент экономики прекратил свою деятельность.

Возрождение рынка ценных бумаг вызвано проведением программы приватизации отечественной экономики, начатой в 1992 г., и формированием рынка государственных заимствований. Следует отметить, что приватизация привела к негативным социальным последствиям, разрушению устоявшихся производственных связей участников экономического процесса, усугубила проблемы, связанные с формированием доходной базы бюджетов всех уровней. Существенное несоответствие доходов производственного капитала и вложений в государственные бумаги привело к полному игнорированию инвесторами перспектив вложения средств в корпоративные ценные бумаги. Все это говорит о том, что основная задача регулирования фондового рынка в современной России заключается в восстановлении доверия инвесторов к самому институту рынка ценных бумаг.

До финансового кризиса 1998 г. рынок ценных бумаг России развивался достаточно поступательно. Диспропорция между государственными и корпоративными бумагами не позволяла эмитентам рассчитывать на привлечение ресурсов с финансового рынка, однако сохранялась возможность проведения многих фондовых

операций. Основными участниками биржевой игры являлись иностранные инвесторы.

Августовский кризис негативно сказался на инвестиционной привлекательности России. Участники рынка ценных бумаг понесли значительные убытки.

Результатом кризиса стали не только убытки, понесенные участниками, но и серьезнейший подрыв доверия населения к рынку ценных бумаг, да и самому институту государства. В результате существенно сократилась возможность привлечения средств отечественными компаниями как на внутреннем, так и на внешних финансовых рынках. Учитывая тот факт, что значительная часть средств на рынок поступала от внешних инвесторов, данное следствие весьма серьезно и долговременно.

Государство также несет некоторые финансовые неудобства от собственных решений. В результате резкого сжатия рынка ценных бумаг сократились возможности эффективного, достаточно выгодного размещения той части пакетов акций отечественных компаний, которые поступают для реализации на рынок. Падение выручки от данных ценностей существенно снижает доходную базу бюджетов. Это последствие кризиса продолжает сказываться и по сей день.

Одной из основных причин финансового кризиса, поразившего экономику страны в 1998 г., явилось отсутствие четкой и ясной системы регулирования рынка ценных бумаг. Данная система не создана до сих пор. На взгляд авторов, система регулирования рынка ценных бумаг должна способствовать решению следующих задач:

— формированию действенного механизма привлечения частных инвестиций в корпоративный сектор экономики (и в первую очередь мобилизации средств населения на эти цели);

— формированию механизма безинфляционного покрытия дефицита государственного бюджета с помощью инструментов рынка ценных бумаг при условии одновременного стимулирования инвестиций в корпоративные инструменты фондового рынка;

— созданию действенного механизма привлечения средств населения в инвестиционные программы при помощи рынка ценных бумаг;

— реальной защите прав инвесторов, эмитентов, прочих участников сделок на рынке ценных бумаг от недобросовестных действий контрагентов;

— содействию скорейшему интегрированию отечественного рынка ценных бумаг в мировые рынки при одновременном обеспечении прав отечественных участников в глобальных финансовых потоках;

— вытеснению с рынка некачественных бумаг, суррогатов, недобросовестных участников;

— созданию условий для появления «эффективного собственника» в отечественной экономике.

Все вышеназванные задачи можно назвать стратегическими. Решение каждой из них в отдельности практически невозможно, так как они взаимосвязаны. При этом в очередной раз приходится констатировать, что основным элементом, позволяющим добиться поставленных целей, является доверие населения к институту государства, его роли в регулировании всех экономических процессов. Финансовые инвестиции, циркулирующие на рынке ценных бумаг, по своей природе достаточно подвижны. Их приход не может быть вызван волевым решением или распоряжением. Капитал приходит только туда, где созданы условия для его функционирования.

Системное государственное регулирование может осуществляться различными методами, учитывающими специфику деятельности всех участников. Можно выделить методы институционального и функционального регулирования.

Институциональное регулирование предполагает осуществление воздействия на финансовое состояние конкретного участника рынка. Назначение данных методов — предупреждение ситуаций, связанных с финансовой несостоятельностью участников рынка и нанесением этим ущерба иным участникам. Данные методы регулирования чаще применяются к банковским институтам, однако и на рынке ценных бумаг они достаточно эффективны, особенно в некоторых видах деятельности (например, хранение и обслуживание ценных бумаг).

Конкретными методами институционального регулирования являются:

— установление требований к размеру собственных средств участников;

— регулирование структуры активов и пассивов участников рынка ценных бумаг;

— ограничение или запрещение участия в рискованных операциях, которые могут привести к финансовой несостоятельности объекта регулирования;

— создание резервов для сокращения рисков по проводимым операциям.

Функциональное регулирование предполагает воздействие на процедуры и правила проведения некоторых или всех операций. Данные методы более интересны и результативны, так как большего эффекта можно добиться именно воздействием на процедуры, чем регламентацией финансово-хозяйственных параметров участника.

Система регулирования рынка ценных бумаг должна строиться с соблюдением следующих основных принципов:

• Принцип государственного регулирования рынка ценных бумаг. Именно государство является главным организатором процесса регулирования рынка ценных бумаг с целью максимального сокращения рисков, а также соблюдения прав и интересов всех участников сделок. В свою очередь, государственное регулирование должно основываться: на сочетании методов функционального и институционального регулирования в вопросах организации контроля и надзора за деятельностью участников рынка; действии создаваемых механизмов саморегулирования рынка исключительно под контролем государства; жесткой ответственности за результаты деятельности всех органов, осуществляющих регулирующие функции; обеспечении приоритета защиты интересов мелких инвесторов, а также всех форм коллективных инвестиций; выделении приоритета при развитии инфраструктурных организаций; максимальном хеджировании и диверсификации рисков.

• Принцип единства нормативной базы. Методы регулирования, режим и перечень регулируемых участников должны быть едины на всей территории Российской Федерации.

• Принцип минимального государственного вмешательства. Регулирование деятельности на рынке ценных бумаг должно осуществляться только в тех случаях, когда это действительно необходимо, не подрывая рыночных основ функционирования рынка.

• Принцип максимального саморегулирования. Государство допускает наличие на рынке саморегулируемых организаций, выполняющих часть контрольных функций, создаваемых профессиональными участниками рынка.

• Принцип равных возможностей. Реализация данного принципа включает стимулирование государством конкуренции на рынке ценных бумаг; равенство всех участников рынка ценных бумаг перед органами регулирования рынка; гласное и конкурсное распределение государственной поддержки различных проектов на рынке ценных бумаг; отсутствие преимуществ для государственных предприятий, функционирующих на рынке ценных бумаг, перед коммерческими; запрет для государственных органов давать публичные оценки профессиональных участников рынка; отказ от государственного регулирования цен на услуги профессиональных участников рынка (за исключением компаний реестродержателей).

• Принцип преемственности в развитии системы регулирования рынка. Государство, как организатор процесса регулирования рынка ценных бумаг, обязано обеспечить долгосрочные ориентиры в регулировании рынка ценных бумаг.

• Ориентация на мировой опыт и учет тенденции глобализации финансовых рынков. Необходимо формировать цивилизованный рынок, ориентированный на связь с глобальными денежными потоками.

В целях обеспечения государственного регулирования на рынке ценных бумаг и прочих отношений, складывающихся в процессе обращения ценных бумаг, пресечения злоупотреблений и нарушений прав акционеров и инвесторов была создана Федеральная комиссия

по ценным бумагам и фондовому рынку (ФКЦБ) при Правительстве Российской Федерации. В соответствии с Указом Президента РФ[6] ФКЦБ была упразднена, а вместо нее создана Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР).

1 сентября 2013 г. ФСФР упразднена и ее функции переданы в ведение Центрального банка в соответствии с указом Президента РФ от 25.07.2013 г. № 645. Таким образом, Центральный банк[7] становится финансовым мегарегулятором. В соответствии с расширением своей роли на финансовом рынке Центральный банк формирует новые цели деятельности: развитие и обеспечение стабильности финансового рынка Российской Федерации.

Для их достижения ЦБ РФ расширяет свой функционал: осуществляет надзор за деятельностью кредитных организаций и банковских групп, в том числе осуществляет регулирование, контроль и надзор за деятельностью некредитных финансовых организаций; осуществляет регистрацию выпусков эмиссионных ценных бумаг и проспектов ценных бумаг, регистрацию отчетов об итогах выпусков эмиссионных ценных бумаг.

Центральный банк становится регулятором следующих некредитных финансовых организаций: профессиональных участников рынка ценных бумаг; управляющих компаний инвестиционного фонда, паевого инвестиционного фонда и негосударственного пенсионного фонда; специализированных депозитариев инвестиционного фонда; акционерных инвестиционных фондов; организаций, осуществляющих клиринговую деятельность, деятельность по осуществлению функций центрального контрагента, деятельность организатора торговли и центрального депозитария.

Действующим на постоянной основе органом, через который Банк России осуществляет регулирующие, контрольные и надзорные функции в сфере финансовых рынков (за исключением бан-

---

[6] Указ Президента РФ № 314 от 09.03.2004 г. «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти».

[7] Федеральный закон от 10.07.2002 г. № 86-ФЗ (ред. от 05.10.2015 г.) «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».

ковской деятельности и деятельности бюро кредитных историй), является Комитет финансового надзора Банка России[8].

Как мы уже отмечали, в системе регулирования деятельности на рынке ценных бумаг существенное место принадлежит саморегулируемым организациям профессиональных участников рынка.

В соответствии со ст. 48 Закона «О рынке ценных бумаг» саморегулируемой организацией профессиональных участников рынка ценных бумаг является добровольное объединение профессиональных участников рынка ценных бумаг, действующее в соответствии с настоящим федеральным законом и функционирующее на принципах некоммерческой организации. Саморегулируемая организация учреждается профессиональными участниками рынка ценных бумаг для обеспечения условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг, соблюдения стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг, защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами саморегулируемой организации, а также для установления правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг.

Примерами саморегулируемых организаций в РФ в современных условиях являются Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) и Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД).

Несмотря на наличие как государственной системы регулирования, так и саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг, говорить о существовании эффективной системы регулирования российского рынка ценных бумаг нельзя. Уровень защищенности участников сделок, степень ответственности за принятые обязательства не удовлетворяют современным требованиям. Основная масса конфликтов, сомни-

[8] Положение о Комитете финансового надзора Банка России : утв. решением Совета директоров Банка России от 30.08.2013 г., протокол № 18 // Вестн. Банка России. 2013. № 49. С. 4–8.

тельных операций не подпадают под юрисдикцию действующего законодательства, являющегося, по сути дела, набором отрывочных норм и правил, не охватывающих все целостное экономико-правовое пространство России. Приходится констатировать, что до сих пор не создана единая регулирующая система, обеспечивающая привлекательность данного сегмента отечественной экономики.

На наш взгляд, серьезное регулирование деятельности на рынке ценных бумаг невозможно осуществить, принимая пусть даже самые правильные, но отдельные законы. Половинчатость действий, недоведение до полного завершения начинаемых преобразований погубили не одно важное начинание в нашей стране. Поэтому создание нормальных условий функционирования рынка ценных бумаг, способного привлекать значительные денежные средства на нужды реального сектора экономики, оказывая при этом позитивное влияние на денежный рынок, невозможно без принятия целостных, концептуальных решений. К таким решениям относится и предлагаемая нами концепция развития рынка ценных бумаг, учитывающая рыночный статус данного сегмента национальной экономики и главенствующую роль государства в процессе регулирования деятельности на нем. Концепция подразумевает формирование такого рынка, который будет способствовать переливу капитала от одной отрасли экономики к другой, от инвесторов — к капиталопотребителям, из-за рубежей России — к внутреннему эмитенту, и предотвратит отток инвестиционных ресурсов из страны.

В предлагаемой концепции выделяются следующие основные направления:

- Политико-социальные, макроэкономические условия. По данному направлению деятельности ведущая роль принадлежит государству, которое должно формировать общий благоприятный макроэкономический и политический климат в экономике в целом. Для достижения поставленной цели необходимы:

— широкая институциональная поддержка как мелких, так и крупных инвесторов. В связи с этим требуется скорейшее изменение законодательства в сторону эффективной поддержки собственников и собственности, развитие судебной и арбитражной

систем, оздоровление банковской системы. Главная поддержка, которую может оказать государство своим бизнесменам и населению, — создание равных условий работы для всех участников рынка при эффективном действии государственного механизма;

— существенное сокращение доходности и объемов заимствования на рынке государственных обязательств. Известно, что государственные заимствования являются главным конкурентом инвестиций в реальный сектор экономики;

— обязательное реформирование системы управления государственными пакетами акций промышленных компаний;

— более широкое, но и более осмысленное применение процедур банкротства;

— реформа отношений собственности в стране. В данном случае речь идет не только и не столько о незыблемости права частной собственности, сколько об ответственности за свою собственность. Практика показывает, что ответственность за нарушение законодательства на рынке ценных бумаг несут в первую очередь директора компаний, которые зачастую являются наемными работниками, выполняющими волю собственников. Поэтому правильнее было бы устанавливать ответственность и для последних;

— упрощение и либерализация налогового механизма при осуществлении операций на рынке ценных бумаг с целью сокращения вынужденного оттока капитала отечественных брокеров (дилеров) в офшорные зоны и привлечения на рынок профессиональных иностранных участников;

— привлечение сбережений населения в гарантированные государством инвестиционные проекты посредством рынка ценных бумаг.

• Внутриотраслевые условия. Помимо государства, существенное влияние на состояние рынка ценных бумаг могут оказать сами профессиональные участники. Следует заметить, что мероприятия данной группы не могут быть реализованы в полной мере без проведения преобразований политико-социального характера, названных нами выше. В рамках самоорганизации профессиональных участников рынка необходимы следующие новации:

— коренное преобразование инфраструктуры рынка ценных бумаг. По данному направлению необходимо в первую очередь создать единую расчетно-клиринговую систему, во вторую — четкую, стабильную, надежную, профессиональную сеть депозитариев внутри страны;

— обязательное введение института групповых исков. Данное введение поможет бороться со множеством мошеннических и полузаконных схем, процветающих на отечественном рынке;

— формирование системы страховых и компенсационных фондов. Данные институты призваны совместно с государством восстанавливать доверие вкладчиков к отечественному рынку. Механизм создания данных фондов может на первых порах включать меры обязательного отчисления средств профессиональными участниками рынка, а позже предусматривать право добровольного членства, которое будет определять круг первоклассных операторов рынка;

— совершенствование системы корпоративного управления. Данное направление невозможно полноценно реализовать без всестороннего участия государства. Базой для принятия решений любого уровня является качественная информация, в основе которой лежат правила ведения бухгалтерского учета и финансовая отчетность. Помимо этого необходима существенная регламентация роли акционеров в процессе принятия реальных управленческих решений, что потребует пересмотра порядка доступа акционеров ко всей информации, касающейся их собственности. Серьезной проблемой до сих пор является защита прав мелких акционеров и регламентация порядка отчетности ведущих менеджеров компаний. Решение данного комплекса проблем позволит привлечь массу мелких инвесторов, а следовательно, и значительную массу разрозненных частных капиталов на нужды отечественной экономики;

— формирование механизма коллективного инвестирования. Данный механизм наряду с защитой прав мелких акционеров способен привлечь на рынок население. Механизм коллективного инвестирования позволяет существенно диверсифицировать риски при одновременном снижении операционных издержек. Класси-

ческим примером являются паевые инвестиционные и негосударственные пенсионные фонды.

• Инструментарий рынка ценных бумаг. Для успешного функционирования отечественного рынка ценных бумаг недостаточно создания только адекватных макроэкономических и внутриотраслевых условий. Необходимо предложить российским инвесторам такой инструментарий рынка, который удовлетворит их требования. При этом следует учесть, что ряд параметров рынка, принятых в цивилизованном мире, в нашей стране не сработает (например, тезис об абсолютной надежности государственных ценных бумаг). Именно поэтому нужно создать нестандартный инструментарий рынка, сочетающий рыночный уровень доходности, адекватный реальному риску, принимаемому на себя инвестором, и определенный уровень независимости от неблагоприятных макроэкономических и внутриотраслевых изменений.

Весомое место в ряду называемых инструментов должно принадлежать корпоративным облигациям, обеспеченным недвижимостью. При этом андеррайтером займа должен быть всеми признанный финансовый институт, возможно иностранный. На разных уровнях государственного устройства (Федерация, субъект Федерации, муниципальное образование) набор андеррайтеров может быть различным в зависимости от финансового лидерства той или иной компании (банка). В ряде случаев возможно применение корпоративных облигаций без прямого залога для всероссийских известных компаний (например, «Газпром», «Лукойл» и т. д.).

Для привлечения сбережений населения можно использовать напрямую облигации первоклассных иностранных финансовых институтов, допущенных на отечественный рынок и обязующихся вкладывать значительную часть (по нашему мнению, не менее 75 %) аккумулированных средств в российскую экономику. Такой подход позволит не только привлечь на слабый отечественный рынок компанию, которой доверяют отечественные инвесторы (и в первую очередь население), но и привести эффективного финансового контролера и оценщика. Обе ипостаси крайне важны для отечественного рынка.

Реализация предлагаемой нами концепции позволит сформировать в России действительно цивилизованный рынок ценных бумаг, способный эффективно привлекать свободные финансовые ресурсы на нужды отечественной экономики и формировать надежные сбережения российским гражданам.

5.3.3. Денежно-кредитное регулирование инвестиционных процессов

Государственное воздействие на интенсивность инвестиционных процессов в экономике невозможно представить без денежно-кредитного регулирования, которое является способом реализации денежно-кредитной политики, проводимой в обществе.

Денежно-кредитная политика представляет собой комплекс мероприятий, проводимых государством при посредничестве специальных финансово-кредитных институтов и направленных на достижение заранее обусловленного положительного экономико-социального результата. Это значит, что денежно-кредитное регулирование как практическая составляющая политики должно быть направлено на достижение тех же целей.

Денежно-кредитное регулирование экономики может проводиться с помощью двух групп методов: административных и экономических. В отечественной экономической литературе встречаются различные подходы к соотношению данных методов. Ряд исследователей считают приоритетными и более эффективными административные методы регулирования, нежели экономические[9]. Нам такой подход представляется неверным. Хотя следует признать, что в условиях транзитивной экономики, когда многие рыночные механизмы работают недостаточно эффективно либо вообще не работают, административное, непосредственное воздействие на экономику осуществляется быстрее, чем косвенное, экономическое.

---

[9] См., например: Деньги, кредит, банки / под ред. О. И. Лаврушина. М. : КноРус, 2016. С. 385 ; Финансы, денежное обращение и кредит : учебник / под ред. В. К. Сенчагова, А. И. Архипова. М. : Проспект, 1999. С. 392–393.

Часть исследователей, анализируя эффективность и направление денежно-кредитного регулирования экономики, в первую очередь рассматривают экономическую составляющую данного процесса[10]. Такая позиция кажется нам более правильной.

Наибольшей эффективности денежно-кредитное регулирование экономики достигает в процессе использования как прямых, так и косвенных рычагов одновременно. В транзитивной экономике, когда рыночные рычаги зачастую либо действуют недостаточно эффективно, либо вообще не действуют в силу целого ряда обстоятельств, их сочетание с административными рычагами позволяет достичь желаемого эффекта.

Остановимся на практике денежно-кредитного регулирования в современной России. Как мы уже определили, денежно-кредитное регулирование является практическим инструментом реализации денежно-кредитной политики общества. Следовательно, задачи, стоящие перед регулированием экономики, должны быть адекватны текущим экономическим потребностям общества. А это, в свою очередь, означает, что денежно-кредитное регулирование экономики должно способствовать интенсификации инвестиционных процессов в реальном секторе народного хозяйства, стимулировать политику накоплений в национальной денежной единице как резидентов, так и нерезидентов Российской Федерации, укреплять банковскую и финансовую системы страны. Однако в реальности проводимое Центральным банком денежно-кредитное регулирование экономики не полностью отвечает вышеназванным задачам. В общем виде основные регулирующие действия Центрального банка представлены на рис. 33.

Начнем с норм обязательного резервирования. В настоящее время нормы резервирования не стимулируют банковскую систему

---

[10] См., например: Финансы и кредит / под ред. А. Ю. Казака. Екатеринбург : Изд. дом «Ява», 1997. С. 590–597 ; Деньги, кредит, банки : учебник / под ред. Е. Ф. Жукова. М. : ЮНИТИ, 1999. С. 231–235 ; Банковское дело : справ. пособие / под ред. Ю. А. Бабичевой. М. : Экономика, 1993. С. 296–297 ; *Усов В. В.* Деньги, денежное обращение и инфляция : учебник. М. : ЮНИТИ, 1999. С. 448–452 ; *Казак А. Ю., Котляров М. А.* Основы денежно-кредитного регулирования экономики : учеб. пособие. Екатеринбург : УрГЭУ, 1999. С. 17–18.

к формированию долгосрочных ресурсов, являющихся основой инвестиционных активов. С 1 марта 2013 г. нормы обязательных резервов по всем категориям составляли 4,25 %. С 1 августа 2016 г. нормативы имеют следующие значения:

— норматив по обязательствам перед физическими лицами в валюте РФ — 5 %;

— норматив по иным обязательствам в валюте РФ — 5 %;

— норматив по обязательствам перед физическими лицами в иностранной валюте — 6 %;

— норматив по обязательствам перед юридическими лицами-нерезидентами в иностранной валюте — 7 %;

— норматив по иным обязательствам в иностранной валюте — 7 %.

Динамика обязательных резервов кредитных организаций, депонированных в Банке России, представлена в табл. 31.

Следующий денежный поток — операции на открытом рынке. Операции по покупке/продаже ценных бумаг на открытом рынке используются в практике большинства центральных банков. Данные операции могут являться одним из основных инструментов регулирования банковской ликвидности на ежедневной основе

Рис. 33. Эмиссионно-регулирующие денежные потоки из Центрального банка РФ

(например, в США, Канаде и Австралии) либо использоваться в качестве антикризисного инструмента для осуществления дополнительных вливаний средств в банковский сектор и/или воздействия на более долгосрочные доходности в сегменте государственных и корпоративных облигаций (в частности, Банком Англии, Банком Японии, ФРС США).

В практике Банка России операции по покупке/продаже ценных бумаг на открытом рынке используются в относительно небольших масштабах как дополнительный инструмент регулирования банковской ликвидности. Основным фактором, снижающим потенциал использования данного инструмента, является относительная узость и низкая ликвидность российского рынка государственных ценных бумаг. Кроме того, в период формирования профицита банковской ликвидности использование данного инструмента ограничено относительно небольшим размером собственного портфеля ценных бумаг Банка России.

Согласно законодательству, Банк России может осуществлять на рынке покупку/продажу как государственных, так и корпоративных долговых бумаг. При этом покупка государственных ценных бумаг Банком России может осуществляться только на вторичном

Таблица 31

Обязательные резервы кредитных организаций, депонированные в Банке России, млрд руб.

Дата	Величина обязательных резервов	Дата	Величина обязательных резервов
01.01.2005	267,4	01.01.2013	378,4
01.01.2006	121,7	01.01.2014	408,8
01.01.2007	161,4	01.01.2015	471,3
01.01.2008	221,1	01.10.2015	363,7
01.01.2009	221,6	01.01.2016	369,8
01.01.2010	29,9	01.09.2016	416,6
01.01.2011	151,4	01.01.2017	484,7
01.01.2012	188,4	01.09.2017	513,2

рынке (в целях ограничения возможностей прямого эмиссионного финансирования бюджета).

В практике Банка России покупка/продажа корпоративных ценных бумаг использовалась только в рамках операций РЕПО (от англ. *repurchase agreement, repo*) либо при реализации ценных бумаг, полученных в обеспечение по сделкам РЕПО, при ненадлежащем исполнении контрагентами своих обязательств по второй части сделки.

Прямые операции по покупке/продаже государственных ценных бумаг без обязательств обратной продажи/выкупа используются Банком России нерегулярно.

Операции по покупке/продаже государственных ценных бумаг на вторичном рынке могут осуществляться как через секцию государственных ценных бумаг Московской биржи, так и на внебиржевом рынке. Участниками данных операций могут являться только российские кредитные организации.

Третий путь воздействия Центрального банка на денежную массу — рефинансирование банковской системы. Данный способ участия Банка России широко обсуждается в среде отечественных экспертов и имеет как сторонников, так и противников. На наш взгляд, данный путь регулирования денежной массы является наиболее предпочтительным.

Во-первых, в России банковская система — наиболее развитый сегмент из всех атрибутов рыночной экономики. Этот сегмент рынка действует на рыночных принципах уже более десяти лет, пережил несколько кризисов и на данный момент наиболее подготовлен к активной и результативной работе.

Во-вторых, банковская система связана со всеми остальными сегментами отечественной экономики, следовательно, обеспечивает самый широкий охват участников экономических отношений.

В-третьих, отечественная экономика, как и экономика ряда стран (Германия, Италия), тяготеет именно к банковскому кредитованию, а не к привлечению средств из иных источников на финансовых рынках. Необходимо использовать этот уже сложившийся и работающий механизм.

В-четвертых, увеличение рефинансирования банковской системы позволит реально увеличить степень монетизации экономики до минимально приемлемого уровня — 30–35 % уже в течение трехпяти лет без инфляционной волны.

Нежелание Центрального банка РФ заниматься рефинансированием и особенно кредитованием инвестиционных проектов вызвано, на наш взгляд, стремлением не брать на себя кредитные риски, связанные с длительным инвестиционным кредитованием национальной экономики. Сложности расчета многих макроэкономических показателей подвигают Банк России не к развитию аналитических служб, а к исключению рискованных операций из своей деятельности. В результате не получающие достаточных ресурсов для полнокровного функционирования отечественные товаропроизводители не в состоянии сформировать адекватную товарную массу внутри страны. А это, в свою очередь, дестабилизирует экономическое равновесие в экономике. Таким образом, Банк России фактически поддерживает ситуацию нестабильности денежного рынка, провозглашая лозунги о поддержке отечественного производства и регулировании денежного обращения (табл. 32).

Таблица 32

Коридор процентных ставок Банка России

Расчет ставки	Вид операции
Ключевая ставка Банка России + 1 п. п.*	Операции постоянного действия по предоставлению ликвидности на срок 1 день (кредиты «овернайт», валютные СВОП, ломбардные кредиты, операции РЕПО, кредиты, обеспеченные нерыночными активами и поручительствами)
Ключевая ставка Банка России	Операции на открытом рынке (аукционы РЕПО на срок от 1 до 6 дней и на одну неделю, аукционы «валютный СВОП» на срок от 1 до 2 дней, депозитные аукционы на срок от 1 до 6 дней и на одну неделю)
Ключевая ставка Банка России – 1 п. п.	Операции постоянного действия (депозитные операции на срок 1 день, до востребования)

* п. п. — поправочный пункт.

Следующий инструмент денежно-кредитного регулирования — воздействие на национальный валютный рынок.

Если коротко остановиться на сути данного потока, можно сказать следующее. Скупка валюты на национальном валютном рынке страны практикуется Центральным банком России с 1998 г., после некоторой финансовой стабилизации, последовавшей за экономическим кризисом. Данный способ повышения денежного предложения на внутреннем рынке используется рядом стран, придерживающихся режима валютного управления (Аргентина, Польша, Словения, Эстония и др.). Основным недостатком такого способа регулирования рынка можно назвать шаткость позиций государственного регулирования, чрезмерную зависимость от внешних факторов. Изменение ценовой ситуации на мировом рынке энергоносителей приведет, на наш взгляд, к необходимости проведения жесткой денежно-кредитной политики, в результате чего экономический рост в России практически будет остановлен. Такие же взгляды высказывают многие отечественные специалисты в данной области[11].

Сжатие денежной массы неминуемо снизит уровень монетизации отечественной экономики, породив новую волну неплатежей, бартера и расчетных суррогатов. Поэтому политика скупки валюты может рассматриваться лишь как промежуточный тактический ход Банка России, адекватный текущей ситуации на денежных рынках.

Начиная с 1998 г. проводилась политика занижения курса рубля по отношению к иностранным валютам. Причины такой стратегии ЦБ РФ понятны — формирование протекционистской среды для отечественного товаропроизводителя. Однако к настоящему времени можно говорить о необходимости внесения корректив в данную стратегию.

В периоды кризиса, нехватки валюты для целей поддержания стабильности экономики данный способ взаимоотношений государства и функционирующего товаропроизводителя-экспортера оправдан. Однако в условиях стабильного и крепкого платежного баланса (что отмечается и в ЦБ РФ) такая мера регулирования валютного

[11] См., например: *Миркин Я.* Денежная политика после нефтедолларов // Эксперт. 2000. № 45(257). С. 9–11.

рынка должна проводиться мягче. Опыт наших соседей по Содружеству Независимых Государств отчасти подтверждает данный вывод.

Продолжение курса на поддержание недооцененного рубля приносит лишь временные, тактические результаты. На фоне общего низкого инвестиционного рейтинга страны, отсутствия налоговых, организационных, правовых, нравственных стимулов формирования долгосрочных накоплений данная мера не может серьезно повлиять на общий уровень инвестиционной активности. В то же время огромное бремя внешнего долга, обслуживание которого является серьезной проблемой для нынешнего поколения россиян, в условиях заниженного курса рубля становится еще большим. К тому же, поддерживая дешевый рубль, государство замедляет структурные изменения в экономике, стимулирует воспроизводство устаревших технологий и техники. А это, в свою очередь, подвигает отечественную экономику к грядущему энергетическому кризису. Конечный результат данной политики — замедление темпов экономического роста страны при одновременном увеличении чувствительности отечественной экономики к колебаниям мировой конъюнктуры рынка, возрастающая изолированность отечественной экономики.

Серьезным побочным результатом политики слабого рубля является дисбаланс денежного рынка. Прирост золотовалютных резервов ЦБ РФ в последние годы означает проведение денежной эмиссии на данную сумму, но эта эмиссия не подкрепляется реальными инвестиционными проектами и программами (табл. 33). В результате индекс потребительских цен постоянно меняется.

Дополнительная проблема, возникающая при сохранении политики слабого рубля, — неизбежная экономическая война в российской экономике. Слабая отечественная валюта формирует ситуацию, при которой иностранный инвестор даже с незначительной валютной суммой будет иметь предпочтительные позиции на внутреннем рынке. Это может привести к новому переделу собственности и связанным с ним серьезным потерям для россиян. Все вышеперечисленные доводы доказывают, что проведение политики заниженного курса рубля способно вызвать серьезный экономико-криминальный кризис отечественной экономики.

Таблица 33

Величина золотовалютных резервов Банка России

Дата	Величина золотовалютных резервов, млрд долл.	Дата	Величина золотовалютных резервов, млрд долл.
01.01.2005	124,5	01.01.2013	537,4
01.01.2006	182,3	01.01.2014	510,5
01.01.2007	303,9	01.01.2015	386,2
01.01.2008	480,2	01.10.2015	370,2
01.01.2009	426,0	01.01.2016	368,0
01.01.2010	441,0	01.09.2016	394,3
01.01.2011	480,7	01.01.2017	377,7
01.01.2012	498,0	01.09.2017	423,1

Банк России с 10 ноября 2014 г. упразднил действовавший ранее механизм курсовой политики и завершил переход к режиму плавающего валютного курса. Альтернативой можно считать политику сильного рубля. Однако основной предпосылкой ее проведения должны стать реальные крупномасштабные экономические преобразования в экономике, направленные на либерализацию отечественного рынка, придание ему такой формы, которая отвечала бы интересам любого инвестора (как внутреннего, так и внешнего). Реализация данной политики в краткосрочной перспективе может вызвать некоторое снижение темпов прироста экономики, однако в стратегическом плане обеспечит более устойчивый рост. Этот вывод исходит из утверждения, что инвестиции производятся в основном не в политических целях, а с учетом выгодных условий для инвестора. Создание прозрачного, либерального и вместе с тем четко регулируемого и прогнозируемого рынка само по себе создаст условия для роста инвестиционной активности в стране. Реализация политики «крепкого» рубля позволит существенно снизить нагрузку на бюджет, а следовательно, и на население при выполнении Россией внешних долговых обязательств.

Контрольные вопросы

1. Что такое инвестиционная система, какова ее структура?

2. Какие основные направления реализует Министерство финансов в части инвестиционной политики?

3. С какими странами сотрудничает Министерство финансов РФ в контексте размещения средств ФНБ и Резервного фонда долговых обязательств в ценные бумаги иностранных государств, иностранных государственных агентств и центральных банков?

4. Какова роль Центрального банка России в регулировании инвестиционных процессов?

5. Назовите основные направления деятельности Инвестиционного фонда России, Российского фонда прямых инвестиций.

6. Какова роль Инвестиционного омбудсмена, его функционал?

7. Дайте характеристику схеме управления инвестициями на макро- и микроуровнях.

8. Какова взаимосвязь налоговой политики государства со степенью инвестиционной активности в обществе?

9. Какое сочетание налоговой нагрузки и источника инвестиционных ресурсов предполагается в монетаристской модели развития общества?

10. Какие инвестиционные последствия возможны для экономики в случае снижения уровня налогообложения для различных категорий плательщиков (физических или юридических лиц)?

11. Какова суть модели постадийного налогообложения товаропроизводителя?

12. Какова суть концепции инвестиционно-стимулирующей модели налогообложения в России?

13. Какие задачи должны решаться системой регулирования рынка ценных бумаг?

14. Сформулируйте и обоснуйте основные принципы системы регулирования рынка ценных бумаг.

15. Какова суть и конкретные методы институционального регулирования деятельности на рынке ценных бумаг?

16. Какова суть функционального метода регулирования деятельности на рынке ценных бумаг?

17. Какова роль Центрального банка в регулировании финансового рынка?

18. Какое место в экономической системе саморегулируемых организаций занимают профессиональные участники рынка ценных бумаг?

19. Какие политико-социальные (макроэкономические) мероприятия необходимо провести в рамках формирования эффективно действующего рынка ценных бумаг России?

20. Какие мероприятия внутриотраслевого характера необходимо реализовать с целью формирования эффективно действующего рынка ценных бумаг России?

21. Каковы цель и методы проведения денежно-кредитной политики в рыночных условиях?

22. Как влияют нормы обязательного резервирования на интенсификацию инвестиционной активности в обществе?

23. Какова связь между операциями на открытом рынке и инвестиционной активностью в экономике?

24. Как система рефинансирования банков может стимулировать инвестиционную активность субъектов экономических отношений?

25. Какова связь между валютной политикой, проводимой Центральным банком, и интенсивностью инвестиционной деятельности в обществе?

26. Какое влияние на инвестиционную активность в обществе оказывают политика «сильного» и политика «слабого» рубля?

Список рекомендуемой литературы

Боровкова В. А. К вопросу регулирования рынка ценных бумаг Российской Федерации / В. А. Боровкова, П. А. Гурьянов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2015. № 16. С. 2–15.

Министерство финансов РФ : [офиц. сайт]. URL: www.minfin.ru.

Савина О. Н. Действующие инструменты стимулирования инвестиционных процессов в современных экономических условиях и предложения по их совершенствованию / О. Н. Савина // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2015. № 6. С. 43–57.

Смородина Е. А. Налоговое стимулирование инвестиций в основной капитал в России / Е. А. Смородина // Финансовый журнал. 2013. № 4. С. 157–167.

Федеральная служба государственной статистики : [офиц. сайт]. URL: www.gks.ru.

Центральный банк Российской Федерации : [офиц. сайт]. URL: http://www.cbr.ru.

Глава 6
ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА ГОСУДАРСТВА

6.1. Инвестиционная политика государства: основная цель, задачи и механизм реализации

Национальная инвестиционная политика представляет собой совокупность правил и инструментов регулирования инвестиций. Инвестиционная политика — составная часть макроэкономической политики и соответствует ее отдельным направлениям (валютной, налоговой, денежно-кредитной политике и др.).

В настоящее время большое внимание уделяется вопросам инвестиционной политики как на макро-, так и на микроуровне. Государственная инвестиционная политика предусматривает создание реальной возможности и условий для инвестирования, активное участие государства на инвестиционном рынке стимулирует его развитие.

В экономической литературе инвестиционная политика государства определяется как комплекс целенаправленных мероприятий, проводимых государством по созданию благоприятных условий для всех субъектов хозяйствования с целью оживления инвестиционной деятельности, подъема экономики, повышения

эффективности производства и реализации задач социального развития.

Таким образом, **инвестиционная политика государства** — это совокупность мероприятий, проводимых государством по управлению инвестиционной деятельностью с целью создания оптимальных условий для активизации инвестиционного процесса.

Государственное регулирование инвестиций и инвестиционная политика — неравнозначные термины. Во-первых, инвестиционная политика может строиться на принципах невмешательства, тогда как понятие «государственное регулирование инвестиционной деятельности» говорит само за себя; во-вторых, государственное регулирование инвестиционной деятельности содержит инструменты, не относящиеся непосредственно к инвестиционной политике.

На основании документов Департамента инвестиционной политики Минэкономразвития России инвестиционная политика трактуется как создание и поддержание такого предложения на рынке капитала, которое будет максимально удовлетворять потребности экономики в инвестициях определенного объема и структуры, устанавливаемых на основе заинтересованности субъектов хозяйственной деятельности в экономическом эффекте от данных инвестиций.

Инвестиционная политика, проводимая государством, главным образом направлена на создание благоприятного инвестиционного климата в стране и трактуется как совокупность различных факторов, посредством которых можно определить состояние внешней инвестиционной среды.

Основная цель инвестиционной политики государства — создание благоприятных условий для развития инвестиционного процесса.

Основными задачами государственной инвестиционной политики являются:

1) поддержка (стимулирование) отдельных отраслей экономики;

2) обеспечение сбалансированного развития отраслей хозяйствования и экспортного производства;

3) достижение конкурентоспособности отечественной продукции;

4) реализация социальных и экологических программ (развитие здравоохранение, образования, ЖКХ, охрана окружающей среды);

5) регулирование занятости населения;

6) обеспечение обороноспособности и безопасности государства.

Для осуществления инвестиционной политики необходим механизм, обеспечивающий ее выполнение (рис. 34). Государственное регулирование инвестирования направлено на обеспечение максимальной эффективности инвестиционных вложений. В условиях рыночных отношений выделяют прямые и косвенные методы государственного регулирования инвестиционной деятельности, а также административные и экономические средства данного регулирования. Как методы, так и средства направлены на решения единых целей и задач.

Активное воздействие государства на процессы инвестирования является необходимым условием обеспечения благоприятного инвестиционного климата и оживления инвестиционной деятельности, что позволяет обеспечить стабильное развитие социально-экономической системы в целом в интересах всего общества.

При прямых методах государственного регулирования инвестиционной деятельности используют как административные, так

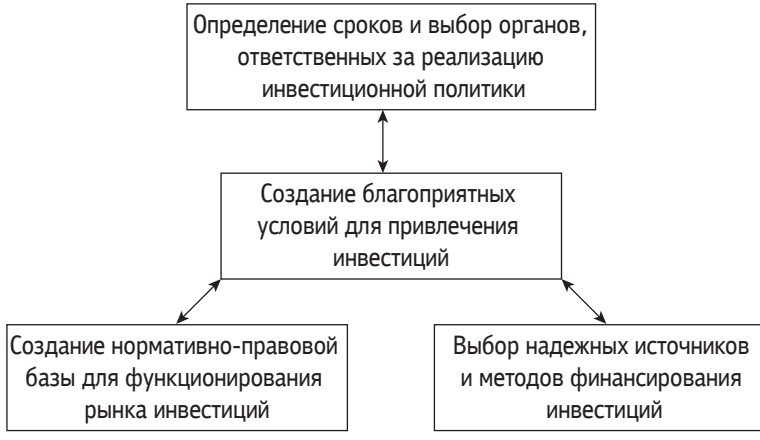


Рис. 34. Механизм реализации инвестиционной политики

и экономические средства влияния на инвестиционные процессы. Применяя административные средства, государство непосредственным образом воздействует на инвестиционные процессы, опираясь на решения приказного характера, обязательные для исполнения. К таким средствам можно отнести государственную регистрацию субъектов предпринимательской деятельности, лицензирование, установление квот на экспорт и импорт, управление государственными предприятиями и государственной собственностью, распорядительные процедуры и др. Прямое экономическое воздействие заключается в инвестировании в отдельные территории, отрасли, предприятия, которые по роду своей деятельности не могут выдержать жесткую конкуренцию рынка. Например, в наукоемких отраслях экономики велик риск вложения инвестиций, инвестиционный процесс протекает с интервалами, при этом проекты считаются долгосрочными и дорогостоящими.

Опираясь на такое понимание государственной инвестиционной политики, можно выделить факторы неэффективного регулирования инвестиционной деятельности в Российской Федерации (рис. 35).

Рассмотрим более подробно некоторые стороны прямого метода государственного регулирования инвестиционной деятельности.

Государственные инвестиции направлены на решение стратегических задач государственной политики и зачастую не носят коммерческого характера, поэтому существует мнение об их невысокой экономической эффективности. Эффективность государственных инвестиций необходимо рассматривать в масштабе страны из-за их направленности на устойчивый экономический рост и социальный прогресс общества. России необходимо создать механизм обеспечения эффективности использования государственных инвестиций. Основные направления создания такого механизма уже сформулированы:

— усиление программно-целевой составляющей государственного регулирования;

— развитие проектных форм сотрудничества государства и бизнеса на основе совместного финансирования проектов, связанных

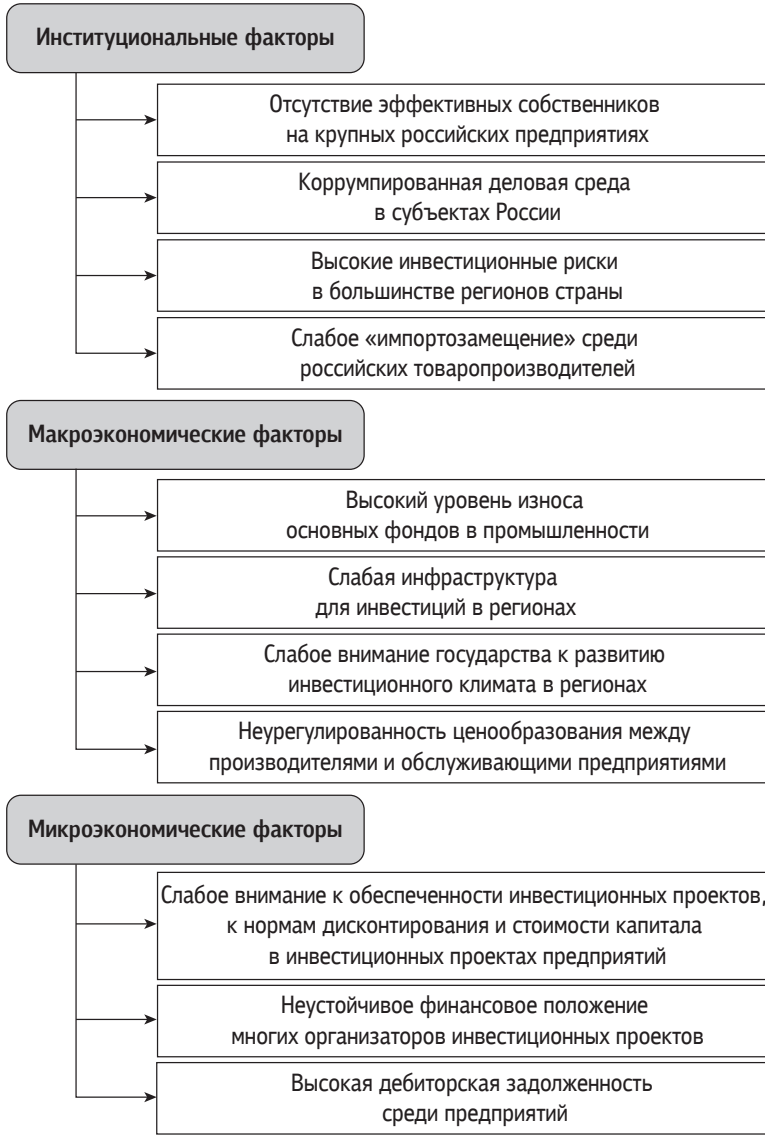


Рис. 35. Факторы неэффективного регулирования инвестиционной деятельности в РФ

с поддержкой инфраструктуры и усилением конкурентных позиций корпоративного сектора экономики;

— предоставление на долевой основе капитальных трансфертов в целях социально-экономического развития территорий[1].

Важнейшие направления государственного регулирования инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, отражены в законе «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» и представлены в прил. 10.

Косвенные методы государственного регулирования предполагают только экономические средства воздействия на инвестиционные процессы. К ним относятся инструменты бюджетной, налоговой, денежно-кредитной политики. На субъекты инвестиционного процесса они оказывают опосредованное воздействие, стимулируя их к определенным действиям, направленным на решения задач государственной инвестиционной политики.

Необходимо отметить и правовые средства регулирования инвестиционной деятельности, реализующиеся посредством системы норм и правил гражданского и хозяйственного законодательства, так как создание правовой базы является исключительно функцией государства. Среди основных инструментов этой категории необходимо выделить такие, как заключение инвестиционных договоров и кредитных отношений, разработка и принятие государственных программ, издание законов, подзаконных актов и система их реализации. Правовые средства обеспечивают реализацию административных и экономических средств государственного воздействия.

Рассматривая инвестиционный процесс как неотъемлемую часть общественного воспроизводства, требуется направлять инвестиционные потоки в прогрессивные отрасли экономики, создающие продукцию, конкурентоспособную не только на внутреннем, но и на мировом рынке. Поэтому инвестиционная политика на уровне отдельных отраслей и межотраслевых комплексов

[1] *Игонина Л. Л.* О механизме обеспечения эффективности государственных инвестиций // Финансы и кредит. 2005. № 24. С. 9.

является составной частью государственной инвестиционной политики.

Отраслевая направленность инвестиционной деятельности играет важную роль в определении приоритетов государственной инвестиционной политики. Отраслевая инвестиционная политика — это деятельность, направленная на инвестиционную поддержку приоритетных отраслей экономики, развитие которых обеспечит экономическую и оборонную безопасность страны, экспорт промышленной продукции, ускорение научно-технического прогресса и динамизм развития в перспективе.

Этапы осуществления отраслевой инвестиционной политики показаны на рис. 36.

Отраслевая инвестиционная политика, являясь частью государственной инвестиционной политики, должна обеспечивать определение стратегических целей и направлений инвестиционной

Рис. 36. Этапы отраслевой инвестиционной политики

деятельности в отрасли, рациональную структуру и эффективное использование инвестиций и источников их покрытия, модернизацию структуры основных производственных фондов, создавая, таким образом, условия для развития конкурентоспособного производства и для устойчивого экономического роста.

6.2. Принципы формирования и реализации инвестиционной политики государства

Анализ инвестиционной ситуации, сложившейся в российской экономике, приводит к концептуальному решению приоритетных задач инвестиционного развития. Требуется усиление роли государства в инвестиционной сфере, корректировка экономической политики, особенно в части налоговой и бюджетной, также необходим поиск оптимального сочетания государственного и рыночного регулирования инвестиционных процессов. При этом следует определить границы и принципы участия государства в инвестиционном процессе с учетом модернизации финансово-кредитной системы России.

Многие проблемы формирования инвестиционного процесса в России обусловлены отсутствием четко разработанной системы принципов инвестиционной политики. Принципы инвестиционной политики являются стержнем развития национальной экономики, обеспечивающим эффективное взаимодействие всех экономических агентов — от предприятий до органов власти всех уровней.

При формировании и реализации инвестиционной политики государства необходимо выполнять следующие принципы организации:

Принцип системности — является одним из определяющих принципов инвестиционной политики. Его соблюдение позволяет проводить инвестиционную политику с учетом стратегических целей финансовой, научно-технической, амортизационной, производственной и других видов политики. Данный принцип предполагает размещение ограниченных централизованных капитальных

вложений и государственного финансирования инвестиционных проектов производственного назначения строго в соответствии с федеральными целевыми программами и исключительно на конкурентной основе. На рис. 37 представлен в динамике объем бюджетного финансирования федеральных целевых программ.

Принцип приоритетности инвестиционной политики — подразумевает выделение основных направлений инвестирования, которые позволяют обеспечить высокий уровень его эффективности, содействуют качественному экономическому росту, социальному развитию и повышению конкурентоспособности экономики. Разрабатывается и анализируется комплекс направлений, проектов инвестирования и согласно положениям приоритетности ориентируются на те из них, которые соответствуют данным критериям. В рамках приоритетности Правительством РФ рассматривается значительное расширение практики совместного государственно-частного партнерства в финансировании инвестиционных проектов через концессионные механизмы. Доля бюджетных ассигнований

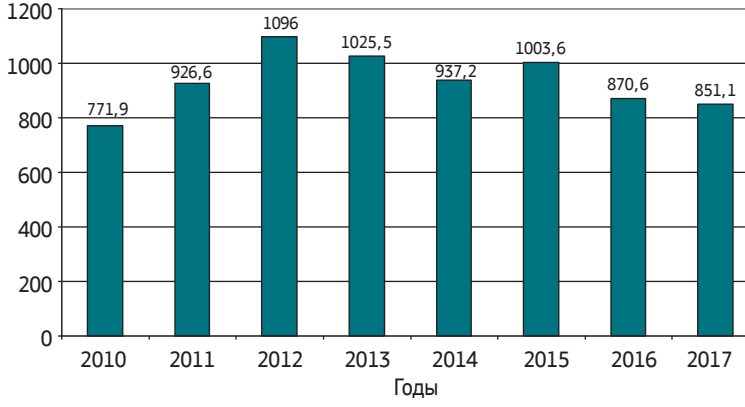


Рис. 37. Объем бюджетного финансирования федеральных целевых программ, млрд руб. (диаграммы рис. 37 и 38 оставлены по: Департамент государственных целевых программ Министерства экономического развития РФ : [офиц. сайт]. URL: http://fcp.economy.gov.ru (дата обращения: 23.08.2017))

в 2015 г. на федеральные целевые программы в разрезе приоритетов представлена на рис. 38.

Принцип эффективности — является целью любой экономической деятельности, и тем более инвестирования, соблюдение этого принципа в инвестиционной политике предполагает наличие положительных результатов инвестирования хотя бы по одному показателю. Переход производства на новый качественный уровень обеспечивают инвестиции в производство основного капитала. Для экономики России эта трансформация является актуальнейшей задачей. Производство в развитых странах находится уже на стадии четвертого технологического уклада (машинное, в основном амортизированное производство в наукоемких отраслях с использованием электронных технологий управления). Происходит переход к следующему укладу, который подразумевает использование соответствующих схем взаимодействия всех звеньев системы, включая связи с поставщиками и потребителями, тогда как в России господствует только третий технологический уклад, характеризующийся машинным производством с элементами автоматизации.

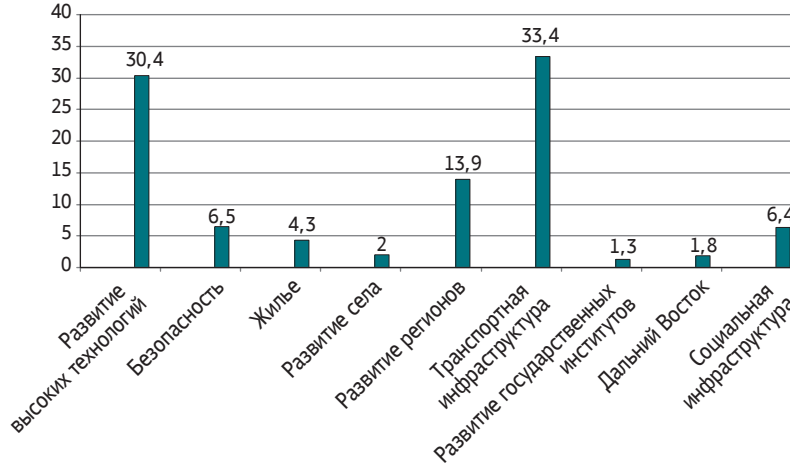


Рис. 38. Доля бюджетных ассигнований на федеральные целевые программы в разрезе приоритетов, %

Выполнение принципа эффективности инвестиционной политики позволит вывести производственный процесс на новый, инновационный уровень развития. Последовательная децентрализация инвестиционного процесса путем развития многообразных форм собственности, а также повышение роли внутренних (собственных) источников накоплений предприятий для финансирования их инвестиционных проектов рассматриваются в качестве основных направлений эффективности инвестиций.

Принцип контроля — предполагает наличие системы исследования степени исполнения инвестиционной политики, возможность корректировки направлений и управления ситуацией на всех этапах инвестиционного процесса. Этот принцип является одним из главных в инвестиционной политике, так как позволяет принимать современные управленческие решения, избегать кризисных ситуаций и достигать целей инвестирования. Данный принцип осуществляется путем усиления государственного контроля за целевым расходованием средств федерального бюджета.

Все перечисленные принципы должны реализовываться в инвестиционной политике органов власти различного уровня. Инвестиционная политика на федеральном уровне должна активизировать инвестиционную деятельность на уровне регионов и предприятий.

В настоящее время Департаментом государственных целевых программ и капитальных вложений Министерства экономического развития РФ утвержден перечень целевых программ в разных отраслях национальной экономической системы.

Эффективность государственной инвестиционной политики зависит не только от общего объема инвестиций, но и от того, в какие именно отрасли будут направлены инвестиционные потоки. Таким образом, инвестиционная политика государства должна обеспечить системный подход к управлению инвестиционной деятельностью, создавая оптимальные условия для активизации инвестиционного процесса.

6.3. Финансово-кредитный механизм регулирования инвестиций

На инвестиционную активность в экономической системе оказывает влияние целый ряд факторов монетарного характера и инструментарий управления, в данном случае это финансово-кредитный механизм.

Сегодня проблема функционирования финансово-кредитного механизма является актуальной. Остановимся на некоторых теоретических вопросах, связанных с функционированием финансово-кредитного механизма.

Современная наука представляет большое количество трактовок финансово-кредитного механизма. Однако авторы придерживаются общепринятых норм и правил и рассматривают его как совокупность различных форм и методов использования финансовых и кредитных ресурсов.

В экономической литературе понятие финансово-кредитного механизма используется достаточно широко. Но единого мнения относительно определения этого механизма и его составляющих не существует[2].

Ряд исследователей считают, что финансово-кредитный механизм — это способ организации финансовых отношений, который

[2] Как показывает анализ литературы, многие экономисты рассматривают понятие «финансово-кредитный механизм» как финансовый механизм. Среди разнообразия определений и подходов ученых и практиков к данному термину наибольшего внимания заслуживают два. Первый подход заключается в том, что под финансовым механизмом понимают функционирование финансов предприятий. Такой подход отражает внутреннюю организацию финансов предприятий, и отождествлять данное понятие с финансовым механизмом нецелесообразно. Второй подход состоит в том, что под финансовым механизмом понимают совокупность методов и форм, инструментов, приемов и рычагов влияния на состояние и развитие предприятия. Данный подход отражает внешнее воздействие на функционирование предприятия, характеризует финансы как решающий фактор влияния аппарата управления на экономическое состояние организации, в данном случае необходимо четко определить его составляющие и структуру.

состоит из элементов и инструментов влияния на экономические процессы в обществе[3].

Другая группа экономистов рассматривает финансово-кредитный механизм как четкую структуризацию отдельных подсистем, включающих в себя финансово-кредитное планирование, финансово-кредитные рычаги, организационные структуры и правовой режим финансово-кредитной системы[4]. Эти авторы отражают основной признак административного управления экономикой, но разработать на такой основе систему финансово-кредитного механизма практически невозможно.

Финансово-кредитный механизм регулирования инвестиций — средство управления инвестиционными отношениями в рамках единой инвестиционной системы с целью регулирования денежных потоков и достижения эффективной инвестиционной политики государства. Такие отношения представляют собой совокупность, состоящую из различных сфер (звеньев), находящихся во взаимосвязи и объединенных принципиальным единством в рамках базовой категории «инвестиции». При этом каждая сфера, в свою очередь, состоит из отдельных кластеров.

Действие финансово-кредитного механизма регулирования инвестиций направлено, прежде всего, на выявление дополнительных резервов развития и расширения производства. Финансово-кредитный механизм регулирования инвестиций включает комплекс подсистем воздействия на принятие управленческих решений в деятельности экономических субъектов. На рис. 39 показаны место и роль финансово-кредитного механизма в схеме управления инвестиционными отношениями в экономической системе.

Инвестиционное право — включает в себя совокупность законодательных и нормативных актов в области инвестиционной

---

[3] См.: *Дробозина Л. А., Константинова Ю. Н., Поляк Г. Б.* Финансы. М. : ЮНИТИ, 2002 ; *Родионова В. М.* Финансы. М. : Финансы и статистика, 1993.

[4] *Сенчагов В. К., Архипов А. Ю.* Финансы, денежное обращение и кредит. М. : Проспект, 2008 ; *Сенчагов В. К.* Проблемы финансовой и денежно-кредитной политики с позиции стратегии экономической безопасности // Деньги и кредит. 1996. № 9. С. 38–45.

деятельности, на основе которых регулируются все инвестиционные отношения в рамках экономической системы.

Рис. 39. Финансово-кредитный механизм регулирования инвестиций

Внутренний инвестиционный контроль — регулирует деятельность финансовых структур экономического субъекта, является необходимым условием эффективного инвестиционного менеджмента.

Способы привлечения инвестиций — как правило, к ним относятся концессионные механизмы (соглашения), особые экономические зоны, международный лизинг, совместные предприятия.

Инвестиционная информация — информация, получаемая в ходе встреч официальных лиц с представителями средств массовой информации, на которых обсуждаются проблемы инвестиционного климата, инвестиционной привлекательности, оцениваются инвестиционные риски и т. п., делается короткое информационное сообщение по проблемам инвестиционного бизнеса.

Инвестиционное планирование и прогнозирование — особый элемент финансово-кредитного механизма. Включает задачи в расчете на один финансовый год (текущее инвестиционное планирование) и на перспективу (инвестиционное прогнозирование), т. е. экономически обоснованно обеспечивает качественные и количественные параметры инвестиционных заданий и программ, а также перспективных направлений инвестиционного развития страны.

Инвестиционный анализ — это совокупность мероприятий по разработке, обоснованию и оценке целесообразности осуществления инвестиций с целью принятия управленческих решений. При инвестиционном анализе учитываются как краткосрочные, так и долгосрочные инвестиции.

Финансово-кредитный механизм регулирования инвестиций выступает в качестве составной части единой инвестиционной системы, которая охватывает специфическую сферу инвестиционных отношений. Данный механизм обеспечивает возможность целенаправленного воздействия финансово-инвестиционных учреждений на инвестиционные отношения и создает необходимые предпосылки для перераспределения денежных потоков через различные сегменты финансового рынка.

6.4. Налоговое стимулирование инвестиционной деятельности

Существуют прямые и косвенные методы, позволяющие государству оказывать воздействие на стимулирование экономики и инвестиционной активности страны.

В данном параграфе будет рассмотрена практика налогового стимулирования инвестиционной деятельности в РФ, эффективность используемых налоговых инструментов, выявлены существующие проблемы и предложены некоторые мероприятия, направленные на их решение.

В России одной из основных задач остается создание благоприятного налогового климата для осуществления инвестиционной и инновационной деятельности. Налоговая система РФ на начальном этапе своего развития содержала большое количество неэффективных льгот, которые в основном использовались налогоплательщиками в целях неоправданного снижения налоговой базы. Наряду с этим были и эффективные льготы, например, инвестиционная налоговая льгота по налогу на прибыль, которая была отменена в 2002 г. с вступлением в силу главы 25 Налогового кодекса. В настоящее время преобразования в налоговой системе РФ продолжаются.

Возможность введения дополнительных налоговых льгот в целях стимулирования инвестиционной активности в России оценивается неоднозначно. Одним из основных препятствий введения дополнительных налоговых стимулов является возможность их использования предприятиями, не имеющими никакого отношения к инвестиционным процессам в экономике России, в целях получения необоснованной налоговой выгоды. Безусловно, это может снизить результативность налоговых льгот и Россия получит отрицательный эффект от их введения. Поэтому налоговое стимулирование инвестиционной деятельности в РФ, особенно реальных инвестиций, должно носить точечный и избирательный характер. Важно вводить такие налоговые стимулы, которые позволят повысить конкурентоспособность экономики России за счет расширения

источников финансирования модернизации производства и обновления основных фондов.

Прежде чем рассмотреть непосредственно налоговые методы стимулирования инвестиционной деятельности в РФ, считаем целесообразным проанализировать основные показатели, характеризующие инвестиционную привлекательность России в целом и Свердловской области в частности.

Рассмотрим структуру инвестиций в основной капитал по источникам финансирования в Российской Федерации за последние годы (табл. 34).

Данные табл. 35 показывают, что основными источниками финансирования инвестиций в основной капитал в РФ до 2015 г. являлись привлеченные источники, при этом основную их долю составляли прочие источники, бюджетные средства и кредиты банков. Начиная с 2015 г. наблюдается положительная динамика, которая сохранилась и в 2016 г., поскольку основными источниками финансирования инвестиций в основной капитал в РФ стали являться собственные источники, при этом бóльшую их долю по-прежнему составляют бюджетные средства, прочие источники и кредиты банков.

Рассмотрим структуру инвестиций в основной капитал по источникам финансирования в Свердловской области (табл. 35).

Данные табл. 36 свидетельствуют о том, что структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования в Свердловской области отличается от аналогичной структуры в целом по Российской Федерации. В Свердловской области в 2011 и 2012 гг. основными источниками финансирования инвестиций в основной капитал являлись собственные источники организаций, их доля составляла 55,2 % и 54,4 % соответственно.

В свою очередь, на долю привлеченных источников в 2011 и 2012 гг. приходилось 44,8 % и 45,6 % соответственно, основную их часть составляли бюджетные средства, кредиты банков и прочие источники финансирования.

В 2013, 2014 и 2015 гг. ситуация изменилась. Основными источниками финансирования инвестиций в основной капитал в Свер-

дловской области становятся привлеченные источники, доля которых увеличилась и составила 53,6, 51,9 и 53,3 % соответственно. Доля собственных источников финансирования сократилась до 46,4, 48,1 и 46,7 %.

В 2016 г. в Свердловской области, как и в целом по Российской Федерации, наблюдается положительная динамика, основными

Таблица 34

Инвестиции в основной капитал в Российской Федерации по источникам финансирования в 2010–2016 гг., %*

Показатели	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Инвестиции в основной капитал, всего	100	100	100	100	100	100	100
в том числе:							
собственные средства	41,0	41,9	44,5	45,2	45,7	50,2	51,8
привлеченные средства	59,0	58,1	55,5	54,8	54,3	49,8	48,2
из них:							
кредиты банков (включая зарубежные банки)	9,0	8,6	8,4	10,0	10,6	8,1	10,5
заемные средства других организаций (включая зарубежные организации)	6,1	5,8	6,1	7,0	7,3	7,8	5,9
бюджетные средства	19,5	19,2	17,9	19,0	17,0	18,3	16,0
средства внебюджетных фондов	0,3	0,2	0,4	0,3	0,2	0,3	0,2
средства организаций и населения на долевое строительство	2,2	2,0	2,7	2,9	3,5	3,2	2,8
прочие источники финансирования	21,9	22,3	20,0	15,6	15,7	12,1	12,8

*Составлено по: Официальная статистика. Предпринимательство. Инвестиции. Инвестиции в нефинансовые активы. Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования / Федер. служба гос. статистики [Электронный ресурс]. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/investment/nonfinancial#.

источниками финансирования инвестиций в основной капитал становятся собственные источники финансирования, доля которых увеличилась и составила 54,3 %. В свою очередь, доля привлеченных источников финансирования сократилась до 45,7 %.

Таблица 35

Инвестиции в основной капитал в Свердловской области по источникам финансирования в 2010–2016 гг., %*

Показатели	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Инвестиции в основной капитал**, всего	100	100	100	100	100	100	100
в том числе:							
собственные средства из них:	49,3	55,2	54,4	46,4	48,1	46,7	54,3
привлеченные средства из них:	50,7	44,8	45,6	53,6	51,9	53,3	45,7
кредиты банков	10,2	9,0	10,8	13,9	13,7	14,6	13,5
заемные средства других организаций	1,7	1,7	2,7	8,6	1,8	3,6	1,5
бюджетные средства	20,8	16,4	14,6	13,9	18,2	13,6	11,9
средства внебюджетных фондов	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
средства организаций и населения на долевое строительство	–	–	3,4	5,3	5,6	4,3	5,5
прочие источники финансирования	17,8	17,5	14,1	11,1	13,8	15,2	13,6

* Составлено по: Официальная статистика. Предпринимательство. Инвестиции. Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования / Территориальный орган Федер. службы гос. статистики по Свердл. обл. [Электронный ресурс]. URL: http://sverdl.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_ts/sverdl/ru/statistics/enterprises/investment.

**Без субъектов малого предпринимательства и объема инвестиций, не наблюдаемых прямыми статистическими методами.

Количественные и качественные характеристики основных фондов определяются степенью их изношенности, соотношением темпов их обновления и выбытия (табл. 37).

Данные табл. 36 свидетельствуют о том, что в РФ в 2015 г. наблюдается положительная динамика по обновлению основных фондов и на этом фоне увеличение инвестиционной активности предприятий практически по всем видам деятельности. По данным Росстата, такая динамика имела место на протяжении последних 9 лет. В свою очередь, это привело к тому, что в 2015 г. происходит превышение коэффициента обновления основных фондов над коэффициентом выбытия по всем видам экономической деятельности. Однако степень изношенности основных фондов по видам экономической деятельности в РФ остается достаточно высокой, и в течение последних периодов она находится практически на том же уровне.

Таблица 36

Характеристика основных фондов Российской Федерации в 2015 г., %*

Показатели	Коэффициент обновления**	Коэффициент выбытия***	Степень износа
По полному кругу организаций	**3,9**	**1,0**	**47,7**
в том числе по видам экономической деятельности:			
сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	3,9	2,1	41,6
рыболовство, рыбоводство	2,8	0,9	52,4
добыча полезных ископаемых	6,6	1,1	55,4
обрабатывающие производства	6,3	1,0	47,7
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	4,0	0,3	44,5
строительство	3,4	1,0	50,4
оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования	6,2	1,4	39,6

Окончание табл. 36

Показатели	Коэффициент обновления**	Коэффициент выбытия***	Степень износа
гостиницы и рестораны	2,8	0,7	37,6
транспорт и связь	3,2	0,4	55,8
финансовая деятельность	7,1	1,6	40,5
операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	2,5	1,4	38,1
государственное управление и обеспечение военной безопасности; обязательное социальное обеспечение	5,7	1,0	48,2
образование	2,8	0,8	48,0
здравоохранение и предоставление социальных услуг	2,9	1,1	53,9
предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг	3,4	0,6	40,8

*Составлено по: Официальная статистика. Предпринимательство. Основные фонды. Коэффициенты обновления и выбытия основных фондов. Степень износа основных фондов / Федер. служба гос. статистики. [Электронный ресурс]. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/fund/#.

**Коэффициент обновления — ввод в действие основных фондов, % от наличия основных фондов на конец года.

***Коэффициент выбытия — ликвидация основных фондов, % от наличия основных фондов на начало года.

В Свердловской области в 2015 г. наблюдалась положительная динамика обновления основных фондов и на этом фоне имела место активизация инвестиционной активности предприятий практически по всем видам деятельности. Это привело к тому, что по итогам 2015 г. значение коэффициента обновления основных фондов превысило значение коэффициента выбытия по всем видам эконо-

мической деятельности. Однако степень изношенности основных фондов в Свердловской области, как и в целом в РФ, остается достаточно высокой в течение всех последних лет. Высокая степень изношенности основных фондов (более 50 %) в Свердловской области наблюдается в таких видах экономической деятельности, как транспорт и связь, предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг, добыча полезных ископаемых, строительство, государственное управление и здравоохранение.

Следовательно, применяемые в России методы налогового стимулирования инвестиций в основной капитал недостаточно эффективны и основной задачей Правительства РФ является их совершенствование[5].

Свердловская область — один из экономических лидеров среди промышленных регионов России. По итогам 2010 г. Свердловская область по социально-экономическому положению среди субъектов РФ занимала 8-е место, по итогам 2011 и 2012 гг. — 7-е и 6-е место соответственно[6], по итогам 2013 и 2014 гг. — 9-е и 11-е место соответственно[7], по итогам 2015 и 2016 гг. — 9-е и 11-е место соответственно[8].

Важнейшими индикаторами инвестиционной активности в регионе являются:

— индекс физического объема инвестиций в основной капитал;
— инвестиции в основной капитал на душу населения.

---

[5] См.: Официальная статистика. Предпринимательство. Основные фонды / Территориальный орган Федер. службы гос. статистики по Свердл. обл. [Электронный ресурс]. URL: http://sverdl.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_ts/sverdl/ru/statistics/sverdlStat/enterprises/fixed_assets/.

[6] См.: Рейтинг социально-экономического положения субъектов РФ. Итоги 2012 года. М., 2013. С. 12 [Электронный ресурс]. URL: http://vid1.rian.ru/ig/ratings/rating_regions_2013.pdf.

[7] См.: Рейтинг социально-экономического положения субъектов РФ. Итоги 2013 года. М., 2014. С. 29 [Электронный ресурс]. URL: http://vid1.rian.ru/ig/ratings/rating_regions_2014.pdf.

[8] См.: Рейтинг социально-экономического положения субъектов РФ. Итоги 2016 года. М., 2017. С. 32 [Электронный ресурс] URL: http://vid1.rian.ru/ig/ratings/rating_regions_2017.pdf.

Данные показатели по субъектам Российской Федерации представлены в табл. 37.

Таблица 37

Основные показатели инвестиционной активности по субъектам Российской Федерации в 2015 г.*

Наименование субъекта РФ	Место, занимаемое по инвестициям в основной капитал на душу населения	Инвестиции в основной капитал на душу населения, руб.	Индекс физического объема инвестиций в основной капитал, %
Российская Федерация		99 421	91,6
Центральный федеральный округ, всего в том числе:	4-е	94 111	96,7
город Москва	13-е	131 403	101,6
Северо-Западный федеральный округ, всего в том числе:	3-е	103 940	90,9
город Санкт-Петербург	22-е	100 081	89,0
Южный федеральный округ	5-е	86 099	82,1
Северо-Кавказский федеральный округ	8-е	52 439	93,3
Приволжский федеральный округ	6-е	82 426	92,5
Уральский федеральный округ, всего в том числе:	1-е	204 531	95,7
Свердловская область	**33-е**	**80 957**	**85,3**
Тюменская область		534 501	100,1
Сибирский федеральный округ	7-е	71 579	83,3

Окончание табл. 37

Наименование субъекта РФ	Место, занимаемое по инвестициям в основной капитал на душу населения	Инвестиции в основной капитал на душу населения, руб.	Индекс физического объема инвестиций в основной капитал, %
Дальневосточный федеральный округ	2-е	142 792	96,6
Крымский федеральный округ	9-е	15 833	91,2

*Составлено по: Официальная статистика. Публикации. Каталог публикаций: Регионы России: социально-экономические показатели. М., 2016. С. 1232–1236 [Электронный ресурс]. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1138623506156. http://www.gks.ru/free_doc/doc_2016/region/reg-pok16.pdf.

По данным экспертов рейтингового агентства «РИА Рейтинг», в 2012 г. Свердловская область среди субъектов РФ по инвестициям в основной капитал на душу населения занимала 33-е место, по объему иностранных инвестиций — 11-е место. Среди промышленных субъектов РФ по этому показателю Свердловская область занимала 12-е место, а по уровню иностранных инвестиций в основной капитал на душу населения — 3-е место. При этом индекс физического объема инвестиций в основной капитал в Свердловской области составлял 104,9 %. По итогам 2012 г. по доле прибыльных предприятий Свердловская область среди субъектов РФ занимала 25-е место, а среди промышленных регионов РФ — 13-е место[9].

В 2013 г. Свердловская область среди субъектов РФ по инвестициям в основной капитал на душу населения стала занимать 28-е место, а по объему иностранных инвестиций опустилась на 28-е место. Среди субъектов РФ доля прибыльных предприятий в 2013 г.

[9] См.: Рейтинг социально-экономического положения субъектов РФ. Итоги 2012 года. С. 26, 27, 29, 30, 32, 33.

снизилась, и Свердловская область стала занимать только 44-е место[10].

В 2014 г. Свердловская область среди субъектов РФ по инвестициям в основной капитал на душу населения опустилась на 29-е место. Среди субъектов РФ доля прибыльных предприятий в 2014 г. снизилась, и Свердловская область стала занимать только 49-е место[11].

По итогам 2015 г. объем инвестиций в основной капитал сократился на 8,4 %, и возможности восстановления положительной динамики в условиях сохраняющих свое влияние негативных факторов, по мнению экспертов «РИА Рейтинг», весьма ограничены. Одной из причин, тормозящей инвестиционную активность, является удорожание заемного капитала. Вследствие санкций для многих российских компаний доступ к дешевым внешним займам закрылся, а кредиты российских банков выглядят малопривлекательными после их резкого подорожания из-за скачка ключевой ставки ЦБ РФ в конце 2014 г. И хотя в 2015 г. ставка Центробанком РФ была снижена до 11 %, для оживления инвестиционной деятельности этого недостаточно. Возможности объявленного правительством курса на импортозамещение в текущих условиях также весьма ограничены. Хотя бы потому, что без дополнительных финансовых ресурсов качественно нарастить производственные мощности и увеличить производство с использованием современных технологий невозможно. Пока же эти финансовые ресурсы слишком дороги для экономики. Ставки кредитования превышают приемлемый для предпринимателей порог. Ситуацию могли бы исправить государственные инфраструктурные или крупные корпоративные проекты, но из числа ранее заявленных проектов реализуется лишь часть. Другие либо отложены на неопределенный срок, либо вовсе отменены в связи с недостатком финан-

[10] См.: Рейтинг социально-экономического положения субъектов РФ. Итоги 2013 года. С. 42, 44, 46.

[11] См.: Рейтинг социально-экономического положения субъектов РФ. Итоги 2014 года. М., 2015. С. 38, 40 [Электронный ресурс]. URL: http://vid1.rian.ru/ig/ratings/rating_regions_2015.pdf.

сирования.[12] В свою очередь, это негативно сказалось и на снижении показателей по инвестициям в основной капитал во всех регионах, исключением не стала и Свердловская область.

По итогам 2016 г. можно констатировать, что инвестиционный спад в России продолжился, хотя в сравнении с предыдущими годами его темпы замедлились. По данным Росстата, объем инвестиций в основной капитал в 2016 г. составил 14,6 трлн руб., что на 0,9 % ниже, чем годом ранее. Что касается структуры инвестиций по источникам финансирования, то почти 52 % приходится на собственные средства и только 48 % — на привлеченные, большая часть которых является бюджетными средствами, заметно превосходящими банковские кредиты. Большинство организаций по-прежнему испытывают трудности с доступом к заемному капиталу, что значительно ограничивает инвестиционную активность. Роль банков в инвестиционной сфере незначительна. Без учета влияния валютной переоценки корпоративное кредитование банками за январь — декабрь 2016 г. снизилось на 3,6 %. В 60 российских регионах доля банковских кредитов, используемых в качестве источника финансирования, не превышает общероссийского уровня в 10,5 %. И это связано не только с высокой стоимостью кредитов для бизнеса, но и с низкой доступностью банковских услуг в регионах, так как более половины филиалов банков находятся на территории всего десяти субъектов РФ. Тем не менее по итогам 2016 г. в двух из восьми федеральных округах инвестиции в основной капитал выросли. Годом ранее все федеральные округа показали отрицательную динамику. Положительная динамика показателя отмечается в Северо-Западном федеральном округе и Уральском федеральном округе, где инвестиции в основной капитал выросли на 8,3 % и 8,8 % соответственно, на регионы этих двух федеральных округов приходится почти треть инвестиций в общем объеме. Наибольший спад показателя

[12] См.: Рейтинг социально-экономического положения субъектов РФ. Итоги 2015 года. М., 2016. С. 9 [Электронный ресурс]. URL: http://vid1.rian.ru/ig/ratings/rating_regions_2016.pdf.

второй год подряд отмечается в Южном федеральном округе (–16,4 %). Свердловская область среди субъектов РФ по инвестициям в основной капитал на душу населения в 2016 г. стала занимать 33-е место (см. табл. 38). В целом в рейтинге социально-экономического положения по субъектам РФ Свердловская область занимает 11-е место[13].

По данным Национального рейтингового агентства, Свердловская область входит в группу ІС3 и относится к регионам с высоким уровнем инвестиционной привлекательности[14].

На территории Свердловской области реализуется ряд крупных инвестиционных проектов. С 2007 г. создано и успешно работает американо-российское предприятие «Урал Боинг Мануфэкчуринг», которое осуществляет производство титановых двигателей для самолета «Боинг-787 Дримлайнер». Совместно с группой «Синара» и германским концерном «Сименс» образовано предприятие «Уральские локомотивы», которое выпускает на Среднем Урале современные грузовые локомотивы для ОАО «Российские железные дороги». Компанией «Ренова СтройГрупп» реализуется проект комплексной застройки крупнейшего в России и странах Евросоюза нового жилого района г. Екатеринбурга «Академический», предусматривающий строительство более 13 млн м² недвижимости и обеспечение комфортного проживания более 325 тыс. человек. Крупнейший российский производитель синтетических смол и пластмасс — предприятие «Уралхимпласт» создало на своей площадке промышленный химический парк «Тагил», вошедший в реестр индустриальных парков России[15].

---

[13] См.: Рейтинг социально-экономического положения субъектов РФ. Итоги 2016 года. С. 10–11, 32.

[14] См.: Рейтинг инвестиционной привлекательности регионов России, 2013 [Электронный ресурс]. URL: http://belgorodinvest.ru/upload/information_system_30/5/8/8/item_588/information_items_property_470.pdf ; *Столбова А.*, *Кабалинский Д.* Рейтинг инвестиционной привлекательности регионов в 2015 году : обзор [Электронный ресурс]. URL: http://www.stratplan.ru/UserFiles/Files/Rating_invest%20_2015.pdf.

[15] Об утверждении Порядка предоставления из областного бюджета субсидии на реализацию мероприятий по поддержке субъектов малого и среднего предпри-

Создание благоприятной среды для инвестиционной деятельности невозможно без реализации соответствующей налоговой политики как на федеральном, так и на региональном уровнях. Любое государство, наряду с утверждением федеральных и региональных программ по созданию благоприятных условий для привлечения инвестиций в экономику, правовых и административных основ деятельности инвесторов, должно предусматривать налоговые стимулы с целью увеличения объема привлекаемых реальных инвестиций. В связи с этим перейдем к рассмотрению основных методов налогового стимулирования инвестиционной деятельности, которые существуют в зарубежной и российской практике.

В зарубежной практике используется пять основных способов стимулирования инновационной деятельности, которые включают в себя следующие льготы[16]:

1) вычет (deduction) — уменьшение дохода, подлежащего налогообложению как обычный расход;

2) дополнительный вычет (super deduction) — облагаемый налогом доход сокращается на большую сумму, чем реально понесенные расходы на НИОКР;

3) прямое или ускоренное списание (direct and accelerated depreciation) — ускоренный порядок амортизации оборудования, используемого для НИОКР, и нематериальных активов;

4) инвестиционный налоговый кредит (investment tax credit) — непосредственное сокращение подлежащего уплате налога на определенную долю от расходов на НИОКР. Не следует путать с инвестиционным налоговым кредитом в России, который является изменением срока уплаты налога с последующей поэтапной уплатой суммы кредита и начисленных процентов;

нимательства Свердловскому областному фонду поддержки предпринимательства : Постановление правительства от 10.06.2015 г. № 476-ПП [Электронный ресурс]. URL http://docs.cntd.ru/document/423914648.

[16] См.: *Борисов О. И.* Благоприятный налоговый климат для инновационной деятельности как антикризисная мера в России и зарубежных странах // Налоги. 2011. № 3. С. 40–42.

5) льгота, возмещаемая наличными деньгами (refundable cash benefit) — механизм тот же, что и у инвестиционного налогового кредита, но при определенных условиях он выплачивается наличными деньгами.

Рассмотренные налоговые льготы, используемые в разных странах для стимулирования научно-исследовательских и опытно-конструкторских разработок (НИОКР), различаются по двум основаниям:

1. На какие виды расходов распространяются данные льготы:

— *фактические расходы*, в этом случае льгота распространяется на фактические расходы на НИОКР, понесенные налогоплательщиком в текущем налоговом периоде. Этот метод используется в Канаде, Китае, Индии, Мексике, Новой Зеландии, ЮАР и в некоторых странах ЕС — Австрии, Франции, Великобритании, Нидерландах и др.;

— *расходы нарастающим итогом*, в этом случае размер льготы определяется по математической формуле (например, по формуле скользящей средней). Этот подход используется в США.

2. В зависимости от того, каким образом эти расходы сокращают подлежащий уплате налог[17].

В настоящее время в Российской Федерации в соответствии с действующим законодательством предусмотрены следующие методы налогового стимулирования инвестиционной деятельности:

1) инвестиционный налоговый кредит;

2) амортизация основных фондов, применение ускоренной амортизации, «амортизационной премии» для целей налогообложения прибыли;

3) отражение расходов на НИОКР в составе прочих расходов, учитываемых при налогообложении прибыли;

4) снижение ставки налога на прибыль, зачисляемого в бюджет субъекта РФ;

5) предоставление субъектам РФ права введения пониженных ставок и дополнительных льгот по налогу на имущество организаций;

[17] См.: *Борисов О. И.* Благоприятный налоговый климат… С. 40–42.

6) освобождение от уплаты НДС операций по реализации НИОКР и прав на объекты интеллектуальной собственности;

7) освобождение от уплаты НДС выполнения НИОКР за счет средств бюджетов фондов поддержки научной, научно-технической, инновационной деятельности, которые созданы в соответствии с ФЗ от 23.08.1996 г. (в ред. от 23.05.2016 г.) № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике»;

8) пониженные тарифы страховых взносов, уплачиваемых в Пенсионный фонд, для организаций, занимающихся разработкой программного обеспечения.

Проведем систематизацию форм и методов налогового стимулирования инвестиционной деятельности в РФ, выделим их существенные недостатки (табл. 38).

Представленная в табл. 38 информация показывает, что рассмотренные в РФ налоговые льготы оказывают определенное влияние на стимулирование инвестиционной активности предприятий, и эти стимулы во многом совпадают с зарубежной практикой их применения. Мы выделили основные недостатки налоговых методов стимулирования, которые, на наш взгляд, существуют в России. Данные недостатки в той или иной мере рассматриваются и другими учеными, экспертами и практиками. Следовательно, их устранение будет способствовать увеличению эффективности существующих налоговых стимулов в сфере инвестиционной деятельности российских предприятий.

Остановимся на основных методах налогового стимулирования инвестиционной деятельности, которые могут быть использованы субъектами РФ (табл. 39).

Из данных табл. 39 следует, что рассмотренные методы налогового стимулирования могут оказывать определенное влияние на повышение инвестиционной активности организаций в регионах России, поскольку они предусмотрены по двум основным налогам, которые уплачивают предприятия: налогу на прибыль и налогу на имущество организаций.

Таблица 38

Налоговое стимулирование инвестиционной деятельности организаций в Российской Федерации на современном этапе*

Метод налогового стимулирования	Норма закона	Содержание метода	Недостатки метода
Инвестиционный налоговый кредит	Статьи 66, 67 НК РФ	Перенос уплаты налога на более поздние периоды на основе заявления и при наличии определенных оснований: выполнение НИОКР и технического перевооружения производства; инвестиции в создание объектов, имеющих наивысший класс энергетической эффективности. Срок предоставления — от 1 года до 5 лет по налогу на прибыль (по региональным и местным налогам срок может быть другим). На сумму кредита начисляются проценты не менее ½ и не более ¾ ставки рефинансирования ЦБ РФ. В течение определенного срока и в размере 100 % стоимости приобретенного оборудования возможно уменьшать свои платежи по налогу с последующей поэтапной уплатой суммы кредита и начисленных процентов. Для резидентов зоны территориального развития срок предоставления — до 10 лет. Проценты на сумму кредита не начисляются	Неэффективно используется на практике. Необходимость уплачивать проценты. Проценты по инвестиционному налоговому кредиту не уменьшают налоговую базу по налогу на прибыль. Ограничение: суммы, на которые можно уменьшить платежи по налогу, не могут превышать 50 % их размера

Продолжение табл. 38

Метод налогового стимулирования	Норма закона	Содержание метода	Недостатки метода
Налог на прибыль; ставка 0 %	Статьи 246.1, 284 НК РФ	Организации, получившие статус участников проекта по осуществлению исследований, разработок и коммерциализации их результатов в соответствии с ФЗ «Об инновационном центре “Сколково”», в течение 10 лет освобождаются от уплаты налога на прибыль	Ограничение: ставка налога на прибыль 0 % может применяться, если совокупный размер прибыли участника проекта не превышает 300 млн руб.
Налог на прибыль; снижение ставки налога на прибыль, зачисляемого в бюджет субъекта РФ, с 17 до 12,5 %	Статья 284 НК РФ	Субъект РФ вправе снижать ставку налога на прибыль до 12,5 % в целях стимулирования реализации инвестиционных проектов. В Свердловской области принят законопроект, в соответствии с которым с 01.01.2014 г. определены приоритетные инвестиционные проекты: при создании новых производств установлена ставка 13,5 %; при модернизации, техническом перевооружении производства — 16 %	Многие субъекты РФ из-за дефицита бюджета не снижают ставку налога на прибыль до 13,5 %
Налог на прибыль; расходы на НИОКР	Статья 262 НК РФ	Расходы на НИОКР учитываются в составе расходов организации на производство и реализацию (в составе прочих расходов) и уменьшают налоговую базу по налогу на прибыль. Списание производится при наличии акта сдачи-приемки работ равномерно, в течение 1 года после завершения НИОКР. При этом не имеет значения, какой результат мы получили. По некоторым видам НИОКР установлен коэффициент 1,5	В результате проведения НИОКР невыгодно получать нематериальные активы, в этом случае начисление амортизации в целях налогообложения прибыли производится не в течение 12 месяцев с коэффициентом 1,5, а в течение 10 лет

Продолжение табл. 38

Метод налогового стимулирования	Норма закона	Содержание метода	Недостатки метода
Налог на прибыль; механизм ускоренной амортизации	Статья 259.3 НК РФ	Повышающий коэффициент к основной норме амортизации (но не выше 2) в отношении основных средств, относящихся к объектам, имеющим высокую энергетическую эффективность, в отношении основных средств организаций, имеющих статус резидента промышленно-производственной особой экономической зоны. Повышающий коэффициент к основной норме амортизации (но не выше 3) в отношении основных средств, используемых только для осуществления научно-технической деятельности	Сокращает срок полезного использования научного оборудования только по налогу на прибыль, за счет уменьшения налоговой базы. Может применяться только один из повышающих коэффициентов
Налог на прибыль; амортизационная премия	Статья 258 НК РФ	Организации имеют право единовременно включать в состав расходов, учитываемых при налогообложении прибыли, расходы на капитальные вложения и расходы, которые понесены в случае достройки, реконструкции, модернизации, технического перевооружения, частичной ликвидации основных средств, но не более 30 % от первоначальной стоимости основных средств	Может использоваться в отношении основных средств, принадлежащих к 3–7-й амортизационной группе, и только по налогу на прибыль

Продолжение табл. 38

Метод налогового стимулирования	Норма закона	Содержание метода	Недостатки метода
Налог на имущество организаций	Статьи 380, 381 НК РФ	На 10 лет освобождается от уплаты налога имущество организаций, получивших статус участника проекта «Об инновационном центре “Сколково”». Субъектам РФ разрешается вводить пониженные ставки и дополнительные льготы по налогу. В Свердловской области принят законопроект, в соответствии с которым с 01.01.2014 г. сроком на 5 лет освобождаются от уплаты налога на имущество организации, осуществляющие приоритетные инвестиционные проекты	Применяется, если совокупный размер прибыли участника проекта не превышает 300 млн руб. Многие субъекты РФ из-за дефицита бюджета не снижают ставку налога и не вводят дополнительные льготы
Налог на добавленную стоимость; расходы на НИОКР	Статья 149 НК РФ	От уплаты НДС освобождаются НИОКР, выполняемые за счет средств бюджета, средств Российского фонда фундаментальных исследований, учреждениями образования и науки, относящиеся к созданию новых технологий; реализация исключительных прав на изобретения, программ для ЭВМ, секреты фирмы и т. п.	Необходимость ведения раздельного учета операций, которые облагаются и не облагаются НДС. Затраты в виде невозмещаемых сумм входящего НДС

Окончание табл. 38

Метод налогового стимулирования	Норма закона	Содержание метода	Недостатки метода
Страховые взносы	Статья 427 НК РФ	Установлены пониженные тарифы взносов в пенсионный фонд для организаций, имеющих статус участника проекта «Об инновационном центре “Сколково”» (ставка 14 %); для организаций, заключивших с органами управления ОЭЗ соглашения об осуществлении технико-внедренческой деятельности, для IT-фирм (ставка 8 %)	Работникам таких организаций в меньших размерах начисляются взносы в пенсионный фонд

*Составлено по: *Смородина Е. А.* Налоговое стимулирование инвестиций в основной капитал в России // Финанс. журн. 2013. № 4. С. 157–167 ; Налоговый кодекс РФ. Ч. 1 от 31.07.1998 г. № 146-ФЗ (в ред. от 28.12.2016 г.). [Электронный ресурс]. URL: http://docs.cntd.ru/document/901714421 ; Налоговый кодекс РФ. Ч. 2 от 05.08.2000 г. № 117-ФЗ (в ред. от 03.04.2017 г.). [Электронный ресурс]. URL: http://docs.cntd.ru/document/901765862 ; Законопроекты о поддержании инвесторов в Свердловской области [Электронный ресурс]. URL: http://www.oblgazeta.ru/pressreleases/3007/.

Таблица 39

Основные методы налогового стимулирования инвестиционной деятельности организаций в регионах России*

Метод налогового стимулирования	Норма закона	Содержание метода	Недостатки методов
Налог на прибыль организаций	Статья 284 НК РФ	Субъект РФ вправе снижать ставку налога на прибыль, зачисляемого в свой бюджет, с 17 до 12,5 % в целях стимулирования реализации инвестиционных проектов	Многие субъекты Федерации из-за дефицита бюджета не снижают ставку налога на прибыль (до 12,5 %), ставку налога на имущество организаций и не вводят дополнительные льготы
Налог на имущество организаций	Статья 380 НК РФ	Субъектам РФ разрешается вводить пониженные ставки и дополнительные льготы по налогу	

* Составлено на основании Налогового кодекса РФ, ч. 2 от 05.08.2000 г. № 117-ФЗ (в ред. от 03.04.2017 г.) [Электронный ресурс]. URL: http://docs.cntd.ru/document/901765862.

Основными законами, направленными на стимулирование инвестиционной деятельности в Свердловской области, являются следующие:

- «О государственной поддержке субъектов инвестиционной деятельности в Свердловской области»;
- «О ставке налога на прибыль организаций для отдельных категорий налогоплательщиков в Свердловской области»;
- «Об установлении на территории Свердловской области налога на имущество организаций».

В соответствии с Законом «О государственной поддержке субъектов инвестиционной деятельности в Свердловской области»[18]

[18] См.: О государственной поддержке субъектов инвестиционной деятельности в Свердловской области : закон Свердловской области № 43-ОЗ от 30.06.2006 г.

определены приоритетные инвестиционные проекты, к которым относятся:

1) приоритетные инвестиционные проекты Свердловской области по новому строительству со дня включения их в реестр приоритетных инвестиционных проектов Свердловской области по новому строительству;

2) приоритетные инвестиционные проекты Свердловской области по модернизации, реконструкции и техническому перевооружению объектов основных фондов со дня включения их в реестр приоритетных инвестиционных проектов Свердловской области по модернизации, реконструкции и техническому перевооружению объектов основных фондов.

Одним из главных условий является реализация таких проектов только на территории Свердловской области.

Рассмотрим методы налогового стимулирования инвестиционной деятельности в Свердловской области, направленные на привлечение инвестиций (табл. 40).

Необходимо отметить, что представленные в табл. 41 налоговые льготы, предполагающие снижение ставки налога на прибыль, зачисляемого в бюджет Свердловской области, освобождение от уплаты налога на имущество организации, действуют с 1 января 2014 г.

Таким образом, в России, как и в других зарубежных странах, предусмотрены различные налоговые методы стимулирования инвестиционной деятельности. Мы не являемся сторонниками введения дополнительных налоговых льгот. На наш взгляд, для совершенствования существующих методов налогового стимулирования инвестиционной деятельности в РФ, прежде всего, необходимо провести инвентаризацию законодательства в части выявления и устранения неоднозначности трактовок терминов и понятий с точки зрения квалификации расходов на НИОКР, инвентаризации самих налоговых льгот.

(в ред. от 17.02.2017 г. № 8-ОЗ) [Электронный ресурс]. URL: http://docs.cntd.ru/document/802065795.

В Налоговом кодексе РФ не дано определения научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ, поэтому в соответствии со ст. 11 НК должны применяться понятия и термины различных отраслей законодательства РФ.

Таблица 40

Льготы по налогу на прибыль и налогу на имущество для организаций, реализующих приоритетные инвестиционные проекты на территории Свердловской области*

Наименование приоритетного инвестиционного проекта	**Льготы (обязательное условие — наличие статуса участника приоритетного инвестиционного проекта Свердловской области)**	
	налог на прибыль организаций (зачисляемый в бюджет Свердловской области)	**налог на имущество организаций**
По новому строительству	Ставка 13,5 %	Освобождение от уплаты налога
	В течение 5 последовательных лет со дня постановки имущества на баланс организации в качестве объекта основного средства	
По модернизации, реконструкции и техническому перевооружению объектов основных фондов	Ставка 16 %	При увеличении среднегодовой стоимости имущества — право уменьшить сумму налога на величину, составляющую 100 % разности между суммой налога за отчетный год и суммой налога за предыдущий год
	В течение 5 последовательных лет с момента получения статуса участников приоритетного инвестиционного проекта	

* Составлено на основе следующих источников:

1. О ставке налога на прибыль организаций для отдельных категорий налогоплательщиков в Свердловской области : закон Свердловской области № 42-ОЗ от 29.11.2002 г. (в ред. от 14.11.2016 г. № 98-ОЗ) [Электронный ресурс]. URL: http://docs.cntd.ru/document/801112161.

2. Об установлении на территории Свердловской области налога на имущество организаций : закон Свердловской области № 35-ОЗ от 27.11.2003 г. (в ред. от 17.02.2017 г. № 7-ОЗ) [Электронный ресурс]. URL: http://docs.cntd.ru/document/802005731.

В связи с этим необходимо внести однозначные трактовки в Гражданский кодекс РФ, в положение по бухгалтерскому учету № 17/02 «Учет расходов на научно-исследовательские, опытно-конструкторские и технологические работы»[19] и Налоговый кодекс РФ. В свою очередь, это позволит упростить квалификацию расходов на НИОКР предприятий, занимающихся инвестиционной деятельностью, снизить расходы на судебные споры, упростить процедуру их применения на практике. Кроме того, необходимо совершенствовать и существующие методы налогового стимулирования инвестиционной активности с целью их удобства, прозрачности и простоты применения на практике. Это позволит упростить оценку эффективности методов налогового стимулирования и оценку налоговых потерь бюджета в результате введения и применения на практике налоговой льготы.

Модернизация производства и обновление основных фондов требует от предприятий поиска источников их финансирования. Амортизация и чистая прибыль, остающаяся в распоряжении организаций, являются главными внутренними источниками инвестиций на предприятии. Основной фактор, влияющий на привлекательность того или иного источника инвестиций, — фактор времени, который, как известно, имеет свою цену. В связи с этим если источником инвестиций является амортизация, то для предприятий особое значение приобретает выбор способа начисления амортизации (табл. 41).

Анализируя методы начисления амортизации основных средств, представленные в табл. 41, следует отметить, что при утверждении учетной политики в целях бухгалтерского учета объекта основных средств и их амортизации необходимо помнить об использовании амортизационных отчислений как основного собственного источника их воспроизводства. При формировании учетной политики

[19] Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету «Учет расходов на научно-исследовательские, опытно-конструкторские и технологичные работы» ПБУ 17/02 : приказ Мин-ва финансов РФ от 19.11.2002 г. №115н (ред. от 16.05.2016 г.) [Электронный ресурс]. URL: http://docs.cntd.ru/document/901834733.

Таблица 41

Способы начисления амортизации для целей бухгалтерского и налогового учета*

Бухгалтерский учет	Налоговый учет
1. Линейный способ. Сумма амортизационных отчислений за месяц определяется как произведение первоначальной стоимости и нормы амортизации. Всегда применяется в отношении зданий, сооружений и передаточных устройств, относящихся к 8–10-й амортизационным группам. **Достоинство.** Простота начисления амортизации. Равномерное перенесение затрат на себестоимость. **Недостаток.** Не способствует обновлению основных средств с длительным сроком службы. Не учитывает моральный износ основных средств. После определенного срока эксплуатации возрастают затраты на ремонт и обслуживание основных средств вследствие их износа	
2. Способ уменьшаемого остатка. Сумма амортизационных отчислений определяется как произведение остаточной стоимости и нормы амортизации, исчисленной исходя из срока полезного использования основного средства. **Достоинство.** Норма амортизации увеличивается в 2 раза. Наиболее эффективен на предприятиях, имеющих тенденцию снижения прибыли по мере увеличения степени изношенности основных средств. **Недостаток.** Полная стоимость основных фондов не возмещается в течение полезного срока их службы. **3. Способ списания стоимости по сумме чисел лет срока полезного использования.** Сумма амортизационных отчислений определяется как произведение первоначальной стоимости и нормы амортизации, исчисленной из годового соотношения, где в числителе число лет, остающихся до конца срока службы основного средства, а в знаменателе — сумма чисел лет срока службы основного средства.	**2. Нелинейный способ.** Амортизация начисляется не в отношении каждого отдельного основного средства или нематериального актива, а в целом по амортизационной группе. Сумма начисленной за один месяц амортизации для каждой амортизационной группы определяется исходя из произведения суммарного баланса соответствующей амортизационной группы на начало месяца и норм амортизации. Стоимость всех объектов, включенных в амортизационную группу, формирует ее баланс, который ежемесячно уменьшается на суммы, начисленные по этой группе амортизации. При этом для каждой из амортизационной групп установлена своя месячная норма амортизации.

Окончание табл. 41

Бухгалтерский учет	Налоговый учет
Достоинство. Данный способ обладает максимально возможной скоростью снижения абсолютных значений начисленной амортизации. **Недостаток.** Увеличивает себестоимость продукции в первые годы эксплуатации основных средств **4. Способ списания стоимости пропорционально объему продукции (работ).** Сумма амортизационных отчислений определяется исходя из натурального показателя объема продукции (работ) в отчетном периоде и соотношения первоначальной стоимости основного средства и предполагаемого объема продукции (работ) за весь срок полезного использования основного средства. **Достоинство.** Позволяет максимально эффективно отразить фактическую интенсивность использования основных средств. Эффективен при начислении годовой амортизации пропорционально пробегу автотранспортного средства. **Недостаток.** Сложно оценить ожидаемый объем производимой продукции. Не всегда обеспечивает полный перенос стоимости основных средств на производимый продукт	Например, для 1-й группы — 14,3 %; для 2-й — 8,8 %, для 3-й — 5,6 % и т. д. Если суммарный баланс амортизационной группы составит менее 40 тыс. руб., то в следующем месяце такая группа ликвидируется, и значение суммарного баланса относится на внереализационные расходы. **Достоинство.** Эффективен в отраслях с высокими темпами морального износа основных средств. Позволяет ускорить процесс обновления основных средств в первые годы эксплуатации за счет более высоких сумм амортизационных отчислений и тем самым уменьшить налог на прибыль. **Недостаток.** Через определенный период времени эффективность нелинейного метода снижается. Поэтому если в амортизационной группе срок эксплуатации большинства объектов основных средств подходит к концу, то применять данный метод невыгодно. Применяется ко всем объектам основных средств, за исключением зданий и сооружений и передаточных устройств, относящихся к 8–10-й амортизационным группам.

*Составлено по: Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету «Учет основных средств» ПБУ 6/01 : приказ Мин-ва финансов РФ от 30.03.2001 г. №26н (в ред. от 16.05.2016 г.) [Электронный ресурс]. URL: http://docs.cntd.ru/document/901784528 ; Налоговый кодекс РФ. Ч. 2, от 05.08.2000 г. № 117-ФЗ (в ред. 03.04.2017 г.). [Электронный ресурс]. URL: http://docs.cntd.ru/document/901765862.

для целей налогового учета нужно подробно описать политику формирования доходов и расходов в отношении основных средств для правильного начисления налогов и выбрать метод начисления амортизации. Необходимо помнить, что в целях налогообложения прибыли по всему оборудованию можно применять либо только линейный метод начисления амортизации, либо только нелинейный метод. При этом, выбрав нелинейный метод начисления амортизации, организация может перейти на линейный метод только по истечении 5 лет. Перейти с линейного метода на нелинейный метод можно по истечении 1 года.

Практика показывает, что большинство предприятий используют линейный метод начисления амортизации, поскольку он арифметически проще и исключает несоответствие бухгалтерского и налогового учета. Выбор же нелинейного метода, с одной стороны, позволит предприятию начислить амортизационные отчисления в большем объеме, минимизировать налог на прибыль и тем самым получить более высокую чистую прибыль. С другой стороны, при выборе нелинейного метода процесс начисления амортизации становится более трудоемким, так как в бухгалтерском учете образуются временные разницы и отложенные налоговые обязательства в соответствии с ПБУ 18/02 «Учет расчетов по налогу на прибыль организаций»[20].

Кроме того, предприятие должно помнить, что в отношении зданий, сооружений и передаточных устройств, относящихся к 8–10-й амортизационным группам, может применяться только линейный метод начисления амортизации, а в отношении остальных амортизируемых основных средств — нелинейный метод. В связи с этим у организаций снижается интерес к применению нелинейного метода начисления амортизации, что делает данный метод непопулярным на практике. Поэтому предприятию при принятии

[20] Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету «Учет расходов по налогу на прибыль организаций» ПБУ 18/02 : приказ Мин-ва финансов РФ от 19.11.2002 г. №114н (в ред. от 06.04.2015 г.) [Электронный ресурс]. URL: http://docs.cntd.ru/document/901835069.

амортизационной политики необходимо оценить влияние выбранного метода начисления амортизации на финансово-экономические показатели его деятельности. В свою очередь, это будет способствовать увеличению инвестиционного потенциала предприятия.

Таким образом, в настоящее время в России в соответствии с Налоговым кодексом и другими нормативными документами предусмотрен достаточно широкий перечень методов налогового стимулирования инвестиционной деятельности.

Для повышения эффективности существующих налоговых стимулов в сфере инвестиционной деятельности в РФ и устранения рассмотренных выше проблем и недостатков их применения на практике необходимы следующие основные мероприятия:

1. В Налоговом кодексе РФ следует дать четкое определение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ, чтобы устранить неоднозначность его трактовки, в соответствии с положением по бухгалтерскому учету № 17/02 «Учет расходов на научно-исследовательские, опытно-конструкторские и технологические работы».

2. В целях повышения эффективности предоставления инвестиционного налогового кредита при осуществлении организацией НИОКР или технического перевооружения производства в наукоемких отраслях промышленности не начислять проценты на сумму кредита, а также предусмотреть возможность уменьшения на 100 % сумм налога, подлежащего уплате организацией, либо разрешить включать проценты, уплачиваемые предприятием по инвестиционному налоговому кредиту, в состав расходов, учитываемых при налогообложении прибыли.

Кроме того, следует помнить, что при осуществлении предприятием НИОКР на начальном этапе отсутствует выпуск готовой продукции, и оно не получает прибыли. Поэтому основная доля затрат приходится на заработную плату работников. Следовательно, было бы целесообразно включить взносы в социальные внебюджетные фонды, уплачиваемые предприятием за этих работников, в состав платежей, которые уменьшают налог при получении инвестиционного налогового кредита, — это скажется на повышении

привлекательности данного метода налогового стимулирования и его эффективности.

3. Провести мероприятия по совершенствованию методов начисления амортизации основных средств в целях бухгалтерского и налогового учета, поскольку именно амортизация, наряду с чистой прибылью, остающейся в распоряжении предприятия, являются основными собственными источниками воспроизводства основных фондов.

В законодательстве России, казалось бы, предусмотрен широкий выбор методов начисления амортизации, которые могли бы использовать предприятия в целях стимулирования инвестиций в основной капитал. Прежде всего, это нелинейный метод начисления амортизации, механизм ускоренной амортизации и «амортизационная премия», применяемые в целях налогообложения прибыли и позволяющие более быстрыми темпами переносить стоимость основных средств на расходы и уменьшать налог на прибыль. Однако российская практика показывает, что различия способов начисления амортизации при бухгалтерском и налоговом учете приводят к тому, что на практике предприятия во избежание трудоемкости начисления амортизации выбирают линейный метод как наиболее простой. Основным недостатком линейного метода начисления амортизации является то обстоятельство, что данный метод не способствует обновлению основных фондов, поскольку не учитывает моральный износ оборудования и в определенный период времени увеличиваются затраты на его обслуживание и ремонт.

При выборе нелинейного метода начисления амортизации в соответствии с налоговым учетом предприятия сталкиваются с двумя моментами:

1) положительный момент — предприятия могут начислять амортизацию в большем объеме и тем самым легально уменьшать налоговую базу по налогу на прибыль, что приводит к уплате налога на прибыль в меньшем размере и получению более высокой чистой прибыли, остающейся в распоряжении предприятия;

2) негативный момент — процесс начисления амортизации становится более трудоемким, поскольку в бухгалтерском учете

образуются временные разницы и отложенные налоговые обязательства в соответствии с ПБУ 18/02 «Учет расчетов по налогу на прибыль организаций»[21].

Поэтому мы считаем, что необходимо внести коррективы в Налоговый кодекс РФ и разрешить предприятиям, помимо линейного и нелинейного способа начисления амортизации, применять предусмотренные в соответствии с ПБУ 6/01 «Учет основных средств»[22] методы начисления амортизации. Это позволит предприятиям, которые получают максимальную прибыль в первый год эксплуатации оборудования, упростить ведение бухгалтерского и налогового учета для тех объектов основных средств, которые быстро устаревают морально, и избежать дополнительных затрат на обслуживание и ремонт оборудования.

Совершенствование существующих методов налогового стимулирования инвестиционной деятельности в РФ должно быть направлено на упрощение их применения на практике, достижение их удобства и прозрачности. В свою очередь, это позволит упростить оценку их эффективности и оценку налоговых потерь бюджета в результате введения и применения на практике налоговой льготы.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение инвестиционной политики.
2. Государственное регулирование инвестиций и инвестиционная политика — это равнозначные термины?
3. Назовите цель инвестиционной политики государства и ее основные задачи.

---

[21] Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету «Учет расходов по налогу на прибыль организаций» ПБУ 18/02 : приказ Мин-ва финансов РФ от 19.11.2002 г. №114н (в ред. от 06.04.2015 г.).

[22] Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету «Учет основных средств» ПБУ 6/01 : приказ Мин-ва финансов РФ от 30.03.2001 г. №26н (в ред. от 16.05.2016 г.) [Электронный ресурс]. URL: http://docs.cntd.ru/document/901784528.

4. Назовите факторы неэффективного регулирования инвестиционной деятельности в РФ.

5. Охарактеризуйте механизм реализации инвестиционной политики государства.

6. Какие финансовые инструменты используются при прямых методах государственного регулирования инвестиционной деятельности?

7. Какие финансовые инструменты используются при косвенных методах государственного регулирования инвестиционной деятельности?

8. Что такое отраслевая инвестиционная политика? Назовите этапы ее осуществления.

9. Назовите основные принципы формирования и реализации инвестиционной политики государства. Дайте краткую характеристику каждого принципа.

10. Что такое финансово-кредитный механизм регулирования инвестиций?

11. Какова роль финансово-кредитного механизма регулирования инвестиций в схеме управления инвестиционными отношениями в экономической системе? Дайте характеристику каждому элементу финансово-кредитного механизма регулирования инвестиций.

12. Какие мероприятия необходимо провести для повышения эффективности существующих налоговых стимулов в сфере инвестиционной деятельности в РФ?

Список рекомендуемой литературы

Борисов О. И. Благоприятный налоговый климат для инновационной деятельности как антикризисная мера в России и зарубежных странах / О. И. Борисов // Налоги. 2011. № 3. С. 40–42.

Налоговый кодекс РФ. Ч. 1, от 31.07.1998 г. № 146-ФЗ [Электронный ресурс]. URL: http://base.consultant.ru

Налоговый кодекс РФ. Ч. 2, от 05.08.2000 г. № 117-ФЗ [Электронный ресурс]. URL: http://base.consultant.ru

О государственной поддержке субъектов инвестиционной деятельности в Свердловской области : закон Свердловской области № 43-ОЗ

от 30.06.2006 г. (в ред. от 17.10.2013 г. № 98-ОЗ) [Электронный ресурс]. URL: http://base.consultant.ru

Об установлении на территории Свердловской области налога на имущество организаций : закон Свердловской области № 35-ОЗ от 27.11.2003 г. (в ред. от 15.07.2013 № 69-ОЗ, с изм., внесен. законом Свердловской области от 06.02.2014 г. № 1-ОЗ) [Электронный ресурс]. URL: http://base.consultant.ru

Об утверждении государственной программы Свердловской области «Совершенствование социально-экономической политики на территории Свердловской области до 2020 года» : постановление Правительства Свердловской области от 29.10.2013 г. № 1333-ПП (ред. от 20.11.2013 г.) [Электронный ресурс]. URL: http://base.consultant.ru

Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету «Учет основных средств» ПБУ 6/01 : приказ Мин-ва финансов РФ от 30.03.2001 г. № 26н (ред. от 24.12.2010 г.) [Электронный ресурс]. URL: http://base.consultant.ru

Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету «Учет расходов по налогу на прибыль организаций» ПБУ 18/02 : приказ Мин-ва финансов РФ от 19.11.2002 г. №114н (ред. от 24.12.2010 г.): [офиц. сайт компании «Консультант Плюс»]. URL: http://base.consultant.ru

Рейтинговое агентство «РИА Рейтинг» : [аналит. сайт]. URL: http://vid1.rian.ru

Смородина Е. А. Налоговое стимулирование инвестиций в основной капитал в России / Е. А. Смородина // Финанс. журн. 2013. № 4. С. 157–167.

Территориальный орган Федеральной службы государственной статистики по Свердловской области : [офиц. сайт]. URL: http://sverdl.gks.ru

Федеральная служба государственной статистики : [офиц. сайт]. URL: www.gks.ru.

Федеральный закон № 212-ФЗ от 24.07.2009 г. (ред. от 02.07.2013 г.) [Электронный ресурс]. URL: http://base.consultant.ru

Глава 7
ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КЛИМАТ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ В УСЛОВИЯХ ДИНАМИЧНОЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СРЕДЫ

7.1. Инвестиционный климат: понятие, экономические факторы и методы оценки

Инвестиции создают проблемы не только для реципиента, но и для инвестора. Причем решив проблемы и преодолев колебания инвестора, реципиент способен значительно продвинуться на пути к достижению своей собственной цели — получению инвестиционных ресурсов.

Главная проблема для инвестора — получение полной информации, так как он должен решить, куда, в какой форме, на какой срок ему выгоднее и безопаснее вложить свой капитал. Для получения информации такого качества нужно провести тщательное исследование, при котором следует воспользоваться оптимальным методом выбора и оценки объекта.

Правительством Российской Федерации предприняты важные меры, направленные на улучшение инвестиционного климата для отечественных и иностранных инвесторов. В их числе падение темпов инфляции, уступки при налогообложении прибыли коммерческих организаций с иностранными инвестициями; освобождение от налога на добавленную стоимость и специального налога на импортируемое технологичное оборудование и запасные части к нему, а также предоставление льготных кредитов в иностранной валюте, полученных от иностранных банков и кредитных учреждений. Отменено ограничение количества расчетных (текущих) и бюджетных счетов предприятий, учреждений, организаций в банках или иных кредитных учреждениях.

Стоит отметить, что для обеспечения устойчивого развития в среднесрочной и долгосрочной перспективе стране необходимо решить фундаментальные проблемы. Они связаны с созданием

условий для развития человеческого капитала и роста трудовых ресурсов, ускоренным развитием инфраструктуры, повышением конкурентоспособности производства, институциональной системы. Сырьевой статус экономики в совокупности с кризисом власти угрожает перевернуть направление экономического развития. Перераспределение налоговой нагрузки с обрабатывающей промышленности на сырьевую, поддержка неторгуемого сектора с помощью урегулирования цен на энергоносители, защита конкуренции и стимулирование производства конкурентоспособных на внутреннем и внешнем рынках несырьевых товаров — такие предложения звучат уже давно. Для их реализации государство должно обеспечить защиту прав собственности, гарантированное исполнение законов и равенство всех экономических агентов перед ними, достойный уровень среднего образования, поддержку фундаментальной науки[1].

Модельная программа улучшения инвестиционного климата в субъекте РФ, предложенная Общероссийской общественной организацией «Деловая Россия», набирает обороты. Наибольшее внимание данная программа уделяет не финансовым параметрам, а созданию благоприятной для инвестиций административной среды, поскольку снятие или облегчение только одной проблемы — упрощения разрешительных и согласовательных процедур — сразу даст положительный эффект и улучшит инвестиционную привлекательность региона. Именно из-за административных барьеров и отсутствия культуры работы с инвесторами потенциальные риски не просто высоки, они неизвестны, что и формирует отрицательную инвестиционную привлекательность территории. Если одновремен-

[1] В государственных стратегиях и концепциях прописаны необходимые меры государственной поддержки, направленные на формирование и улучшение инвестиционного климата российской экономики, создание благоприятной административной среды, подготовленной для инвестиций инфраструктуры (в том числе индустриальных парков), механизмов привлечения инвестиций, их налогового стимулирования, на формирование привлекательных тарифных условий, решение кадровых проблем и даже стимулирование спроса на продукцию создаваемых инвесторами производств.

но с этим аспектом будут действительно созданы система финансовой и налоговой поддержки инвестиций, адекватные тарифные условия и т. п., поток инвестиционных ресурсов, новых технологий и инновационной продукции в реальный сектор экономики увеличится, что положительно отразится на экономическом и инновационном развитии российской экономики. Таким образом, эффективность инвестиционной деятельности зависит от системного подхода к каждому элементу (кластеру) инвестиционного процесса.

Решение проблемы финансирования реальных инвестиций в российскую экономику во многом зависит от российского рынка ценных бумаг, развитие которого будет осуществляться по мере преодоления инфляционных процессов и стабилизации производства.

Для обеспечения благоприятного инвестиционного климата большое значение имеет деятельность органов исполнительной власти субъектов РФ по финансированию реальных инвестиций и привлечению отечественных и иностранных инвестиций.

Инвестиционное сотрудничество России со странами ближнего зарубежья служит одним из основных средств стабилизации будущего развития экономики каждой страны. Последнее не может осуществляться успешно без согласованной экономической политики, учитывающей специализацию, кооперацию и производство тех видов продукции, какие необходимы этим странам.

Необходимо также создать условия для привлечения частных российских инвесторов в производственные объекты государств — участников СНГ, в продукции которых заинтересована Россия. В связи с этим целесообразно разработать со странами Содружества Независимых Государств концепцию инвестиционного сотрудничества и перехода на совместное финансовое обеспечение. Обеспечению благоприятного инвестиционного климата служит применение национального режима к иностранным инвесторам.

До последнего времени основной формой участия иностранного капитала в виде прямых инвестиций было создание совместных предприятий. Несмотря на существенное число зарегистрированных предприятий такого типа, размеры привлеченных ими зарубежных инвестиций невелики, а их роль в экономике незначительна.

Необходимо совершенствовать способы определения доли российских инвесторов в статусных капиталах совместных предприятий, разработать методики оценки зданий, сооружений, оборудования, земли, вкладываемых в качестве российской части фондов коммерческих организаций с иностранными инвестициями.

Для привлечения иностранных инвесторов к инвестиционной деятельности в части финансирования на конкретных территориях следует использовать программу создания свободных экономических зон. Обязательным условием увеличения объема капитальных вложений является наличие в российской экономике благоприятного инвестиционного климата. Теоретическими и практическими вопросами инвестиционного климата реального или финансового сектора экономики занимаются многие ученые, экономисты, практики. Под инвестиционным климатом понимается совокупность правовых, экономических, политических и социальных условий, определяющих привлекательность государства для зарубежных инвестиций. Каждое из них играет важную роль для характеристики инвестиционного климата страны.

Инвестиционный климат — это весьма сложное многомерное понятие. Оценка различных составляющих инвестиционного климата позволяет определить уровень инвестиционного риска, целесообразность и привлекательность осуществления вложений. Тенденции регионального развития привели к кардинальным изменениям привычной картины инвестиционного поля и предпочтений инвесторов. Мировой финансовый кризис заставил инвесторов переосмыслить приоритеты как с точки зрения оценки рисков, так и с точки зрения потенциала регионов. Сегодня в борьбе за инвестиции имеют шансы выиграть регионы с низкими «гуманитарными» рисками — криминальным, управленческим, социальным, а вот один из главных факторов инвестиционных предпочтений — инвестиционный потенциал — уже не столь актуален, но вечной ценностью остается уровень развития инфраструктуры.

Рассмотрим факторы, определяющие инвестиционный климат в России (рис. 40).

К первой группе факторов, определяющих инвестиционный климат, относятся правовые, в том числе стабильность, прозрачность и предсказуемость в отношении допуска на рынок и функционирования зарубежных инвестиций, особенности национального режима или режима наибольшего благоприятствования, формы государственных гарантий зарубежным инвесторам (в том числе защита от возможной национализации собственности). Эти факторы служат предварительным критерием оценки инвестиционного климата принимающей страны.

Рис. 40. Факторы, определяющие инвестиционный климат

Вторая группа — макроэкономические факторы, играющие наиболее существенную роль. К ним относятся следующие:

— емкость рынка принимающей страны, определяемая объемом ВВП в целом и объемом этого показателя на душу населения;

— уровень политического риска страны, который зависит от политической стабильности и демократического характера ее политической системы. Первый из этих показателей определяется устойчивостью правительства и состоянием экономики с точки зрения ожиданий населения. Второй показатель определяется уровнем демократического развития страны с точки зрения гарантий гражданских свобод и основных прав человека;

— динамика курса национальной валюты: повышение курса стимулирует приток прямых зарубежных инвестиций (ПЗИ), увеличение вывоза прибылей, полученных от этих капиталовложений; снижение курса, напротив, ведет к их уменьшению.

Третья группа факторов, определяющих инвестиционный климат страны, — географические и природно-климатические; они особенно важны при вложении инвестиций в добывающие отрасли и сельское хозяйство.

Четвертая группа факторов — предпринимательский климат страны. Для деятельности зарубежных инвесторов важны такие составляющие предпринимательского климата, как уровень издержек, специфика налоговой системы и размер налоговых ставок, система финансовых льгот, стоимость и уровень квалификации рабочей силы, уровень развития инфраструктуры, размер арендной платы и коммунальных услуг, административные процедуры, помощь местных властей в подборе кадров и др.

Неоднородность инвестиционного пространства России и рациональная дифференциация инвестиционного климата российских регионов позволяют наилучшим образом использовать инвестиционный капитал каждого субъекта РФ при централизованном регламенте финансировании из федерального бюджета, тем самым обеспечить экономический рост в инвестиционном бизнесе.

Инвестиционный климат российских регионов в условиях динамичной экономической среды постоянно меняется в ту или иную

сторону. Количественные характеристики инвестиционного климата российских регионов структурно показывают интегральный уровень инвестиционной привлекательности как факториального признака и инвестиционных рисков, инвестиционного потенциала, инвестиционной активности как результативного признака. Таким образом, совокупность инвестиционной привлекательности и инвестиционной активности составляет инвестиционный климат страны, региона, отрасти, предприятия.

Существует следующая система показателей оценки инвестиционного климата российских регионов[2]:

— максимальный потенциал — минимальный риск (1A),
— средний потенциал — минимальный риск (2A),
— пониженный потенциал — минимальный риск (3A1),
— незначительный потенциал — минимальный риск (3A2),
— высокий потенциал — умеренный риск (1B),
— средний потенциал — умеренный риск (2B),
— пониженный потенциал — умеренный риск (3B1),
— незначительный потенциал — умеренный риск (3B2),
— максимальный потенциал — высокий риск (1C),
— средний потенциал — высокий риск (2C),
— пониженный потенциал — высокий риск (3C1),
— незначительный потенциал — высокий риск (3C2),
— низкий потенциал — экстремальный риск (3D).

Обычная практика при составлении характеристики инвестиционного климата, расчете показателей, составлении заключений и прогнозов состоит в том, что они рассчитываются для России в целом. Такая методика подходит для характеристики страны с одинаковым уровнем развития ее регионов — тогда общая оценка будет более объективной для каждого из них. Показатели могут считаться достаточно верными, если они используются для сравнения России с другой страной, но они не могут стать обоснованием для принятия решения тем или иным инвестором вложить средства

[2] Распределение российских регионов по рейтингу инвестиционного климата представлено в прил. 11.

в какой-то конкретный проект, так как в каждом частном случае они не будут отражать действительной ситуации. При оценке инвестиционного климата учитываются следующие факторы:

— экономические условия (состояние макроэкономической среды, динамика ВВП, национальный доход, объемы производства промышленной продукции, инфляция, развитие высокотехнологичных производств, положение на рынке труда, ситуация в денежно-кредитной, финансовой, бюджетной, налоговой, валютной системах и т. п.);

— государственная инвестиционная политика (степень государственной поддержки иностранных инвестиций, возможность национализации иностранного имущества, участие в международных договорах, соблюдение соглашений, преемственность политической власти, устойчивость государственных институтов и эффективность их деятельности и т. д.);

— нормативно-правовая база инвестиционной деятельности (статус регламентирующих документов и порядок их корректировки, параметры ввода и вывода инвестиций из страны, налогового, валютного и таможенного режима, порядок создания, регистрации, деятельности, отчетности, слияния и ликвидации фирм, меры регулирования и контроля над их деятельностью, урегулирования споров);

— информационный, фактологический, статистический материал о состоянии различных факторов, определяющих инвестиционный климат.

Оценка различных составляющих инвестиционного климата позволяет определить уровень инвестиционного риска, целесообразность и привлекательность осуществления вложений временно свободного капитала. Методики оценки инвестиционного климата весьма разнообразны, внутреннее содержание зависит от специфики национальной экономической системы, целевых ориентиров стратегического развития экономики (табл. 42).

В настоящее время комплексные рейтинги инвестиционного климата стран мира периодически публикуются ведущими экономическими журналами мира: «Euromoney», «Fortune», «The Econo-

mist». Наиболее известной и часто цитируемой комплексной оценкой стран мира является рейтинг журнала «Euromoney», на основе этого рейтинга дважды в год (в марте и сентябре) производится оценка инвестиционного риска и надежности стран. Для оценки используется девять групп показателей: эффективность экономики; уровень политического риска; состояние задолженности; неспособность к обслуживанию долга; кредитоспособность; доступность банковского кредитования; доступность краткосрочного финансирования; доступность долгосрочного ссудного капитала; вероятность возникновения форс-мажорных обстоятельств и т. д.

При принятии решений портфельные инвесторы ориентируются на специальные финансовые или кредитные рейтинги стран. На разработке таких рейтингов специализируются наиболее именитые экспертные агентства «большой шестерки»: «Moody's», «Arthur Andersen», «Standart & Poor's», IBCA и др. Всем известны национальные рейтинги инвестиционного климата и рисков, которые периодически публикуются ведущими экономическими журналами мира («Euromoney», «Fortune», «The Economist»), а также агентствами «Moody's», «Standard & Poor's», IBCA. В таких усредненных рейтингах у нашей страны весьма незавидные места.

Таблица 42

Методики оценки инвестиционного климата

Название	Краткое содержание
Российская методика	Включает следующие показатели: — инвестиционная привлекательность; — инвестиционный потенциал; — инвестиционный риск; — инвестиционная активность
Американская методика	Включает в себя следующие агрегированные показатели: — деловая активность; — потенциал развития хозяйственной системы; — экономическая эффективность инвестиций; — основные составляющие налоговой политики
Японская методика	Используются описательные характеристики инвестиционного климата без количественных оценок

Проблема привлечения инвестиций из внешних источников неотделима от другой проблемы — вывоза капитала из страны. Инвестиционный климат — это одновременно характеристика привлекательности/непривлекательности страны для вложений из внешних источников и почти в такой же степени стремления образовавшегося в ней капитала остаться в стране или покинуть ее. Соответственно и кредитный рейтинг в той же мере, в какой он дает представление (как отмечалось, достаточно грубое) о целесообразности инвестирования, показывает уровень стремления к вывозу из страны образовавшегося в ней капитала.

Другая логика сводится к попыткам административно запретить вывоз капитала или, более того, наладить механизм изъятия того, что предназначено к вывозу. Эти попытки не выдерживают экономической критики. Очевидно, что их реализация привела бы к замкнутой экономике советского типа, первым событием в которой было бы резкое снижение объема внутреннего производства капитала и при этом его существенное обесценивание.

Востребованность капитала внутри страны — это такие возможности и условия развития бизнеса, при которых ему будет нужен этот капитал именно здесь. Следует различать проблемы, общие для всего бизнеса (доходность и защита капитала вместе со всеми определяющими их факторами) — они рассматриваются в следующих разделах, и частные, которые особенно остро стоят в отдельных отраслях.

Проблема улучшения инвестиционного климата в России имеет ярко выраженный системный характер. Трудно назвать область или аспект нашей политической, экономической, социальной жизни, который не имел бы существенного отношения к этой проблеме. Но системная проблема требует для своего эффективного решения системной разработки соответствующей программы, различные элементы которой должны быть четко скоординированы, а выполнение — строго контролироваться. Конечно, нередко полагаются на естественный ход событий (под которым обычно понимают действие стихийных рыночных сил) в надежде, что постепенно все само собой образуется. Такая «стратегия» вряд ли допустима

для России, потери которой в экономической сфере стали фактором социальной неустойчивости и при дальнейшем нарастании могут привести к развалу экономики.

Необходимость и важность инвестиций существовала всегда, даже в период командно-административной экономики, когда инвестиции рассматривались как капитальные вложения и распределялись между отраслями народного хозяйства на плановой основе. В условиях рыночной экономики их роль существенно возросла по причине того, что инвестиции по своей сути являются единственно возможным инструментом эффективного функционирования субъектов экономических отношений в условиях конкурентной борьбы.

Любому предприятию, для того чтобы быть конкурентоспособным в рамках своей отрасли и сферы деятельности, необходимо постоянно развиваться, осваивать новые рынки, технологии, внедрять современные стандарты качества продукции и корпоративного управления. Для реализации данных мероприятий необходимы значительные инвестиции. Для привлечения средств инвесторов каждое конкретное предприятие должно быть инвестиционно привлекательным.

Иностранные компании, работающие в России, отмечают, что инвестиционный климат в регионах значительно улучшился в последние годы. Большую роль в этом процессе играет внедрение Регионального инвестиционного стандарта, разработанного Агентством стратегических инициатив (документ определяет требования к органам власти по работе с инвесторами), дорожных карт по улучшению инвестиционного климата и набора показателей эффективности деятельности в этой области, включаемых в оценку деятельности губернаторов. Вторым фактором, повышающим интерес регионов к иностранным инвестициям, является усиление региональной конкуренции за инвестиции на фоне ухудшения макроэкономической ситуации.

Перечисленные факторы привели к тому, что региональные власти начали уделять больше внимания как аспектам, связанным с инвестиционным климатом, так и взаимоотношениям с инвесто-

рами. Более половины респондентов считают, что органы исполнительной власти в регионах эффективно работают над улучшением инвестиционного климата. Оценка деятельности региональных органов власти в области развития инвестиционного климата в 2014–2015 гг. представлена на рис. 41[3].

Для значительного улучшения инвестиционного климата в России, по мнению представителей иностранного бизнеса, важно совершенствовать нормативно-правовую среду по следующим направлениям:

— активизация усилий по снижению административной нагрузки за счет сокращения бюрократических процедур. Респонденты признают, что Правительство РФ осознает важность указанных задач и реализует отдельные инициативы, направленные на улучшение ситуации в этой сфере (например, сокращение количества документов, сопровождающих выход продукта на рынок). Однако эти меры носят ограниченный характер, и уровень бюрократии

Рис. 41. Оценка деятельности региональных органов власти в области развития инвестиционного климата, %

[3] Результаты исследования основаны на опросе представителей иностранных компаний, являющихся членами Консультативного совета по иностранным инвестициям в России. См.: Инвестиционный климат в России: мнение иностранных инвесторов [Электронный ресурс]. URL: http://www.ey.com/blication/EY-investment-climate-in-russia-2015-rus/.pdf.

остается высоким. Необходимо дальнейшее упрощение процедур вывода продукции на рынок без ущерба для ее качества, а также уменьшение сроков взаимодействия бизнеса с государством;

— принятие мер по повышению прозрачности и эффективности законодательства за счет устранения избирательности правовой системы, создания предсказуемых правил игры для всех участников рынка. Следует устранить препятствия и неопределенности юридического характера, которые позволяют по-разному интерпретировать одну и ту же норму закона, что может быть использовано для создания искусственных барьеров. Для повышения прозрачности инвестиционного процесса необходимо исключить скрытые требования к инвесторам;

— дальнейшая либерализация миграционного законодательства, которая позволит привлечь высококвалифицированных иностранных специалистов — носителей международного опыта, что дает возможность использовать необходимые для работы технологии и знания, упростит ведение проектов в Российской Федерации;

— снижение уровня государственного контроля экономической деятельности компаний-инвесторов: отказ от устаревших норм промышленной безопасности, сокращение избыточных требований к сырью и продукции, гармонизация отечественных и международных стандартов сырья и продукции.

7.2. Инвестиционная привлекательность на макро- и микроэкономическом уровнях, ее основные элементы

Научные основы инвестиционной привлекательности заложены в самостоятельную экономическую категорию, главным образом характеризующуюся эффективностью использования имущества, способностью к саморазвитию на базе повышения доходности капитала и технико-экономического уровня производства.

Единства в понимании экономической сущности инвестиционной привлекательности среди ученых-экономистов до сих пор не су-

ществует. Одни считают, что инвестиционная привлекательность зависит от системы показателей, характеризующих финансовое состояние, что она формируется благодаря конкурентоспособности продукции, другие рассматривают инвестиционную привлекательность во взаимосвязи с оценкой эффективности инвестиций[4].

Некоторые ученые предлагают определение инвестиционной привлекательности субъектов хозяйствования проводить во взаимосвязи с оценкой эффективности инвестиций и инвестиционной деятельности: эффективность инвестиций определяет инвестиционную привлекательность, а инвестиционная привлекательность — инвестиционную деятельность. Чем выше эффективность инвестиций, тем выше уровень инвестиционной привлекательности и масштабнее инвестиционная деятельность, и наоборот[5].

Таким образом, понятие «инвестиционная привлекательность» означает наличие таких условий инвестирования, которые влияют на предпочтения инвестора в выборе того или иного объекта инвестирования. Объектом инвестирования может выступать отдельный проект, предприятие в целом, корпорация, город, регион, страна. Нетрудно выделить то общее, что ставит их в один ряд: наличие собственного бюджета и собственной системы финансирования.

В настоящее время инвестиционную привлекательность необходимо рассматривать на макро- и микроэкономическом уровнях, уделив при этом особое внимание отраслевому аспекту финансирования реальных инвестиций.

Инвестиционная привлекательность на макроэкономическом уровне формируется в зависимости от политической стабильно-

---

[4] Обобщено на основе: *Крейнина М. Н.* Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ в промышленности, строительстве и торговле. М. : Дело и сервис, 1994 ; *Крылов Э. И., Власова В. М., Егорова М. Г.* Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности предприятия. М. : Финансы и статистика, 2003 ; *Сергеев И. В., Веретенникова И. И., Яновский В. В.* Организация и финансирование инвестиций. М. : Финансы и статистика, 2003.

[5] *Сергеев И. В., Веретенникова И. И., Яновский В. В.* Указ. соч. С. 37.

сти и ее предсказуемости на будущее, а также от основных макроэкономических показателей, характеризующих состояние национальной экономики (уровня инфляции, темпа роста ВВП, объема выпуска важнейших видов продукции, ставки рефинансирования) и их прогноза на будущее. Кроме этого инвестиционная привлекательность зависит от наличия степени совершенства нормативных актов в области инвестиционной деятельности, налоговой системы и от социальной обстановки в стране. Инвестиционная привлекательность на макроуровне создает общий фон для инвестиционной привлекательности на региональном, отраслевом уровне и уровне отдельной организации.

Инвестиционная привлекательность на микроэкономическом уровне, т. е. региона, отрасли или отдельной организации, может существенно отличаться от общего фона из-за вступления в силу несколько иных факторов.

Инвестиционная привлекательность региона обусловлена степенью его индустриального развития, географическим расположением, природно-климатическими условиями, уровнем развития инфраструктуры, в том числе для инвестиционной деятельности, имеющихся льгот для инвесторов и степенью выгодности разработки полезных ископаемых. Определение инвестиционной привлекательности конкретной отрасли экономики представляет собой процесс комплексного исследования отраслевой экономической информации.

Рейтинг инвестиционной привлекательности страны (региона, отрасли или отдельного предприятия) включает следующие основные элементы: инвестиционный потенциал и инвестиционные риски (рис. 42).

В состав частных показателей, используемых для определения интегрального уровня инвестиционного потенциала региона (страны), входят различные характеристики трудового, производственного, финансового, институционального, инфраструктурного, потребительского, инновационного, природно-ресурсного комплексов региона и др. Инвестиционный потенциал учитывает основные макроэкономические характеристики, такие как насыщенность

территории факторами производства, потребительский спрос населения и другие параметры.

Трудовой потенциал характеризуется наличием трудовых ресурсов, обладающих определенным квалификационным уровнем и сформированными компетенциями.

Производственный потенциал характеризуется эффективностью производственной деятельностью региона.

Финансовый потенциал — это размер налоговой базы и уровень прибыльности промышленного сектора региона.

Институциональный потенциал — это наличие развитых институтов, фондов с высоким технологическим уровнем.

Инфраструктурный потенциал предполагает выгодное географическое положение региона.

Потребительский потенциал — это покупательская способность населения региона.

Инновационный потенциал характеризуется наличием в регионе современных технологий и развитием научно-исследовательского сектора.

Природно-ресурсный потенциал — это обеспеченность природными ресурсами, их достаточность для воспроизводства капитала.

Совокупный инвестиционный потенциал региона во всех предыдущих рейтингах складывался из восьми частных потенциалов, каждый из которых, в свою очередь, характеризуется целой группой показателей.

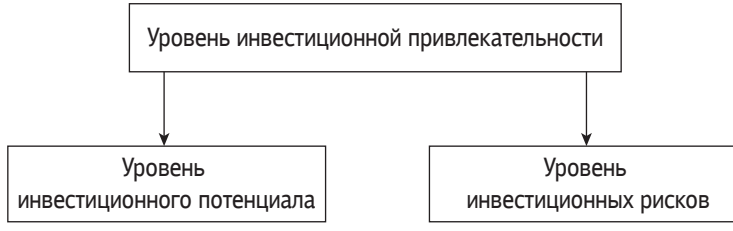


Рис. 42. Интегральный уровень инвестиционной привлекательности

При принятии инвестиционных решений необходимо пристальное внимание уделять анализу каждого элемента инвестиционного потенциала. При этом именно анализ инвестиционного потенциала способен предоставить в распоряжение инвестора ценные сведения о потенциальных возможностях инвестирования.

7.3. Методы оценки инвестиционной привлекательности

В условиях динамичной экономической среды оценка инвестиционной привлекательности осуществляется на уровне страны, региона, отрасли и предприятия.

Основными факторами, влияющими на инвестиционную привлекательность страны, являются интенсивность процессов формирования сбережений и уровень их использования в инвестиционном процессе, учетная ставка и ее динамика, темпы инфляции, инновационный аспект, уровень развития инвестиционного рынка, состояние экономики страны, государственное регулирование инвестиционных процессов, создание благоприятного инвестиционного климата.

Для оценки инвестиционной привлекательности региона необходимо учитывать следующие факторы: валовый региональный продукт на душу населения, удельный вес трудоспособного населения, среднедушевые денежные доходы, удельный вес прибыльных организаций, объем инвестиции в основной капитал.

При оценке инвестиционной привлекательности отрасли используют производственно-экономические показатели отрасли, к которым относятся индекс промышленного производства, индекс цен, количество действующих организаций, среднегодовая численность промышленно-производственного персонала, удельный вес материальных затрат, рентабельность продукции, фондоотдача, удельный вес прибыльных организаций. Кроме этого рассчитываются финансовые показатели: прибыль, ликвидность, коэффициент автономии. Особое внимание при оценке инвестиционной привлекательности отрасли уделяется факторам производства отрасли,

а именно уровню загрузки производственных мощностей, степени износа основных фондов, коэффициенту выбытия, а также показателям инвестиционной деятельности отрасли (индекс физического объема инвестиций в основной капитал, количество инвестиций на одного работающего, количество инвестиций на предприятие).

Для оценки инвестиционной привлекательности предприятия анализируются все показатели, определяющие финансовое состояние, рыночные позиции предприятия, динамику развития, уровень менеджмента, квалификацию персонала. Сначала определяются группы факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность предприятия, затем данные группы ранжируются по значимости на основе экспертных оценок. Вместе с тем определяются коэффициенты значимости каждого отдельного фактора в группе факторов, после чего суммируются все факторы с учетом влияния значимости каждой группы и каждого фактора в этой группе. Все полученные значения ранжируются, и определяются наиболее инвестиционно-привлекательные предприятия.

В условиях развития экономических отношений в корпоративном секторе экономики особый интерес представляет метод оценки на основе стоимостного подхода, где главным критерием инвестиционной привлекательности является рыночная стоимость компании. Когда предприятие (или его доли) становится объектом купли-продажи для инвесторов с целью управления им, его дальнейшего стратегического развития и перепродажи или выхода на рынок IPO, для привлечения дополнительного капитала применяется стоимостной метод оценки инвестиционной привлекательности предприятия.

В результате проведенного теоретического анализа различных методик оценки инвестиционной привлекательности отрасли (предприятия) предлагаем следующую систему показателей инвестиционной привлекательности отраслей экономики и отдельных предприятий (табл. 43). Вышеуказанные показатели выбраны не случайно, например, показатель «Степень износа основных производственных фондов» характеризует потенциальную востребованность в инвестиционных вложениях, а показатель «Финансовый результат дея-

тельности» показывает эффективность хозяйственной деятельности отрасли (предприятия) в целом.

Показатели инвестиционной активности отражают стремление к обновлению производства и реконструкции. В соответствии с данными показателями инвестиционной привлекательности составлен ее рейтинг (рис. 43).

Данная методология оценки инвестиционной привлекательности отраслей экономики (предприятий) не требует особых трудовых и финансовых затрат на сбор и формирование информации, поскольку она полностью базируется на информационных ресурсах, которые периодически публикуются в специальных официальных изданиях органов статистики.

В результате данного построения рейтинговой оценки инвестиционной привлекательности можно выявить круг отраслей или предприятий, определяющих макроэкономическое развитие

Рис. 43. Этапы построения рейтинга инвестиционной привлекательности

Таблица 43

Показатели оценки инвестиционной привлекательности

Отрасль	Предприятие
Производственный потенциал	
Доля отрасли в объеме отгруженной продукции. Отношение отгруженной продукции к произведенной. Выработка на одного работающего. Доля отрасли в основных производственных фондах (ОПФ). Коэффициент обновления ОПФ. Степень износа основных фондов	Объем выпускаемой продукции. Объем выпускаемой (отгруженной) продукции отрасли. Отношение отгруженной продукции к произведенной. Выработка на одного рабочего. Коэффициент обновления ОПФ. Степень износа основных фондов
Финансовые результаты деятельности	
Финансовый результат деятельности. Доля прибыльных (убыточных) организаций. Общая рентабельность. Коэффициент текущей ликвидности. Доля просроченной кредиторской задолженности. Доля просроченной дебиторской задолженности	Показатели эффективности финансовой деятельности. Показатели деловой активности организации. Показатели платежеспособности. Показатели финансовой устойчивости

Окончание табл.43

Отрасль	Предприятие
Инвестиционная активность	
Доля отрасли в инвестициях в основной капитал. Динамика инвестиций в основной капитал. Доля инвестиционно-активных организаций отрасли. Доля собственных средств в источниках инвестирования. Доля кредитов в привлеченных средствах	Инвестиции в основной капитал организации. Доля организации в инвестициях в основной капитал отрасли. Доля собственных средств в источниках инвестирования
Трудовой потенциал	
Доля занятых в отрасли работников. Коэффициент прибытия и выбытия рабочей силы. Среднемесячная заработная плата на одного работника. Отношение задолженности по заработной плате к фонду оплаты труда	Доля занятых работников в организации в общей численности занятых в отрасли. Коэффициент прибытия и выбытия рабочей силы. Среднемесячная заработная плата одного работника

государства и, в свою очередь, требующих внимания и поддержки со стороны органов власти и финансирования.

Все перечисленные выше методики оценки инвестиционной привлекательности предприятий в основном предназначены для стратегических инвесторов, целью которых является не краткосрочное вложение капитала и получения дохода, а управление им и его операционной деятельностью.

7.4. Оценка интегрального уровня инвестиционной привлекательности российских регионов

Оценивая инвестиционную привлекательность с точки зрения дохода и риска, можно утверждать, что наличие дохода от вложения средств при минимальном уровне риска есть экономический эффект.

Характеризуя инвестиционную среду и инвестиционную активность, можно рассмотреть инвестиционную привлекательность во взаимосвязи с компонентами экономического развития (рис. 44).

Инвестиционная активность предполагает определенную степень привлечения инвестиций и измеряется как комплексный (интегральный) показатель, характеризующий эффективность привлечения денежных средств. Инвестиционная активность является результатом двух факторов осуществления инвестиционной деятельности — это инвестиционный потенциал и инвестиционные риски. Оценкой инвестиционного потенциала и инвестиционного риска и в дальнейшем принятием управленческого решения занимаются собственники бизнеса, топ-менеджеры. Безусловно, на уровень инвестиционной активности могут влиять такие макроэкономические факторы, как низкая конкурентоспособность продукции (услуг), коррупционная составляющая, административные барьеры для ведения бизнеса, статус сырьевой национальной экономики, вывоз капитала, высокая зависимость от цены на нефть на мировом рынке, высокая изношенность основных фондов.

Становится очевидным, что чаще всего термин «инвестиционная привлекательность» используется для оценки целесообразности вложений в тот или иной объект, выбора альтернативных вариантов и определения эффективности размещения ресурсов. Надо отметить, что определение инвестиционной привлекательности направлено на формирование объективной целенаправленной информации для принятия инвестиционного решения. Поэтому при подходе к ее оценке следует различать термины «уровень экономического развития» и «инвестиционная привлекательность». Если первый определяет уровень развития объекта, набор экономических показателей, то инвестиционная привлекательность характеризует состояние объекта, его дальнейшее развитие, перспективы доходности и роста.

Инвестиционная привлекательность региона обусловлена степенью его индустриального развития, географическим расположением, природно-климатическими условиями, уровнем развития инфраструктуры, в том числе для инвестиционной деятельности, имеющимися льготами для инвесторов и степенью выгодности разработки полезных ископаемых. Как показывают исследования, на сегодняшний день одни и те же регионы лидируют и по уровню

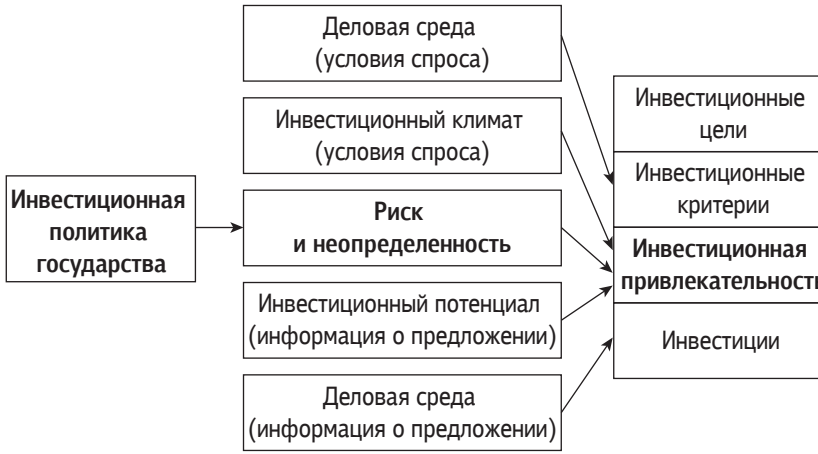


Рис. 44. Схема влияния государства на инвестиционную привлекательность

инвестиционной привлекательности, и по уровню инвестиционной активности. Инвестиционная привлекательность регионов России характеризуется интегральными показателями инвестиционного потенциала и инвестиционного риска. Инвестиционный климат и рейтинг инвестиционной привлекательности регионов России в 2016 г. представлен в прил. 12–14.

Особое место в системе инвестиционной привлекательности занимают инвестиционные риски[6]. Общий показатель потенциала или риска рассчитывается как взвешенная сумма частных видов потенциала или риска. Показатели суммируются, каждый со своим весовым коэффициентом. Итоговый ранг региона рассчитывается по величине взвешенной суммы частных показателей.

Ранг каждого региона по каждому виду потенциала зависит от количественной оценки величины его потенциала как доли (в процентах) в суммарном потенциале всех регионов. В настоящее время, кроме определения ранга инвестиционного потенциала, в каждом субъекте Федерации выделяют регионы-лидеры[7] и регионы-аутсайдеры[8].

Инвестиционную привлекательность отрасли экономики характеризуют качество и конкурентоспособность выпускаемой продукции, доходность продаж, уровень прибыльности используемых активов, доходность собственных средств и инвестированного капитала, резервы повышения производственного, финансового, инвестиционного и трудового потенциала.

---

[6] Инвестиционный риск — вероятность неполной реализации инвестиционного потенциала региона (а для инвестора — вероятность потери инвестиций или дохода от них), обусловленная наличием в регионе внешних по отношению к инвестиционной деятельности негативных социально-политических и экологических условий ее осуществления.

[7] Анализ периодических изданий показывает, что лидирующие позиции в инвестиционном потенциале занимают такие регионы, как Чеченская Республика, Республика Северная Осетия — Алания, Пермский край, Забайкальский край, Чувашская Республика, Тамбовская область, Кабардино-Балкарская Республика, Белгородская область.

[8] К ним относятся Республика Коми, Ивановская область, Новгородсткая область, Республика Карелия, Астраханская область, Томская область.

Инвестиционная привлекательность отрасли экономики представляет собой обобщенную характеристику перспективности, выгодности, эффективности и минимизации риска вложений инвестиций. Изучение инвестиционной привлекательности отдельных отраслей экономики направлено на исследование их конъюнктуры, динамики и перспектив развития потребностей общества в продукции. Именно они определяют приоритеты в развитии отдельных отраслей. Так, например, в России приоритетными отраслями являются транспорт, энергетика и ЖКХ, социальная сфера и индустрия (прил. 15).

Инвестиционная привлекательность отдельной организации зависит от показателей эффективности деятельности, ликвидности, платежеспособности и финансовой устойчивости. Кроме этого на инвестиционную привлекательность предприятия влияют возможные перспективы развития и сбыта продукции, репутация (имидж) на внутреннем и внешнем рынках.

Еще недавно инвесторы рассматривали в ряду наиболее привлекательных факторов инвестирования производственный, потребительский и инфраструктурный потенциал регионов. В настоящее время, как показывают вышепредставленные аналитические данные, лидерские позиции занимает трудовой потенциал. Дефицит квалифицированных кадров — от рабочих до ведущих сотрудников управляющего звена — во время кризиса нисколько не сократился. Более того, сегодня менеджеры компаний все чаще видят в кадровой проблеме одно из ключевых препятствий для развития бизнеса. Неудивительно, что регионы, способные обеспечить инвестора персоналом должного уровня, выигрывают конкуренцию за привлечение капиталовложений.

По мнению инвесторов, возросла значимость инфраструктурного потенциала, существенно влияющего на издержки производства в российских условиях. Понятно, что реализация проектов, связанных со строительством новых инфраструктурных объектов, в кризис крайне затруднена. Так что сейчас при определении площадки для инвестиций бизнес в большей степени ориентируется на доступность уже имеющейся инфраструктуры.

На третье место вышел финансовый потенциал, что в нынешней ситуации представляется вполне естественным процессом ввиду нахождения и определения оптимальных и выгодных источников финансирования реальных инвестиций.

Мировой финансовый кризис существенно повлиял на мнение потенциальных инвесторов о значимости различных факторов риска. Сегодня наибольшие угрозы для инвесторов представляют коррупционно-криминальная составляющая инвестиционного риска и система управления, третье место сохранил социальный риск.

В кризисных условиях добросовестный инвестор и предприниматель старается сохранить бизнес посредством его оптимизации и реструктуризации, сокращения расходов, поиска новых рынков сбыта или производства новых видов продуктов. Коммерческие структуры, образованные региональными чиновниками, часто оказываются негибкими и нежизнеспособными при ухудшении внешних факторов экономического процесса. Это, как правило, подвигает региональную власть на криминальные методы борьбы с «неангажированными» конкурентами. Активизируется передел собственности, возобновляются случаи рейдерства, возрастает число правонарушений экономического характера.

С другой стороны, система регионального управления становится решающим позитивным фактором привлечения инвесторов. У значительного числа субъектов Федерации имеются разработанные программы финансирования инвестиций, позволяющие инвесторам вписываться в планы перспективного развития территории и, соответственно, получать господдержку. В ряде регионов созданы зоны особого благоприятствования для инвесторов как федерального, так и регионального уровня.

Законодательный риск утратил приоритетность в глазах инвесторов вследствие ограничения федеральной властью возможностей введения новых законодательных норм. Таким образом, произошло объединение регионального инвестиционного законодательства. В таких условиях некоторые субъекты Федерации даже пошли на отмену собственных региональных законов об инвестиционной деятельности, считая, что все нормы уже прописаны в федеральном законе. Вместе

с тем региональные власти стали более тщательно подходить к стимулированию инвесторов. В ряде регионов приняты нормативные акты, предписывающие обязательное проведение оценки эффективности инвестиционных проектов в качестве условия предоставления льгот инвесторам. Степень социального риска возросла в связи с сокращением в некоторых регионах рабочих мест, снижением доходов населения, а в ряде регионов еще и из-за неудовлетворительного функционирования жилищно-коммунального хозяйства.

В условиях глобализации мирохозяйственных связей и усиливающейся международной конкуренции устойчивость российской экономики во многом зависит от способности успешно конкурировать на мировом рынке. Глобальные изменения в мире, вызванные политическими и экономическими причинами, требуют инновационных подходов к социально-экономическому развитию страны в целом и российских регионов в частности.

Одним из средств нового видения экономического развития национальной экономики является кластерный подход. Сегодня практически каждый российский регион старается укрепить региональную экономику путем привлечения дополнительного капитала, т. е. инвестиций. Регионы с эффективно функционирующими кластерами (такими как инвестиционная привлекательность, инвестиционный потенциал, инвестиционный риск) имеют более высокие показатели в динамике развития, кластеризация является одним из наиболее перспективных направлений их экономического роста. В целом кластеризация как национальной экономики, так и инвестиционного рынка представляет собой перспективное направление повышения конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности.

Контрольные вопросы

1. Что такое инвестиционный климат?

2. Перечислите факторы, определяющие инвестиционный климат в России.

3. Какая существует система показателей оценки инвестиционного климата российских регионов?

4. Дайте краткую характеристику российской, американской и японской методик оценки инвестиционного климата.

5. В чем заключается проблема улучшения инвестиционного климата в России?

6. Что такое инвестиционная привлекательность?

7. В чем заключается интегральный уровень инвестиционной привлекательности?

8. Какие параметры рассматриваются в рамках инвестиционного потенциала?

9. Какова роль инвестиционной привлекательности при осуществлении инвестиционного бизнеса?

10. Что предполагает собой инвестиционная активность?

Список рекомендуемой литературы

Вдовин С. М. Инвестиционная привлекательность как фактор устойчивого развития региона / С. М. Вдовин // Экономический анализ: теория и практика. 2014. № 41 (392). С. 20–27.

Дуканич Л. В. Сравнительная оценка отраслевой инвестиционной привлекательности с территориальной привязкой: инструментально-методический подход / Л. В. Дуканич // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2015. № 5 (239). С. 2–9.

Колосниченко Е. А. Методический инструментарий оценки уровня инвестиционной привлекательности стартапов / Е. А. Колосниченко, Ю. Н. Степанова, А. В. Иванова // Экономический анализ: теория и практика. 2015. № 12 (411). С. 2–11.

Матраева Е. В. Методология статистического анализа инвестиционной привлекательности регионов РФ для иностранных инвесторов : монография / Е. В. Матраева. М. : Дашков и К, 2013. 312 с.

Мостовщикова И. А. Инвестиционная активность и инвестиционный портфель организации / И. А. Мостовщикова, И. А. Соловьева // Научный диалог. 2013. № 7 (19) : Экономика. Право. Политология. С. 58–70.

Мякшин В. Н. Факторы инвестиционной привлекательности региона и их оценка / В. Н. Мякшин // Региональная экономика: теория и практика. 2014. № 14 (341). С. 23–33.

Трифонов Ю. В. Учет влияния распределения риска между участниками проекта на его инвестиционную привлекательность / Ю. В. Трифонов, С. Н. Яшин, Е. В. Кошелев // Дайджест-Финансы. 2014. № 3 (231). С. 18–24.

Штефан М. А. Формирование многофакторного критерия оценки инвестиционной привлекательности организации / М. А. Штефан, О. Ф. Офицерова // Финансы и кредит. 2015. № 3 (627). С. 27–37.

Глава 8
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РИСКИ В УСЛОВИЯХ ИНТЕГРАЦИИ КАПИТАЛА

8.1. Понятие и виды инвестиционных рисков

Деятельность инвесторов, безусловно, зависит от состояния экономики. Отсюда следует, что понесенные ими потери могли быть существенно минимизированы, если бы в процессе инвестирования была выстроена система оценки рисков и управления ими. В условиях интеграции капитала степень риска возрастает по мере нарастания неопределенности, а также в связи с быстрой изменчивостью экономической ситуации не только внутри страны, но и в мире.

Инвестирование независимо от типа инвестиционных проектов неизбежно связано с неопределенностью. Любому инвестиционному проекту сопутствуют множество потенциальных угроз: непроверенные технологии, нехватка ресурсов, изменение целей и задач проекта и т. п. Обусловлено это тем, что всегда существует вероятность нежелательных событий. Управление инвестиционными рисками позволяет избежать потерь и убытков.

Понятие «риск» используется в различных науках, таких как право, философия, медицина и др. Подходы и методы определения риска опираются на предмет конкретной науки. В современном экономическом понимании **риск** — это угроза (вероятность) потери части своих ресурсов, недополучения доходов или появления дополнительных расходов в результате осуществляемой деятельности.

Риск можно разделить на предполагаемый и реальный. Предполагаемый риск — это ожидание события, которое может произойти, или определенного результата известного события. Например, предположения о риске инвестора при покупке ценной бумаги связаны с тем, какую прибыль он получит, и на этом этапе, возможно, он игнорирует реальный риск. Реальный риск связан непосредственно с конкретным проектом, он требует контроля и эффективного управления.

В отечественной экономической науке в настоящее время общепризнанное теоретическое положение об инвестиционном риске не сформировалось. Различные ученые и исследователи дают свое определение инвестиционного риска и определяют исходя из этого методы его оценки, пути и способы его уменьшения и предотвращения.

В широком смысле под **инвестиционным риском** понимается возможность недополучить запланированную прибыль в ходе реализации инвестиционного проекта. Объектом риска в таком случае будут выступать имущественные интересы инвестора.

Другими словами, инвестиционный риск — это вероятность отклонения фактического инвестиционного дохода от ожидаемого. А риск инвестиционного проекта — это возможность изменений условий реализации проекта, влияющих на его показатели.

Риск является постоянным элементом инвестиционной деятельности. Таким образом, любое инвестиционное решение должно основываться на оценке:

— собственного финансового состояния инвестора;
— целесообразности инвестирования;
— размера требуемых инвестиций;
— источников финансирования: собственные или заемные;

— уровня риска;
— методов управления инвестиционными рисками;
— отдачи от инвестиций.

Потери инвестора могут быть связаны с неисполнением третьими лицами принятых на себя обязательств, изменением экономической и политической ситуацией в стране осуществления инвестиций, действием обстоятельств непредвиденной силы (рис. 45).

Инвестиционные риски включают в себя риск упущенной выгоды, риск снижения доходности и риск прямых финансовых потерь (рис. 46).

Внешние и внутренние факторы могут вызвать такой вид инвестиционного риска, как **риск упущенной выгоды**. Риск упущенной выгоды — риск наступления косвенного финансового ущерба

Рис. 45. Факторы, влияющие на инвестиционный риск

в результате неосуществления какого-либо мероприятия. Изменившаяся ситуация на рынке может сделать планируемые инвестиции менее эффективными. Решение об инвестициях всегда принимается в конкретный момент времени, и из всех возможных вариантов выбирается наиболее эффективный. Но в ходе осуществления вложений оказывается, что изменившиеся обстоятельства создали другие варианты распределения доходов. И инвестор уже никак не может повлиять на уровень своих конечных выгод.

В ходе осуществления проекта также возможен **риск прямых финансовых потерь**. Он возникает вследствие недополучения прибыли (а иногда и вообще при ее отсутствии) или прямых потерь. Причинами возникновения такого риска могут быть как внешние факторы (снижение спроса на выпускаемую продукцию), так и внутренние факторы (плохая организация работы). Риск прямых финансовых потерь включает в себя:

а) *селективный риск* — риск неправильного выбора способов вложения капитала при осуществлении инвестиций. Другими словами, это риск неправильного выбора инструмента инвестирования;

Рис. 46. Виды инвестиционных рисков

б) *операционный риск* — риск, связанный с операциями на рынке (опасность потерь от биржевых и внебиржевых сделок);

в) *риск банкротства* — полная (или частичная) потеря собственного капитала инвестора.

Риск снижения доходности может возникнуть в результате уменьшения процентов и дивидендов по инвестициям, вкладам, ценным бумагам и т. п. Он включает в себя следующие виды:

а) *процентный риск* — опасность потерь для финансовых институтов в результате превышения процентных ставок, выплачиваемых ими по привлекаемым средствам, над ставками по предоставляемым средствам. Также сюда относится риск потерь инвесторов по дивидендам от ценных бумаг;

б) *кредитный риск* — риск неуплаты заемщиком долга и процентов;

в) *валютный риск* — это вероятность финансовых потерь в результате изменения курса валют, которое может произойти в период после заключения контракта;

г) *инфляционный риск* — риск, вызванный непредвиденным ростом издержек производства, обусловленных инфляционными процессами.

Из перечисленных выше видов риска риск банкротства можно рассматривать как крайнюю точку инвестиционного процесса, если его вероятность высока, то стоит отказаться от инвестирования в принципе.

8.2. Классификация инвестиционных рисков

Существует множество классификаций инвестиционных рисков. Они различаются по способу возникновения, по влиянию на результат и т. д. Одна из первых попыток классифицировать инвестиционные риски была предпринята Дж. М. Кейнсом. Он распределял риски по способу их возникновения. В своих работах он говорил о существенной взаимосвязи рассматриваемых рисков: инвестор стремится заработать на разнице между нормой рентабельности

и процентом по кредиту. Кредитор в то же время стремится максимально увеличить разницу между своей процентной ставкой и чистой нормой процента. Вследствие чего возникают «двойные» риски, что не всегда учитывают инвесторы.

Другая классификация по фактору возникновения предполагает деление инвестиционных рисков на **внутренние** и **внешние**.

Внутренние риски определяются непосредственной деятельностью предприятия. В связи с этим внутренние риски подразделяют на:

— *производственные* — связаны с особенностями внутренней организации деятельности предприятия (технологический процесс, уровень квалификации работников, организация поставок сырья и материалов и т. п.);

— *коммерческие* — эта группа рисков более узкая и зависит от конкретного объекта инвестирования. Они могут быть связаны с неправильно проведенными маркетинговыми исследованиями, недооценкой прямых и косвенных конкурентов, ошибочной ценовой политикой и т. п.

Риски, вызванные внутренними факторами, принято называть несистемными. В отличие от рисков, вызванных внешними причинами, внутренние риски поддаются снижению с помощью диверсификации объектов вложения денежных средств.

Внешние риски связаны с процессами, протекающими в социально-экономической системе, и оказывают постоянное воздействие на любые инвестиции. Риски, вызванные внешними факторами, принято называть системными. Такие риски сложно снизить с помощью диверсификации объектов инвестиций.

Среди внешних рисков выделяют:

— *экономические* — связанные с процессом производства и реализации товаров и услуг, обусловленные конъюнктурой рынка, макроэкономическими процессами как внутри страны, так и за рубежом и др. В свою очередь, экономические риски включают инфляционные (дефляционные), валютные, процентные и структурные риски;

— *политические* — связаны с политической обстановкой в государстве, со сменой политического курса, введением запретов;

— *законодательные* — связаны с изменением действующих норм, законов и нормативных актов, изменением налогового законодательства;

— *природные* — связаны с возможными стихийными бедствиями;

— *отраслевые* — зависят от развития отдельных отраслей хозяйства.

Другая классификация инвестиционных рисков — классификация по уровням рисков (рис. 47). Выделяют безрисковые, низкорисковые, среднерисковые и высокорисковые инвестиции.

Безрисковые инвестиции характеризуются отсутствуем реального риска потери капитала или ожидаемого дохода и практически гарантированным получением инвестиционной прибыли. Такие инвестиции имеют самую низкую доходность.

Низкорисковые инвестиции характеризуют вложения капитала в объекты инвестирования, риск по которым значительно ниже среднерыночного уровня риска (т. е. на рынке в среднем более рисковые активы). В данную группу обычно входят государственные инвестиции, вклады в банках.

Рис. 47. Зависимость уровня риска от доходности инвестиций

Среднерисковые инвестиции — уровень риска данных инвестиций соответствует среднерыночному.

Высокорисковые инвестиции — уровень риска этой группы существенно превышает среднерыночный. По инвестициям данной группы ожидается наивысший уровень дохода.

По характеру воздействия рисков на результат разделяют спекулятивные, чистые и нейтральные риски. Спекулятивные риски означают возможность получения убытков или нулевого результата. Чистые риски имеют вероятность получить как положительный, так и отрицательный результат, а нейтральные не оказывают влияния на ожидаемый результат инвестирования.

В основу построения еще одной классификации заложена мысль о том, что страхование — это наиболее распространенный инструмент защиты от рисков. Поэтому риски можно разделить на подлежащие страхованию и не подлежащие страхованию (нестрахуемые).

Помимо описанных разновидностей рисков, выделяют и другие классификации, встречающиеся в различных источниках литературы: деловой риск, риск ликвидности, юридический риск. Однако все рассмотренные риски не являются специфичными только для инвестиционной деятельности.

Анализ многочисленных попыток классифицировать инвестиционные риски позволяет выделить общие характерные подходы к исследованию рисков, их источников и последствий (табл. 44).

Помимо рассмотренных общепринятых классификаций, существуют также и другие подходы к классификации рисков. Американская фирма «IBC USA» выпускает популярное издание в области рисков — ежегодник по странам мира под названием «Political Risk Year-book», где оцениваются следующие риски: политический, финансовых трансфертов, экспорта, прямых инвестиций. Оценка уровня риска проводится по 12-балльной системе (от «A+» — лучшая оценка до «D-» — худшая оценка).

В заключение необходимо отметить, что перечисленные выше классификации в некоторой степени условны, так как провести четкую границу между отдельными видами инвестиционных рисков достаточно сложно. Ряд инвестиционных рисков находится во взаи-

мосвязи (коррелирует между собой), изменения в одном из них вызывают изменения в другом, что влияет на результаты инвестиционной деятельности. Кроме того, некоторые инвестиционные риски присущи только определенным отраслям. Так, риск, связанный с регулирующими органами, наиболее специфичен для банковских учреждений, а риск ликвидности актуален для производственных компаний.

Таблица 44

Классификация инвестиционных рисков

Классификационный признак	Название риска	Содержание риска
По фактору возникновения	Внутренние	Определяются деятельностью предприятия, делятся на производственные и коммерческие
	Внешние	Связаны с процессами, протекающими в социально-экономической системе. Делятся на экономические, политические, законодательные, отраслевые, природные
По уровню риска	Безрисковые	Отсутствует реальный риск
	Низкорисковые	Риск по инвестициям ниже среднерыночного
	Среднерисковые	Риск по инвестициям на уровне среднерыночного
	Высокорисковые	Уровень риска по данным инвестициям существенно превышает среднерыночный
По возможности страхования	Страхуемые	Возможность количественного измерения
	Нестрахуемые	Невозможность количественного изменения и страхования
По характеру воздействия рисков на результат	Спекулятивные	Высокая возможность получения убытков или нулевого результата
	Чистые	Заключаются в вероятности получения как положительного, так и отрицательного результата
	Нейтральные	Не оказывают влияния на результат инвестирования

Окончание табл. 44

Классификационный признак	Название риска	Содержание риска
По видам предпринимательской деятельности	Финансовый	Характерны для банков и фондового рынка. Делится на риск ликвидности, информационный, валютный, процентный риски и др.
	Юридический	Риск изменения законодательства, плохой юридической проработки проекта
	Производственный	Риск непредвиденных простоев производства, выхода из строя производственных возможностей, нехватки необходимых ресурсов и др.
	Инновационный	Риск, связанный с инновационной деятельностью (возникает на этапе проекта до его реализации)
	Посреднический	Риск заключается в том, что лицо, принимающее решение, не влияет ни на процесс производства, ни на процесс реализации товаров или услуг

8.3. Оценка инвестиционных рисков

8.3.1. Неопределенность инвестиций и методы ее учета

Риск сопровождают следующие условия:

— неопределенность;

— выбор альтернатив (в том числе отказ от выбора);

— оценка возможностей реализации выбираемых альтернатив.

Риск любого инвестиционного проекта во многом обусловлен неопределенностью исходной информации. Под **неопределенностью инвестиционного проекта** обычно понимается неполнота, неточность или отсутствие исходной информации по проекту.

В зависимости от причин возникновения различают следующие виды **неопределенности:**

— информационная неопределенность, вызванная недостатком информации или ее неточностью;

— количественная неопределенность, обусловленная значительным числом факторов, влияющих на инвестиционный проект;

— стоимостная неопределенность, связанная с высокой платой за определенность;

— профессиональная неопределенность как следствие недостаточности профессиональных и специальных знаний у инвестора;

— неопределенность внешней среды, связанная с влиянием конкурентов на данный инвестиционный проект;

— ограничительная неопределенность, связанная с существенными ограничениями в ходе планирования и реализации инвестиционного проекта (например, ограничения по времени, по уровню издержек и т. п.).

Различия в понимании неопределенности во многом связаны с различным отношением к степени ее предсказуемости. Исходя из этого, введем следующую классификацию неопределенности:

1) измеримая неопределенность;

2) предсказуемая неопределенность;

3) полная неопределенность.

Измеримая неопределенность может быть описана статистическими закономерностями и имеет количественные характеристики. Ее еще называют статистической неопределенностью. Оценка измеримой неопределенности позволяет предусмотреть масштаб негативных последствий для инвестиционного проекта и оценить затраты на их предотвращение.

Предсказуемая неопределенность не имеет количественных характеристик, ей присущи только качественные характеристики. Чаще всего при таком виде неопределенности можно определить основные ее источники, но невозможно оценить вероятность их проявления и масштаб негативных последствий (рисков).

Полная неопределенность возникает тогда, когда невозможно установить все факторы, которые могут повлиять на результат инвестирования, и их взаимодействия, а следовательно, нельзя оценить масштаб негативных последствий.

Влияние различных видов неопределенности приводит к тому, что изначальные параметры и уровень дохода инвестиционного проекта могут существенно измениться. Факторы неопределенности приводят к возникновению новых условий, которые порождают возможность негативных последствий для участников проекта, т. е. возникают инвестиционные риски.

В зависимости от вида неопределенности выделяют несколько направлений ее учета (рис. 48).

Измеримая неопределенность учитывается в процессе технико-экономического обоснования инвестиционного проекта и при расчете рисковой премии при обосновании нормы доходности инвестиций. Обычно это направление связано с подготовкой исходной экономической информации по проекту.

Оценка измеримой неопределенности предполагает учет прогнозируемых затрат и затрат, связанных с реализацией мероприятий по снижению степени неопределенности. Например, преодоление неопределенности, связанной с работой оборудования, осуществляется за счет мероприятий по повышению качества оборудования, что вызывает рост цен на оборудование, а следовательно, увеличение инвестиционных издержек. При оценке неопределенности можно корректировать исходные параметры проекта с учетом риска и создавать определенные резервы.

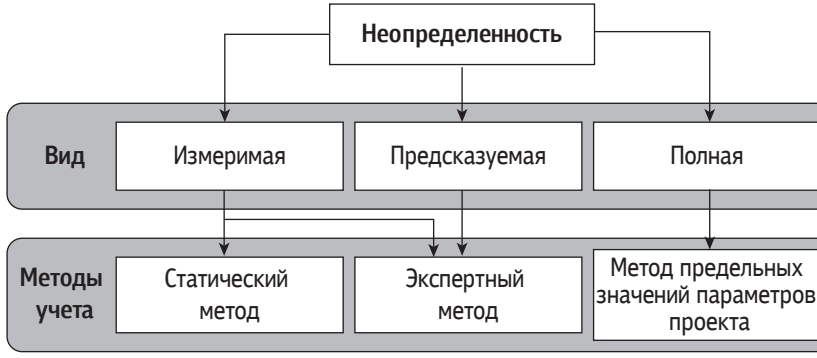


Рис. 48. Взаимосвязь видов неопределенности по степени предсказуемости и методов ее учета

Перечисленные выше примеры относятся к статистическим методам оценки измеримой неопределенности инвестиционного проекта. В целом большая доля информации о проекте, например, об отказах, авариях при эксплуатации, браке, сезонности и др., поддается вероятностной оценке, опирающейся на предыдущий опыт.

К статистическим методам относятся сценарный анализ и анализ чувствительности. *Сценарный анализ* предполагает построение нескольких сценариев: реалистичного, пессимистичного и оптимистичного. Эффективность инвестиционного проекта при сценарном анализе рассчитывается как

$$NPV = \Sigma NPV_i \cdot p_i, \quad (1)$$

где NPV — ожидаемый экономический эффект проекта; NPV_i — NPV при i-м сценарии; p_i — вероятность наступления i-го сценария.

Сложность применения данного метода состоит в том, что в условиях неопределенности точно определить вероятность тех или иных негативных событий невозможно.

Анализ чувствительности заключается в расчете и оценке влияния изменения показателей эффективности инвестиционного проекта при возможных отклонениях внешних и внутренних условий от запланированных.

При анализе чувствительности оцениваются внешние факторы, которые не могут быть изменены посредством управленческих решений, и их влияние на результат инвестиционного проекта. И рассчитывается эффективность инвестиционного проекта с учетом изменения этих факторов.

Данный метод позволяет оценить степень устойчивости инвестиционного проекта к различным факторам воздействия внешней среды, т. е. к различным видам риска. А также возможность выявить те виды риска, которые могут оказать наибольшее влияние на проект.

После проведения статистического анализа обычно в инвестиционный проект вносят следующие корректировки:

— корректировка нормы дохода;

— изменение размеров требуемых инвестиций;

— создание необходимых запасов, резервов денежных средств;

— коррекция условий взаимодействия участников инвестиционного проекта;

— страхование участников проекта и результатов реализации проекта от различных видов риска.

Некоторые виды измеримой неопределенности и предсказуемая неопределенность могут выявляться лишь на основе балльных оценок экспертов (например, риски изменения политической обстановки или поведения участников проекта). Однако оценка, не основанная на точных статистических методах, вносит субъективность в оценку рисков и эффективности проекта в целом.

Оценка неопределенности может производиться также с помощью метода предельных значений параметров проекта. Он заключается в том, что рассматриваются такие значения различных параметров проекта, при которых эффективность инвестиционного проекта равна нулю. Для оценки предельных значений параметров (цена готовой продукции, стоимость оборудования, объем производства и др.) вычисляют предельные интегральные уровни этих параметров, а именно коэффициенты к значениям этих параметров, при применении которых доход (*NPV*) проекта (или участника) становится нулевым.

Обычно оценивают эффективность проекта в зависимости от изменения следующих показателей:

— объема инвестиций;

— объема производства;

— издержек производства;

— процента за займ;

— уровня инфляции;

— курса национальной валюты;

— срока реализации проекта;

— других параметров, которые могут повлиять на результат проекта.

Проект считается устойчивым по отношению к предельным изменениям параметров, если *NPV* положителен и обеспечивается необходимый резерв финансовой реализуемости проекта.

Если при оценке предельных значений параметров проекта хотя бы одно из указанных условий не выполняется, обычно проводят более детальный анализ возможных изменений соответствующего параметра и далее этот параметр исключается либо уменьшаются риски его воздействия. Если и после более подробной оценки условия устойчивости проекта не выполняются, то при отсутствии дополнительной информации чаще всего рекомендуется отклонить проект либо, по возможности, снизить уровень неопределенности и оценить эффективность инвестиционного проекта более точными методами. Основные характеристики методов учета неопределенности инвестиционного проекта представлены в табл. 45.

Рассмотрев наиболее часто используемые методы учета неопределенности инвестиционного проекта, можно выявить их основные достоинства и недостатки. Рассмотренные выше методы основываются на оценке факторов неопределенности с точки зрения

Таблица 45

Основные характеристики методов учета неопределенности инвестиционного проекта

Метод учета неопределенности	Сильные стороны	Слабые стороны
Статистический метод	Высокая точность, относительная простота расчетов	Высокая трудоемкость, не подходит для всех видов неопределенности, высокая погрешность
Экспертная оценка	Подходит для тех видов рисков, которые нельзя измерить количественно; возможность учитывать несколько параметров проекта одновременно	Субъективность оценок
Метод предельных значений параметров проекта	Учитывает влияние отдельных параметров проекта на результат	Отсутствуют правила принятия решений; неизмеримые параметры остаются неизменными при оценке, что не всегда правильно

их влияния на конечный результат, т. е. устанавливают взаимосвязь различных факторов риска и размеров отклонений от конечного результата инвестиционного проекта.

8.3.2. Определение уровня риска инвестиций

Определение уровня риска инвестиций заключается в оценке рисков. *Оценка уровня риска инвестиций* — это определение количественным или качественным способом степени рисков, характерной для конкретного проекта. Оценка уровня риска является одним из важнейших этапов риск-менеджмента, так как для того, чтобы управлять риском, его необходимо изначально проанализировать и оценить (рис. 49).

Следует также отметить, что поиск и обработка информации — важный этап в определении уровня риска. Неполнота информации является одним из существенных факторов риска, поэтому в процессе оценки уровня риска к полноте и качеству информации предъявляются особые требования. Кроме того, принятие решений в условиях отсутствия информации — дополнительный источник финансовых потерь.

Источниками информации, используемой при оценке уровня риска, являются:

— финансовая отчетность компании;
— финансово-производственные планы компании;

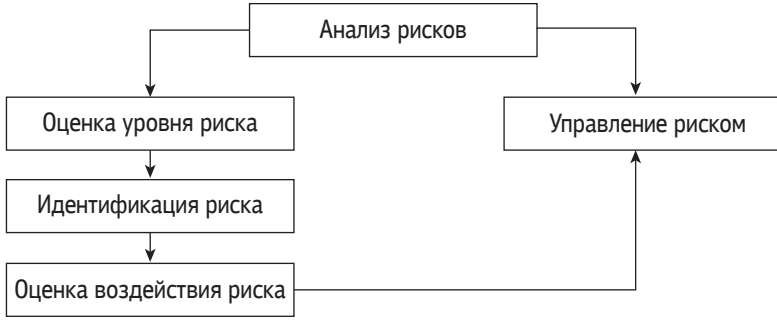


Рис. 49. Анализ рисков

— организационная структура компании;
— штатное расписание компании;
— количество контрагентов;
— себестоимость производства продукции.

В дальнейшем собранная информация оценивается двумя методами: качественным и количественным. *Качественный анализ* включает:

— выявление источников и причин риска;
— определение этапов и работ, при выполнении которых может возникнуть риск;
— прогнозирование негативных последствий от воздействия выявленных рисков;
— определение конкретных мероприятий, направленных на минимизацию выявленных рисков.

Другими словами, качественная оценка риска заключается в установлении потенциальных зон риска и идентификации всех возможных рисков, которые могут оказать существенное влияние на результат инвестиционного проекта. Преимущество данного метода состоит в том, что на начальном этапе анализа можно наглядно оценить степень рискованности инвестиционного проекта.

В процессе качественной оценки рисков анализируются причины возникновения конкретных видов рисков и факторы, влияющие на их развитие, затем дается стоимостная оценка ущерба от проявления данных рисков. Кроме того, разрабатывается система мероприятий, направленных на уменьшение негативного влияния выявленных рисков.

При качественной оценке уровня рисков чаще всего используют метод экспертных оценок. *Метод экспертных оценок* включает в себя комплекс логических и математико-статистических методов. Можно выделить следующие основные методы экспертных оценок, применяемые для оценки рисков:

— опросники — комплекс вопросов, связанных с различными категориями риска;
— SWOT-анализ — метод анализа, заключающийся в выявлении факторов внутренней и внешней среды организации и разде-

лении их на четыре категории: сильные стороны, слабые стороны, а также возможности, следующие из сильных сторон, и угрозы — из слабых;

— роза и спираль рисков — ранжирование рисков на основании качественных оценок факторов риска;

— метод Дельфи — комплексный метод оценки, основанный на опросах, интервью различных экспертов и сведении их результатов воедино. Он характеризуется анонимностью экспертов, что не дает возможности экспертам влиять на результаты оценки, исключает коллективный сговор или доминирование лидера.

Основными результатами качественной оценки уровня риска являются:

— определение реальных рисков проекта и его причин;

— анализ последствий при реализации выявленных рисков;

— разработка мероприятий по минимизации ущерба.

Результаты качественной оценки часто служат исходной информацией для осуществления количественной оценки уровня риска. *Количественная оценка риска* — это численное определение влияния отдельных видов рисков на результаты проекта. С помощью количественной оценки определяется вероятность наступления тех или иных видов риска и их последствий и допустимый уровень риска.

Количественный анализ уровня риска включает следующие этапы:

— определение вида риска и его характеристик;

— расчет диапазона возможных значений для отобранных переменных риска;

— определение уровня влияния риска на результаты проекта;

— анализ результатов оценки.

Существуют различные методы количественной оценки уровня риска, такие как вероятностный анализ, метод аналогов, метод построения дерева решений, анализ чувствительности проекта (табл. 46).

При вероятностном анализе совокупность предполагаемых значений делится на минимальные и максимальные. Таким образом,

задается диапазон возможных значений для каждой вида риска. Определение диапазона значений переменных заключается в расчете распределения вероятностей на основе данных, полученных при анализе аналогичных событий. Затем строится вероятностное распределение значений доходности и рассчитывается стандартное отклонение от средней доходности коэффициента вариации, который отождествляется со степенью риска инвестиционного проекта. Коэффициент вариации рассчитывают как отношение среднеквадратического отклонения к средней арифметической:

$$V = (\delta/e) \cdot 100\ \%, \qquad (2)$$

где V — коэффициент вариации; δ — среднеквадратическое отклонение; e — среднее арифметическое.

Чем выше коэффициент вариации, тем более рискованным является инвестиционный проект. В целом при применении данных методов оценка риска не считается однозначной и предопределенной,

Таблица 46

Количественные методы оценки уровня риска

Метод	Основные характеристики
Вероятностный анализ	Заключается в расчете вероятности возникновения определенных рисков. Вероятность рассчитывается на основе статистических данных предшествовавших периодов либо при реализации подобных инвестиционных проектов
Метод аналогов	Заключается в переносе результатов осуществления аналогичных проектов на разрабатываемый проект. Данный метод применяется только в том случае, если внутренняя среда и внешняя среда проектов схожи по большинству параметров
Метод построения дерева решений проекта	Заключается в пошаговом разветвлении этапов реализации проекта с оценкой рисков, затрат, ущерба, которые могут возникнуть на каждом этапе
Анализ чувствительности проекта	Заключается в оценке значений конечных параметров реализации инвестиционного проекта при различных значениях заданных переменных

так как риск является вероятностной оценкой. Поэтому при применении других методов оценки его величина может измениться.

Цель анализа чувствительности — определить влияние выбранных переменных проекта на уровень чистой приведенной стоимости (*NPV*) или на внутреннюю ставку доходности (*IRR*) инвестиционного проекта. На первом этапе оценки рассчитываются математические ожидания *NPV* и *IRR* данного проекта. Затем рассчитываются значения данных показателей при изменении одной базовой переменной, далее — при изменении двух и более переменных. По итогам оценки разрабатываются рекомендации для уменьшения влияния тех видов риска, которые оказывают существенное влияние на результаты проекта. После количественной оценки разрабатывается стратегия управления риском, а также меры предотвращения и уменьшения уровня риска.

Существуют и другие методы количественной оценки риска с учетом классификации рисков отдельных финансовых инструментов инвестирования. В данной главе представлены наиболее популярные и универсальные методы. Выбор конкретного метода оценки уровня инвестиционного риска зависит от информационной базы и требований к конечным результатам. При небольших проектах можно ограничиться качественной оценкой и анализом чувствительности, при крупных инвестиционных проектах, помимо качественной оценки, необходимо построить дерево решений, провести вероятностный анализ и воспользоваться методом аналогов. В целом методы анализа рисков следует использовать комплексно, применяя наиболее простые на начальной стадии, а более сложные и требующие дополнительной информации — при расчете конечной эффективности инвестиционного проекта.

8.4. Методы управления инвестиционными рисками

Актуальность инвестиционных рисков обусловила то, что управление риском стало выступать в качестве самостоятельного вида деятельности. К функциям риск-менеджмента относят:

— прогнозирование и регулирование рисков;
— организацию работ по уменьшению риска.

Существует множество разнообразных методов, позволяющих снизить уровень риска и величину ущерба. Прежде чем минимизировать инвестиционные риски, их анализируют. На практике используют следующие методы анализа инвестиционных рисков, представленные в прил. 16. Для эффективного анализа инвестиционных рисков в деятельности субъекта экономических отношений применяется целый комплекс методов, что, в свою очередь, подтверждает актуальность разработки комплексного механизма управления рисками.

Система управления рисками делится на 3 этапа: оценка уровня риска, выбор методов управления риском, мониторинг результатов и совершенствование системы управления риском (рис. 50).

Так как допускается применение нескольких методов уменьшения рисков, важным является выбор наилучшего метода, направленного на минимизацию не только риска, но и затрачиваемых средств (денежных, временных и т. п.). После определения методов управления риском и осуществления специальных мероприятий обязательно проводится контроль результатов, служащий дальнейшему совершенствованию системы риск-менеджмента.

Разнообразие методов управления рисками связано с неоднозначностью понятия риска и наличием большого числа критериев их классификации. Кроме этого необходимо учитывать факторы, влияющие на уровень инвестиционных рисков (прил. 17).

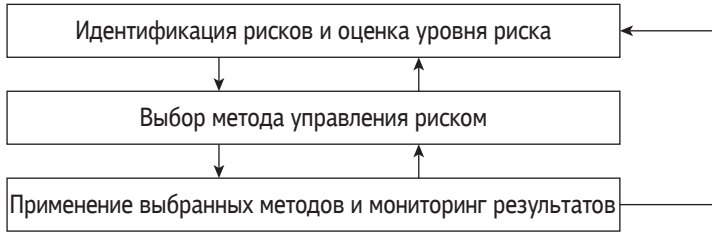


Рис. 50. Процесс управления риском

Условно их можно разделить на внешние факторы, к которым относятся санкционные риски, и внутренние факторы, к которым относится традиционная классификация основных рисков, возникающих в инвестиционном бизнесе.

В широком смысле в управлении инвестиционными рисками можно выделить методы минимизации негативного влияния рисков независимо от времени их наступления и методы управления рисками в зависимости от этапа проекта (рис. 51).

Методы управления рисками, зависящие от этапа проекта, подразделяются на:

— *дособытийные методы* — применяются до старта инвестиционного проекта с целью изменения существенных параметров риска (вероятность наступления, размеры ущерба). К дособытийным методам относятся методы трансформации рисков, которые препятствуют реализации риска. Эти методы еще называют превентивными мерами, они включают мониторинг посредников, отказ от использования посредников, разработку инструментов, способных компенсировать потери при неблагоприятном случае, изменение ключевых параметров проекта и т. д.;

— *послесобытийные методы* — применяются после наступления неблагоприятных событий и направлены на ликвидацию влияния последствий данных событий на результаты проекта. Эти методы чаще всего направлены на формирование финансовых

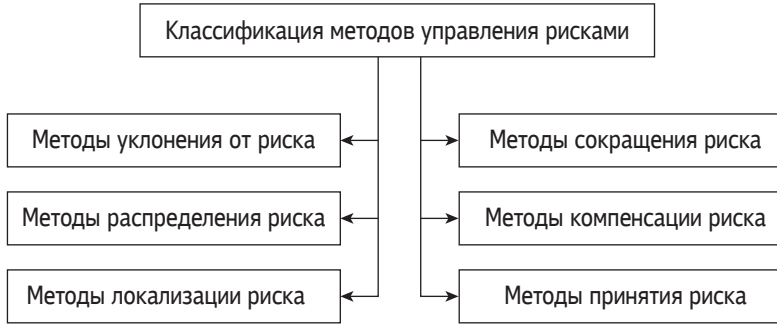


Рис. 51. Методы управления инвестиционными рисками

фондов, используемых для покрытия ущерба. К данным методам относят методы финансирования риска.

На минимизацию негативного влияния рисков направлены следующие методы:

1) уклонения от риска;
2) локализации риска;
3) сокращения риска;
4) распределения риска между участниками проекта;
5) компенсации риска;
6) принятия риска.

Метод уклонения от риска — один из наиболее популярных методов управления инвестиционными проектами, так как является наиболее простым. Часто он позволяет полностью избежать потерь, связанных с инвестиционным риском. Его применение эффективно, если отказ от одного вида риска не приводит к возникновению других видов риска, а также если уровень риска намного выше будущего дохода. Данный метод предполагает:

— исключение рисковых ситуаций из проекта;

— исключение взаимодействия с ненадежными или неизвестными контрагентами;

— отказ от участия в высокорискованных проектах (инновационных);

— страхование рисков;

— отказ от реализации инвестиционного проекта, если положительный результат не гарантирован.

Страхование рисков — распространенный метод управления рисками, он служит надежной защитой от неопределенности, а также повышает ответственность лиц, участвующих в проекте (должны соответствовать условиям страхового контракта).

Метод локализации рисков используются только в тех случаях, когда возможно идентифицировать риски и источники их возникновения. Данный метод заключается в том, что наиболее рискованные этапы инвестиционного проекта локализуются, затем над ними устанавливают контроль, тем самым снижается уровень риска. Метод локализации рисков чаще используют крупные компании

при осуществлении инновационных проектов, при запуске новых видов продукции или видов деятельности.

К методам локализации относится создание венчурных предприятий или специализированных структурных подразделений, где локализуется рисковая часть проекта. Иногда компания для реализации рискованных проектов заключает договор о совместной деятельности со сторонней фирмой.

Метод сокращения риска связан с проведением действий, направленных на уменьшение вероятности или последствий риска. К ним относят совершенствование систем контроля проекта, улучшение системы планирования, выбор качественных материалов и оборудования для реализации производства и т. п.

Метод распределения риска между участниками проекта заключается в том, чтобы перенести ответственность за риск на того участника проекта, который может лучше других прогнозировать и контролировать риски. В качестве партнеров могут выступать как предприятия, так и физические лица. Чаще риски распределяют между несколькими стратегическими партнерами. Это распределение осуществляется на этапе разработки финансового плана проектных документов. При этом распределение происходит таким образом, чтобы не было этапов, операций или работ с размытой или неоднозначной ответственностью. Распределение риска между участниками может быть как качественным, так и количественным.

Другие методы распределения риска — диверсификация и хеджирование.

Диверсификация заключается в увеличении количества различных объектов инвестирования с целью снижения уровня риска. Выделяются следующие методы диверсификации рисков:

— диверсификация видов деятельности компании — увеличение числа используемых технологий, расширение ассортимента товаров или услуг, которые не связаны между собой;

— диверсификация рынков сбыта — поставка товаров и услуг одновременно на несколько рынков. С помощью данного метода

можно компенсировать убытки на одном рынке сбыта с помощью роста продаж на другом;

— диверсификация поставщиков — закупка товаров и сырья от различных поставщиков для того, чтобы уменьшить зависимость компании от действий конкретной фирмы-поставщика;

— распределение риска во времени — распределение риска по этапам реализации проекта. Это способствует повышению уровня контроля этапов проекта и позволяет при необходимости оперативно корректировать риски;

— диверсификация инвестиций (вложений) — осуществление нескольких инвестиционных проектов, т. е. распределение средств между несколькими проектами для компенсации потерь, в случае если один из проектов окажется неудачным.

Важным условием для успешной диверсификации является независимость объектов вложения. Однако диверсификация направлена на снижение несистемного риска, с ее помощью не может быть сокращен системный риск, который связан с экономическими факторами.

В настоящее время распространенным способом снижения риска является хеджирование. *Хеджирование* позволяет исключить или ограничить риски, связанные с неблагоприятными изменениями курса валют, процентных ставок, цен на товары и услуги и др. Способами хеджирования являются форвардные операции, опционы.

Методы компенсации рисков заключаются в создании специальных систем предупреждения опасности. В целом методы компенсация рисков являются более трудоемкими и требуют сбора большого количества информации. Различают следующие методы компенсации рисков:

— стратегическое планирование, при этом разработка стратегии охватывает все сферы деятельности компании. Данный метод способствует устранению неопределенности, позволяет учесть появление рисков и разработать меры по их регулированию и другие мероприятия, направленные на сохранение устойчивости инвестиционного проекта;

— построение сценариев развития внешней среды. Этот способ предполагает прогнозирование развития различных событий во внешней среде компании (прогноз курса валют, поведения партнеров, уровня инфляции и т. п.);

— создание системы резервов. Этот метод заключается в создании внутри предприятия запасов сырья и материалов, свободных мощностей, а также резервных фондов денежных средств. Для некоторых инвестиционных проектов создание резервных фондов является обязательным.

Метод принятия риска связан с отсутствием каких-либо действий, направленных на уменьшение последствий реализации событий или вероятности наступления риска. Обычно этот метод используется, когда стоимость работ по снижению влияния риска превышает размер последствий его реализации. К способам принятия риска относят самострахование и создание резервов для покрытия возможных убытков.

Эффективность рассмотренных выше методов управления рисками определяется по ряду критериев:

1) все возможные риски были учтены;

2) проведенные мероприятия не повлекли возникновения новых непредвиденных рисков;

3) затраты на реализацию мер по уменьшению или нейтрализации рисков ниже, чем убытки, которые могли быть вызваны наступлением рисковой ситуации.

Выше были рассмотрены методы по управлению как внутренними, так и внешними рисками. Часто предприниматели используют прямые управленческие методы воздействия на управляемые факторы риска (планирование и прогнозирование, сбор информации, проверка контрагентов, создание резервов и т. д.). Если в инвестиционном проекте есть факторы, на которые инвесторы не могут оказать непосредственного влияния, то используются методы управления рисками, предполагающие привлечение внешних фирм (страхование, хеджирование и т. п.).

Контрольные вопросы

1. Понятие риска. Основные виды рисков.
2. Понятие инвестиционных рисков и их виды.
3. Классификация инвестиционных рисков.
4. Методы анализа и оценки рисков.
5. Способы защиты от инвестиционных рисков.
6. Способы отношения инвестора к риску.
7. Основные способы управления риском и их особенности.
8. Виды неопределенности и методы ее учета.
9. Какие величины используются для определения риска инвестиций в условиях неопределенности?
10. Если дисперсия доходности одного проекта широкая, а другого проекта узкая, какой проект более рискованный и почему?
11. Почему для оценки преимущества одного из двух различных проектов используют коэффициент вариации?
12. Как диверсификация уменьшает риск?
13. Основные показатели риска и их использование.
14. Недостатки качественной оценки риска.
15. Методы количественной оценки риска.
16. Методы управления инвестиционными рисками.
17. Подходы к минимизации степени риска.
18. Диверсификация рисков.
19. Хеджирование как способ передачи риска.
20. Способы хеджирования.
21. Страхование и его применение при управлении рисками.

Список рекомендуемой литературы

Андреев А. Ф. Оценка эффективности и рисков инновационных проектов нефтегазовой отрасли / А. Ф. Андреев, В. Д. Зубарева, А. С. Саркисов. М. : МАКС Пресс, 2007.

Васин С. М. Управление рисками на предприятии / С. М. Васин, В. С. Шутов. М. : КноРус, 2010.

Вишняков Я. Д. Общая теория рисков : учеб. пособие для студентов. высш. учеб. заведений / Я. Д. Вишняков, Н. Н. Радаев. М. : Академия, 2007.

Гранатуров В. М. Экономический риск: сущность, методы измерения, пути снижения / В. М. Гранатуров. М. : Дело и Сервис, 2002.

Евстигнеев В. Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии / В. Р. Евстигнеев. М. : Эдиториал УРСС, 2002.

Игошин Н. В. Инвестиции: организация, управление, финансирование / Н. В. Игошин. М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2005.

Ланcков А. В. Риски на предприятии: классификация, анализ и управление / А. В. Ланcков, Е. П. Фомин, В. А. Чумак. Самара : Изд-во Самар. гос. 'экон. ун-та, 2005.

Липсиц И. В. Экономический анализ реальных инвестиций / И. В. Липсиц, В. В. Коссов. М. : Экономистъ, 2004.

Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов : 2-е изд. / М-во эконики РФ, М-во финансов РФ, ГК по стр-ву, архитектуре и жилищной политике; рук. авт. кол.: В. В. Косов, В. Н. Лившиц, А. Г. Шахназаров. М., 2000.

Ример М. И. Экономическая оценка инвестиций / М. И. Ример, А. Д. Касатов, Н. Н. Матиенко. СПб. : Питер, 2007.

Фомичев А. Риск-менеджмент / А. Фомичев. М. : Дашков и К°, 2007.

Шапкин А. С. Теория риска и моделирование рисковых ситуаций : учебник / А. С. Шапкин, В. А. Шапкин. М. : Дашков и К°, 2005.

Chong Y. Investment Risk Management / Y. Chong. John Wiley&Sons Ltd., 2004.

Lhabitant F.-S. Hedge Funds: Myths and Limits / F.-S. Lhabitant, J. Wiley, N. Y., 2002.

Wong M. The Risk of Investment Products / M. Wong. World Scientific Publishing, 2011.

Gibson R. C. Balancing Financial Risks / R. C. Gibson. McGraw Hill, 2000.

Раздел IV
ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ

Глава 9
МЕСТО И РОЛЬ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ

9.1. Экономическая природа и сущность иностранных инвестиций

Продуманное инвестирование решает целый комплекс экономических задач на макро-, мезо- и микроуровнях, а также создает благоприятные условия для реформирования экономики и ее реструктуризации. Таким образом, целесообразно признать, что инвестиции являются элементом, обеспечивающим эффективное функционирование финансово-кредитной системы России.

Международное движение капитала развивается в различных формах с участием экономических субъектов разных стран. Интенсивные потоки капитала между странами и регионами мира вызывают рост объемов иностранных инвестиций в экономику практически всех стран.

Сложность исследования любого вопроса в области финансово-кредитных отношений связана с существованием ряда дискуссионных моментов и отсутствием в отечественной науке единого

мнения. В соответствии с этим важным является определение сущности экономических категорий.

Единства в понимании сущности иностранных инвестиций как экономической категории среди ученых и экономистов до сих пор не существует.

В современной экономической литературе зарубежных и российских авторов, а также в законодательных актах встречаются различные трактовки иностранных инвестиций, которые зачастую не раскрывают сущность этого сложного, многогранного понятия, а характеризуют одну из его сторон.

В соответствие с Законом РФ «Об иностранных инвестициях» иностранная инвестиция определяется как «*вложение иностранного капитала в объект предпринимательской деятельности на территории РФ в виде объектов гражданских прав при условии, что эти объекты не изъяты из оборота в РФ*».

Заслуженный деятель науки РФ, доктор экономических наук, профессор А.Г. Грязнова в финансово-кредитном энциклопедическом словаре дает следующую трактовку иностранным инвестициям: «…долгосрочные вложения имущественных и интеллектуальных ценностей иностранными инвесторами, а также зарубежными филиалами юридических лиц-резидентов в экономику страны-реципиента (принимающей), а также приобретение ими корпоративных или государственных ценных бумаг с целью получения прибыли или активов»[1].

По мнению доктора экономических наук, профессора П.И. Вахрина, иностранные инвестиции — это все виды вложений имущественных (денежных) и интеллектуальных ценностей иностранными инвесторами, а также зарубежными филиалами российских юридических лиц в объекты предпринимательской и других видов деятельности на территории России с целью получения последующего дохода[2].

---

[1] Финансово-кредитный энциклопедический словарь / под общ. ред. проф. А.Г. Грязновой. М. : Финансы и статистика, 2004. С. 356.

[2] *Вахрин П.И.* Инвестиции : учебник. 2-е изд., перераб. и доп. М. : Дашков и К, 2004. С. 354.

По отношению к отдельным странам следует различать иностранные и зарубежные инвестиции. *Иностранные инвестиции* — это вложения иностранных инвесторов в экономику данной страны, *зарубежные инвестиции* — вложения национальных экономических субъектов за рубежом.

С точки зрения профессора В. В. Ковалева, существуют различные формы, в которых может осуществляться выход на международные рынки и которые могут рассматриваться как альтернативные. Среди них наибольшее значение и распространение получили экспорт продукции, инвестиции в существующие или новые производственные объекты за границей, приобретение иностранных ценных бумаг, покупка концессий, торговых марок, патентов, лицензий и других нематериальных активов. Об иностранных инвестициях можно говорить в тех случаях, когда иностранный капитал вкладывается в активы национальных компаний или государств. В зависимости от того, в какие активы осуществляется вложение капитала, различают материальные, финансовые и нематериальные иностранные инвестиции[3].

Иностранные инвестиции представляют собой капитальные средства, вывезенные из одной страны и вложенные в различные виды предпринимательской деятельности за рубежом с целью извлечения предпринимательской прибыли или процента.

С *финансовой точки зрения* иностранные инвестиции представляют собой вложение капитала в различные виды предпринимательской деятельности за рубежом с целью извлечения предпринимательской прибыли, определенного контроля над управлением собственностью или получения процента.

С *правовой точки зрения* иностранные инвестиции — это иностранная собственность, имеющая соответствующий статус как в международном, так и в национальном праве.

---

[3] Инвестиции : учебник / А. Ю. Андрианов, С. В. Валдайцев, П. В. Воробьев ; отв. ред.: В. В. Ковалев, В. В. Иванов, В. А. Лялин. 2-е изд., перераб. и доп. М. : ТК Велби : Проспект, 2007. С. 532.

Мировой опыт показал, что иностранные инвестиции имеют ряд преимуществ перед другими формами финансирования развития экономики, основным из которых является дополнительный источник капитальных вложений в производство товаров и услуг, в ряде случаев осуществляемых в виде передачи технологии, ноу-хау, новых методов управления.

Независимо от уровня экономического развития любая страна стремится привлечь иностранные капиталы, получить прямые или косвенные эффекты от этих инвестиций. Наибольшую роль в привлечении средств играют макроэкономические факторы, в том числе емкость внутреннего рынка, валютная политическая стабильность, а также уровень развития инфраструктуры и квалификация рабочей силы. Кроме того, важна инвестиционная политика принимающей страны, обеспечивающая гарантии зарубежным инвесторам, эффективное и стабильное функционирование правовой системы.

Как и любое другое сложное экономическое явление, вложение иностранных капиталов может оказывать на национальную экономику как положительное, так и отрицательное воздействие.

К преимуществам иностранных инвестиций можно отнести:

— увеличение объема реальных капиталовложений, ускорение темпов экономического развития и улучшение состояния платежного баланса страны;

— использование местных сбережений для реализации эффективных проектов;

— привлечение местных капиталов и укрепление местного финансового рынка за счет использования его ресурсов в производительных целях;

— повышение уровня занятости, квалификации рабочей силы;

— расширение ассортимента выпускаемой продукции;

— сокращение валютных расходов на оплату импорта;

— расширение экспорта и поступления иностранной валюты;

— повышение уровня жизни и покупательной способности населения;

— развитие инфраструктуры и сферы услуг;

— усиление конкуренции в национальной экономике и снижение уровня ее монополизации;

— повышение доверия к стране, что позволит привлечь новых иностранных инвесторов.

К недостаткам или к отрицательным последствиям иностранных инвестиций относятся следующие моменты:

— репатриация капитала и перевод прибыли в различных формах (дивиденды, проценты и др.), что ухудшает состояние платежного баланса принимающей страны;

— усиление зависимости национальной экономики, угрожающее ее экономической и политической безопасности;

— игнорирование иностранными инвесторами местных условий и особенностей;

— возможная деформация структуры национальной экономики;

— усиление социальной напряженности, в частности, за счет более высокой оплаты труда на иностранных предприятиях;

— ухудшение состояния окружающей среды в результате перевода в страну «грязных» производств и нерациональное использование местных ресурсов.

Вышеперечисленные преимущества и недостатки иностранных инвестиций в экономику принимающих стран существуют лишь в теории. Любая принимающая страна, которая намерена развивать совместное предпринимательство с иностранными партнерами в соответствии с интересами национальной экономики, должна внимательно оценивать сложившуюся ситуацию по привлечению иностранного капитала, проводить разумную политику по регулированию иностранных инвестиций, которая позволила бы в полной мере использовать все положительные моменты и минимизировать недостатки инвестиционного процесса.

Национальная инвестиционная политика представляет собой совокупность правил и инструментов регулирования иностранных инвестиций. Инвестиционная политика — составная часть макроэкономической политики и соответствует ее отдельным направлениям (валютной, налоговой, денежно-кредитной политике и др.). В государственной и межгосударственной практике регулирования

капиталопотоков применяются инвестиционные режимы. Различают пять видов инвестиционных режимов:

1) режим наибольшего благоприятствования;
2) национальный режим;
3) режим недискриминации;
4) справедливый и равноправный режим;
5) режим прозрачности[4].

Режим наибольшего благоприятствования (РНБ) — это основная (стандартная) форма инвестиционных договоров. Его суть заключается в том, что принимающая страна относится к инвесторам одной страны не менее благоприятно, чем к инвесторам любой другой страны. Это так называемый минимальный международный стандарт РНБ, применяемый в международном праве. РНБ гарантирует инвесторам защиту от любой дискриминации в принимающей стране и, таким образом, является решающим фактором при создании равных конкурентных возможностей для инвесторов различных стран. РНБ применяется, как правило, в развитых странах и действует на стадии допуска зарубежных инвесторов, к ним относятся США, Швеция, Австралия, Бельгия.

На практике применяется более широкий РНБ, чем требует минимальный стандарт в рамках международного права, этот режим предполагает следующие исключения: во-первых, это исключение общего плана (например, в отношении национальной безопасности); во-вторых, это исключения, основанные на взаимных договоренностях (например, вопросы налогообложения, защиты прав интеллектуальной собственности); в-третьих, это особые исключения, принимаемые на односторонней основе.

Национальный режим — самый важный инвестиционный режим, используемый в последние годы, так как он определяет отношение принимающей страны к деятельности зарубежных инвесторов, поскольку чаще всего применяется на стадии функционирования инвестора. Стандартный национальный режим

[4] *Ливенцев Н. Н.*, *Костюнина Г. М.* Международное движение капитала (инвестиционная политика зарубежных стран) : учебник. М. : Экономистъ, 2004. С. 81.

сложнее всего установить, так как это связано с тонкими экономическими и политическими вопросами принимающей страны. В действительности национальный режим никогда не предоставляется без ограничений, особенно если речь идет о функционировании инвестиций. Таким образом, равные конкурентные возможности для национальных и зарубежных инвесторов на практике не создаются без изъятий.

Национальный инвестиционный режим — это предоставление зарубежным инвесторам режима, не менее благоприятного, чем для национальных предпринимателей (минимальный международный стандарт национального режима). Как правило, национальный режим относится к стадии функционирования зарубежных инвестиций. Некоторые двусторонние соглашения также распространяют этот режим на стадию допуска инвестиций, что ведет к инвестиционной либерализации благодаря отмене требований в отношении использования местных ресурсов (компонентов, рабочей силы) как условия допуска инвестора. Практически применение национального режима обязательно предполагает ограничение его масштабов на основе исключений. Общие исключения касаются здоровья населения, безопасности, общественной морали, национальной безопасности, хотя последние не всегда присутствуют во всех инвестиционных соглашениях, особенно двусторонних.

Например, законодательство Мексики предполагает исключения в следующих отраслях:

— стратегические отрасли: нефтедобыча, нефтехимическая индустрия;

— электроэнергетика, почта, радио, телеграф;

— выпуск денежных банкнот, производство монет;

— контроль и руководство службами портов, аэропортов, в том числе для вертолетов.

Сферы, закрепленные только за мексиканскими юридическими и физическими лицами — резидентами, — это внутренние сухопутные пассажироперевозки, туризм, розничная торговля бензином и прочими нефтепродуктами, а также газом.

Национальный режим Китая предполагает следующие исключения:

1) ограничен допуск иностранных инвестиций в такие сферы, как использование уже разработанных или внедренных в экономику страны технологий, для которых существует производственная база; в отрасли, относящиеся к государственной монополии, эксплуатации минеральных ресурсов; отрасли, подлежащие государственному планированию; другие отрасли, относящиеся к сфере государственного регулирования;

2) запрещены проекты с иностранными инвестициями, если они угрожают национальной безопасности, социальному и общественному интересу, нарушат экологию, угрожают природным ресурсам и причиняют ущерб здоровью населения; если на их основе производят товары с использованием китайских технологий, и др.;

3) ограничен допуск зарубежных инвестиций в строительство метро, портов, гражданских аэропортов, атомных электростанций. Введена квота в судостроение, внешнюю и внутреннюю торговлю, издательское дело, авиаперевозки, производство зерна и выращивание хлопка.

Режим недискриминации. Инвестиционный режим недискриминации требует от принимающих стран в широком смысле слова недискриминационного отношения, создания равных условий деятельности для зарубежных и национальных инвесторов. С учетом этого недискриминационным является национальный режим, тогда как РНБ может дискриминировать зарубежных инвесторов. В рамках режима недискриминации принимающие страны с высоким уровнем инвестиционного риска могут предоставлять инвестору право выбора оптимального с его точки зрения режима: национального или РНБ.

Справедливый и равноправный режим. В последние десятилетия распространилась практика применения справедливого и равноправного режима. После Второй мировой войны этот режим фиксировался во многих многосторонних проектах (например, в проекте создания Международной торговой организации, которая не была сформирована в 1947 г. из-за негативной позиции США),

а последние два десятилетия — в двухсторонних инвестиционных соглашениях.

Справедливый и равноправный режим является критерием оценки взаимоотношений зарубежного инвестора и правительства принимающей страны. Он показывает готовность к допуску зарубежного капитала на справедливых и равных условиях. В то же время в мировой практике единого определения данного режима не сложилось.

Справедливый и равноправный режим имеет несколько определений:

— принимающая страна относится равно и справедливо к зарубежным инвесторам, имеющим привилегии;

— принимающая страна принимает минимальный международный стандарт в отношении зарубежных инвесторов, имеющих привилегии.

На практике эта двойственность сказывается на национальной инвестиционной политике: государство готово принять зарубежные инвестиции на основе справедливого и равноправного режима (что не предполагает с его стороны правовых обязательств), но не готово принять международный минимальный стандарт, имеющий правовые последствия. Обычно принимающая страна исходит из того, что международный минимальный стандарт требует более благоприятного отношения к зарубежным инвесторам, чем к национальным предпринимателям.

Все страны стремятся относиться к национальным и зарубежным предпринимателям равноправно и справедливо. Поэтому включение условий рассматриваемого режима в инвестиционные соглашения не вызывает каких-либо проблем.

Режим прозрачности. Применение этого режима распространилось в мировой практике сравнительно недавно. Он предполагает своевременное уведомление инвесторов об изменениях в инвестиционных режимах принимающих стран. Предупреждения осуществляются посредством публикации или с помощью иного способа доведения до зарубежных инвесторов информации об инвестиционном режиме: о внесении в него изменений или допол-

нений путем проведения брифингов о текущей инвестиционной политике, о возможных будущих шагах правительства в этом направлении, объяснении специфики административных процедур и практики регистрации, лицензирования и т. п.

Например, компания «Прайс Вотер Хаус энд Куперс» проводит ежегодное исследование непрозрачности рынков 35 стран, в том числе и России (табл. 47). Первые буквы английских названий этих факторов образуют слово CLEAR, т. е. «прозрачный».

Таблица 47

Индекс непрозрачности некоторых стран мира, баллы*

Страна	C	L	E	A	R	Индекс непрозрачности (О-фактор)
Сингапур	13	32	42	38	23	29
США	25	37	42	25	48	36
Чили	30	32	52	28	36	36
Англия	15	40	53	46	38	38
Гонконг	25	55	49	53	42	46
Италия	28	57	73	26	56	48
Мексика	42	58	57	29	52	48
Венгрия	37	48	53	65	47	50
Израиль	18	61	70	62	51	53
Уругвай	44	56	61	56	49	53
Греция	49	51	76	49	62	57
Египет	33	52	73	68	64	58
Литва	46	50	71	59	66	58
Перу	46	58	65	61	57	58
Колумбия	48	66	77	56	56	60
ЮАР	45	53	68	82	50	60
Япония	22	72	72	81	53	60
Аргентина	56	63	68	49	67	61
Бразилия	53	59	68	63	62	61
Тайвань	45	70	71	56	61	61

Окончание табл. 47

Страна	C	L	E	A	R	Индекс непрозрачности (О-фактор)
Пакистан	48	66	81	62	54	62
Венесуэла	43	68	80	50	80	63
Индия	55	68	59	79	58	64
Польша	56	61	77	75	72	64
Гватемала	59	49	80	71	66	65
Таиланд	55	65	70	78	66	67
Эквадор	60	72	78	68	62	68
Кения	60	72	78	72	63	69
Румыния	61	68	77	78	73	71
Чехия	57	97	62	77	62	71
Южная Корея	48	79	76	90	73	73
Турция	51	72	87	80	81	74
Индонезия	70	86	82	68	69	75
Россия	78	84	90	81	84	84
Китай	79	86	92	81	85	87

*Таблицы 47 и 48 составлены по: www/PWC_Index/

При составлении индекса непрозрачности (*Opacity Index*) учитываются следующие факторы, которые присущи экономике и политике изучаемой страны и влияют на ее инвестиционный климат и стоимость капитала в ней:

C — коррупция в государственных органах;

L — законы, регулирующие права собственности;

E — экономическая политика (фискальная, монетарная, налоговая);

A — сфера финансовой отчетности;

R — государственное регулирование бизнеса.

Эксперты оценивают все пять указанных факторов, которые в совокупности формируют индекс непрозрачности (худшая оценка 150, лучшая — 0, т. е. максимальная прозрачность). Непрозрачность

становится серьезным тормозом на пути экономического прогресса, и во многих странах это торможение проявляется очень заметно. Высокая степень неопределенности и закрытости процессов в любой из этих областей (факторов) неминуемо повышает расходы на ведение бизнеса в стране и сокращает инвестиционную привлекательность региона. Практический опыт показывает, что там, где имеет место непрозрачность, всегда существуют те или иные неиспользованные и упущенные возможности и выгоды.

При условии снижения своего индекса непрозрачности (84 балла) до эталонного (29–38 баллов) Россия имеет возможность увеличить поступления иностранного капитала. В денежном выражении прямые иностранные инвестиции могли бы увеличиться на 7,4–9,8 млрд долл. Это говорит о том, что у России есть значительный потенциал для экономического роста, который мог бы быть реализован, если бы государство создало подобающие экономические, правовые и нормативные условия для бизнеса. Страны упорядочены в порядке возрастания индекса, т. е. по степени уменьшения прозрачности.

Кроме индекса непрозрачности, рассчитываются еще два показателя: налоговый эквивалент непрозрачности и надбавка к процентной ставке по государственным займам (табл. 48).

Налоговый эквивалент показывает, что имеющийся в стране уровень непрозрачности эквивалентен дополнительному налого-

Таблица 48

Значения переменных индекса прозрачности (Opacity Index) для некоторых стран

Страна	Opacity Index, баллы	Налоговый эквивалент, %	Надбавка, % ставке
Сингапур	29	0	0
США	36	5	0
Чили	36	5	0,03
Турция	74	36	9,82
Россия	84	43	12,25
Китай	87	46	13,16

обложению инвесторов в *n* % от годового дохода. Еще раз подтверждается гипотеза о том, что реформирование процессов в направлении большей прозрачности, подотчетности и предсказуемости более эффективно для привлечения капитала в страну, чем простое снижение налоговых ставок[5].

Надбавка к процентной ставке демонстрирует необходимость платить большой процент по займам для государств с большей закрытостью и непрозрачностью.

Принимающая страна гарантирует иностранному инвестору защиту его прав и интересов, что отражается в национальных конституциях, законах об иностранных инвестициях и многих других законодательных и нормативных документах. В соответствии с этим можно выделить следующие формы государственных гарантий:

— недискриминационный режим зарубежным инвесторам (как правило, национальный режим);

— защита от возможной экспроприации и национализации собственности;

— свободный перевод прибыли и других видов доходов за рубеж;

— защита прав акционеров и кредиторов;

— определение порядка разрешения инвестиционных споров.

Таким образом, роль иностранных инвестиций в развитии экономики любой страны заключается:

— во-первых, в интернационализации и глобализации мировых хозяйственных связей;

— во-вторых, в стабилизации и подъеме национальной экономики;

— в-третьих, в организации основных форм международных экономических отношений, создании стратегического партнерства, межфирменного слияния;

— в-четвертых, в осуществлении диверсификации капиталовложений в новые сферы экономики и бизнеса.

[5] См.: Эксперт [Электронный ресурс]. URL: www.e-xecutive.ru

9.2. Классификация и структура иностранных инвестиций

Интернационализация и глобализация мировых хозяйственных связей закономерно ведут к возрастанию роли иностранных инвестиций как источника финансирования инвестиционной деятельности.

Иностранные инвестиции могут осуществляться в различных формах. При анализе и планировании этих форм могут быть использованы общие подходы к классификации инвестиций, предполагающие их выделение по объектам, целям, срокам вложений, формам собственности на инвестиционные ресурсы, рискам и другим признакам (рис. 52). Вместе с тем специфика иностранных инвестиций определяет необходимость уточнения ряда классификационных признаков применительно к данному типу инвестиций.

По объектам вложения денежных средств инвестиции подразделяются на прямые, портфельные и пр.

Особое значение при анализе иностранных инвестиций имеет выделение прямых, портфельных и прочих инвестиций. Именно в данном разрезе отражается движение иностранных инвестиций в соответствии с методологией Международного валютного фонда в платежных балансах стран.

Прямые иностранные инвестиции выступают как вложения в уставные капиталы предприятий с целью установления непосредственного контроля над объектами инвестирования.

Прямые инвестиции — основная форма экспорта частного предпринимательского капитала, обеспечивающая установление эффективного контроля над заграничной компанией. Они являются вложением капитала во имя получения долгосрочного интереса. По определению МВФ, прямыми иностранные инвестиции являются в том случае, когда иностранный собственник владеет не менее 25 % уставного капитала акционерного общества (по американскому законодательству — не менее 10 %, в станах Европейского экономического сообщества — 20–25 %, а в Канаде, Австралии и Новой Зеландии — 50 %). Прямые инвестиции делятся на две группы:

— трансконтинентальные капитальные вложения, обусловленные лучшими условиями рынка, когда существует возможность по-

ставлять товары с нового производственного комплекса непосредственно на рынок данной страны (континента). Издержки играют

Рис. 52. Классификация иностранных инвестиций по разным признакам

здесь небольшую роль, главное — это нахождение на рынке. Разница в издержках производства по сравнению с материнской компанией является меньшим фактором влияния на размещение производства на данном континенте. Издержки производства становятся решающим фактором для определения страны данного континента, в которой необходимо создать новые производственные мощности;

— транснациональные вложения — это прямые вложения, часто в соседней стране. Цель данных вложений — минимизация издержек по сравнению с материнской компанией.

Основные особенности прямых инвестиций заключаются в следующем:

— при прямых зарубежных инвестициях инвесторы, как правило, лишаются возможности быстрого ухода с рынка;

— присутствует больший риск и задействованы большие суммы, чем при портфельных инвестициях;

— характерен более высокий срок капиталовложений, эти инвестиции предпочтительны для стран — импортеров иностранного капитала.

Прямые иностранные инвестиции направляются в принимающие страны двумя путями: посредством организации новых предприятий и скупки или поглощения уже существующих компаний.

Портфельные инвестиции — это вложения денежных средств с целью извлечения дохода и диверсификации рисков, а не получения права контроля за объектом инвестирования. Как правило, доход от портфельных инвестиций осуществляется в форме прироста рыночной стоимости инвестиционных объектов, дивидендов и процентов.

Портфельные инвестиции — это такие капитальные вложения, доля участия которых в капитале фирм ниже предела, обозначенного для прямых инвестиций. Портфельные инвестиции не обеспечивают контроля за иностранными компаниями, ограничивая прерогативы инвестора получением доли прибыли (дивидендов).

В ряде случаев международные корпорации могут реально контролировать иностранные предприятия, обладая портфельными инвестициями, во-первых, из-за значительной распыленности

акций среди инвесторов; во-вторых, по причине наличия дополнительных договорных обязательств, ограничивающих оперативную самостоятельность иностранной фирмы (имеются в виду лицензионные и соглашения, контракты на маркетинговые услуги и техническое обслуживание).

Повышение роли портфельных инвестиций в последнее десятилетие связано с возможностью проведения спекулятивных операций, наращиванию масштабов которых способствовал ряд факторов: интернационализация деятельности фондовых бирж, снятие ограничений на допуск иностранных компаний на многих крупнейших фондовых биржах, расширение международных операций банков с ценными бумагами пенсионных фондов и других сберегательных учреждений.

Под **прочими инвестициями** понимаются торговые кредиты, банковские займы, финансовые лизинговые сделки, займы от МВФ и других международных организаций, краткосрочные депозиты, сделки с иностранной валютой. По сути, это финансовый или судный капитал.

По периоду инвестирования выделяют: краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные инвестиции. **Краткосрочные инвестиции** — это вложения денежных средств обычно до одного года. Данные инвестиции носят, как правило, спекулятивный характер. **Среднесрочные инвестиции** представляют собой вложение денежных средств на срок от 1 года до 5 лет, а **долгосрочные инвестиции** — вложение более чем на 15 лет. В данную группу входят наиболее значимые капиталовложения, так как к долгосрочным инвестициям относятся все вложения предпринимательского капитала в форме прямых и портфельных инвестиций (преимущественно частные), а также ссудный капитал (государственные и частные кредиты).

В зависимости от степени риска выделяют консервативные и агрессивные инвестиции. **Консервативные инвестиции** характеризуются надежностью и ликвидностью вложений пониженного риска. **Агрессивные инвестиции** представляют собой вложения высокого риска при достаточной прибыльности и ликвидности.

По формам собственности на инвестиционные ресурсы различают государственные, частные и смешанные иностранные инвестиции.

Государственные инвестиции — это средства из государственного бюджета, которые направляются за рубеж или принимаются оттуда по решению либо непосредственно правительств, либо межправительственных организаций. Это государственные займы, ссуды, гранты (дары), помощь, международное перемещение которых определяется межправительственными соглашениями. Сюда же относятся кредиты и иные средства международных организаций (к примеру, кредиты МВФ). В этом случае речь идет об отношениях между государствами, которые регулируются международными договорами и к которым применяются нормы международного права. Возможны и диагональные отношения, когда консорциум (группа) частных банков предоставляет инвестиции государству как таковому.

Государственные инвестиции более значимы для экономики развивающихся стран, особенно стран, наименее развитых. Государственные инвестиции часто называют официальными, имея в виду не только займы, кредиты и финансовую помощь, предоставляемые правительствами, но и аналогичные потоки по линии международных организаций — МВФ, МБРР, ЕБРР и др., а также гранты официальной помощи развитию. Для государственных инвестиций характерны сравнительно длительные сроки окупаемости, так как средства вкладываются главным образом в инфраструктуру или базовое образование.

Частные (негосударственные) инвестиции — это средства частных инвесторов (частные предприятия, банки, отдельные граждане и т. д.), которые вложены в объекты инвестирования, размещенные вне территориальных пределов данной страны. Частные средства направляются в страны со сравнительно благоприятным предпринимательским климатом, что стимулирует высокие темпы роста. Особо важны передаваемые знания и инновации, так как инвестиции, как правило, сопровождаются передачей передовых технологий, способствуют формированию новых капитальных

фондов. В последние годы наблюдается рост частных вложений в инфраструктуру (хотя это характерно для государственных инвестиций), в частности, Международная финансовая корпорация (МФК), входящая в группу Всемирного банка, финансирует строительство дорог, портов, электростанций, телекоммуникационных систем.

Превышение доли частных инвестиций над государственными означает тенденции к увеличению накопленных капиталов, замене старых технологий новыми, более эффективными, а также формированию новых капитальных фондов. Современные инвестиционные связи и потоки настолько сложны и многообразны, что нередко потоки государственных и частных инвестиций тесно переплетаются между собой.

Возможна и более сложная конструкция отношений, когда материальные обязательства государства-должника по полученным им кредитам (например, выплата процентов) удовлетворяются за счет полной или частичной стоимости имущественных прав частного инвестора в стране должника (например, представление прав на разработку собственных ресурсов).

Трактуемый в законодательных актах и в международных договорах перечень видов (форм) иностранных инвестиций обычно является примерным, а не исчерпывающим, поскольку понятие инвестиций охватывает все виды имущественных ценностей, которые иностранный инвестор вкладывает на территории принимающей страны.

В этот перечень входят: недвижимое и движимое имущество (здания, сооружения, оборудование и другие материальные ценности) и соответствующие имущественные права, включая право залога; денежные средства; акции, вклады, облигации или любые другие формы участия в товариществах, предприятиях, в том числе и в совместных; право требования по денежным средствам, которые вкладываются для создания экономических ценностей, или услугам, имеющим экономическую ценность; права на результаты интеллектуальной деятельности, часто определяемые как права на интеллектуальную (в том числе и промышленную) собственность; права

на осуществление хозяйственной деятельности, предоставляемые на основе закона или договора, включая, в частности, права на разведку и эксплуатацию природных ресурсов.

Под **смешанными иностранными инвестициями** понимают вложения, осуществляемые за рубеж совместно государством и частными инвесторами.

В зависимости от характера использования иностранные инвестиции подразделяют на предпринимательские и ссудные.

Предпринимательские инвестиции представляют собой прямые или косвенные вложения в различные виды бизнеса, направленные на получение тех или иных прав на извлечение прибыли в виде дивиденда (как правило, частного капитала).

Ссудные инвестиции означают предоставление средств взаймы ради получения прибыли в форме процента. В этой сфере довольно активно выступают капиталы из государственных источников и вложения из частных источников.

Различают также **текущие потоки инвестиций**, т. е. капиталовложения, осуществляемые в течение одного года, и **накопленные инвестиции**, т. е. общий объем иностранных инвестиций, накопленных к данному моменту времени. Новые потоки ежегодно приплюсовываются к накопленным объемам инвестиций.

Формы иностранных инвестиций в изложенной схеме все равнозначны. Между тем не ясно, какие формы инвестиций более привлекательны и важны с точки зрения управления реальным производством. В основе этих разногласий, которые выходят на уровень законодательных актов и правительственных постановлений, лежит, как правило, личный или групповой интерес соответствующих финансово-промышленных кругов. Но приоритетное значение отводится прямым инвестициям, как наиболее удачно объединяющим национальные (или государственные) интересы различных слоев общества. К тому же они преимущественно связаны с конкретными международно-оперирующими факторами, финансово-промышленными группами, поэтому они более управляемы, их «правила игры» более определенны, что особенно

важно с позиций обеспечения реальных конкурентных стандартов для национальной экономики.

В практике международного частного права различают две основные формы инвестирования:

1) ссудная форма — ссудный капитал, инвестиции в виде займов и кредитов;

2) предпринимательская форма — предпринимательский капитал в виде прямых и портфельных инвестиций.

Таким образом, существуют различные формы иностранных инвестиций. Прежде чем выбрать ту или иную форму вложения капитала, иностранные инвесторы должны быть уверены в том, что страна-реципиент имеет благоприятный инвестиционный климат, который определяется уровнем политической и экономической стабильности, инвестиционной политикой, устойчивостью денежной единицы и прочими факторами.

9.3. Характеристика прямых и портфельных инвестиций

Прямые инвестиции направлены не только на получение дохода, но и на расширение сферы влияния, обеспечение будущих финансовых интересов (прил. 18, 19).

Международный валютный фонд дает следующее определение прямым инвестициям: это инвестиции, осуществляемые для участия в прибылях предприятия, действующего на иностранной территории, причем целью инвестора является право непосредственного участия в управлении предприятием.

Таким образом, по определению МВФ прямыми иностранными инвестициями являются инвестиции, цель которых заключается в получении длительного интереса юридическим лицом. Длительный интерес подразумевает существование долгосрочных отношений между прямым инвестором и иностранной компанией и существенную степень влияния инвестора на менеджмент организации. Именно этот элемент влияния и контроля отличает прямые инвестиции от портфельных инвестиций.

В соответствии с ФЗ «Об иностранных инвестициях» (ФЗ № 160 от 19.07.1999 г.) к прямым инвестициям относятся:

— приобретение иностранным инвестором не менее 10 % доли в уставном капитале коммерческой организации, созданной или вновь создаваемой на территории Российской Федерации;

— вложение капитала в основные фонды филиала иностранного юридического лица;

— реинвестирование прибылей, полученных на территории РФ.

Реинвестирование — это капиталовложения в объекты предпринимательской деятельности, финансируемые за счет доходов или прибыли иностранного инвестора, которые получены на территории принимающей страны. Прибыль считается реинвестированной, если инвестор, получив прибыль по итогам определенного периода времени, не расходует ее на выплату дивидендов, а оставляет в компании, таким образом, реинвестируя средства в дальнейшее ее развитие. В российской учетной практике такая прибыль называется нераспределенной.

На практике прямыми инвестициями принято считать вложение иностранным инвестором средств в приобретение более чем 10 % уставного капитала компании. Если доля иностранного инвестора менее 10 %, его вложения считаются портфельными инвестициями.

В разных странах доля, дающая право контроля, определяется по-разному. В соответствии с документами МВФ, к прямым иностранным инвестициям относятся участие в капитале, составляющее не менее 25 % уставного капитала; в Канаде, Австралии и Новой Зеландии — не менее 50 %; в странах Евросоюза — 20–25 %; в США — 10 %.

Согласно классификации ЮНКТАД (конференция ООН по торговле и развитию), к прямым иностранным инвестициям относятся зарубежные вложения, предполагающие долговременные отношения между партнерами с устойчивым вовлечением в них экономических агентств одной страны (иностранный инвестор или материнская фирма) и их контролем за хозяйственной организацией, расположенной в принимающей стране. Соответственно к ним рекомендуется причислять:

— приобретение иностранным инвестором пакета акций предприятия, в которое он вкладывает свой капитал, в размере не менее чем 10–20 % суммарной стоимости объявленного акционерного капитала;

— реинвестирование прибыли от деятельности указанного предприятия в части, соответствующей доле инвестора в акционерном капитале и остающейся в его распоряжении после распределения дивидендов и репатриации части прибыли;

— внутрифирменное предоставление кредита или равноценную операцию по урегулированию задолженности в отношениях между материнской фирмой и ее зарубежным филиалом.

Прямые иностранные инвестиции могут осуществляться иностранными компаниями несколькими способами (табл. 49)[6].

Основными способами осуществления прямых инвестиций являются:

— создание за границей собственного филиала или предприятия, находящегося в полной собственности инвестора;

— приобретение или поглощение иностранных предприятий;

— финансирование деятельности зарубежных филиалов, в том числе за счет внутрикорпорационных займов и кредитов, предоставляемых материнской компанией своему зарубежному филиалу;

— приобретение прав пользования землей (включая аренду), природными ресурсами и иных имущественных прав;

— предоставление прав на использование определенных технологий, ноу-хау и др.;

— приобретение акций или паев в уставном капитале иностранной компании, обеспечивающих инвестору право контроля за деятельностью предприятия;

— реинвестирование прибыли, полученной инвестором, в стране размещения филиала или совместного предприятия.

---

[6] См.: *Фишер П.* Прямые иностранные инвестиции для России: стратегия возрождения промышленности. М. : Финансы и статистика, 1999 ; *Ливенцев Н. Н.*, *Костюнина Г. М.* Международное движение капитала… ; *Нешитой А. С.* Инвестиции : учебник. 4-е изд., перераб. и доп. М. : Дашков и К, 2005 ; *Бочаров В. В.* Инвестиции : учебник для вузов. 2-е изд. СПб. : Питер, 2008.

Таблица 49

Способы прямого инвестирования средств иностранными компаниями

Иностранные инвестиции				
Инвестиции на нулевом этапе, т. е. вложение средств в создание компании, которая будет заниматься производством продукции (товаров, работ, услуг), и в организацию ее деятельности, в ее последующее развитие	Инвестирование средств путем приобретения организации, которая уже функционирует в целевой стране		Инвестиции в совместную деятельность (создание совместного предприятия)	
	Инвестирующая компания использует производственные мощности для продолжения производства	Переориентация производства на выпуск продукции компании-инвестора	Ведение совместной деятельности с партнером-резидентом	Совместная деятельность с партнером-нерезидентом (с другим иностранным инвестором)

Прямые инвестиции, направленные на установление непосредственного контроля и управления объектом инвестирования, могут осуществляться не только в реальные экономические активы, но и в финансовые инструменты. Возможность управления объектом инвестирования достигается через приобретение контрольного пакета акций, другие формы контрольного участия.

Прямые иностранные инвестиции могут быть организованы в форме дочерних компаний, в которых инвестор-нерезидент владеет более 50 % уставного капитала; в форме ассоциированных компаний, филиалов, полностью или частично принадлежащих на правах совместной собственности неинкорпорированным компаниям. Прямой инвестор, имеющий в собственности не менее 10 % акций, может влиять на управление компанией или непосредственно участвовать в ее управлении. При этом со стороны зарубежного инвестора не предполагается абсолютного контроля.

Определяющая роль прямых инвестиций для принимающих стран заключается в том, что вместе с ними в эту страну поступают не только капиталы в материальной и нематериальной форме, но и новые технологии и опыт, передовые методы организации производства, труда и управления.

Роль прямых иностранных инвестиций предполагает не только существенное воздействие на национальные экономики и международный бизнес в целом, но и:

— способность активизировать инвестиционные процессы в силу присущего инвестициям мультипликативного эффекта;

— содействие общей социально-экономической стабильности, стимулирование производственных вложений в материальную базу (в отличие от спекулятивных и нестабильных портфельных инвестиций, которые могут быть внезапно выведены с негативными последствиями для национальной экономики);

— сочетание переноса практических навыков и квалифицированного менеджмента с взаимовыгодным обменом ноу-хау, облегчающим выход на международные рынки;

— активизацию конкуренции и стимулирование развития среднего и малого бизнеса;

— способность при правильных организации, стимулировании и размещении ускорить развитие отраслей и регионов;

— содействие росту занятости и повышению уровня доходов населения, расширению налоговой базы;

— стимулирование развития производства экспортной продукции с высокой долей добавленной стоимости, инновационных товаров и производственных технологий, управления качеством, ориентации на потребителя.

Россия по международным прямым инвестициям находится примерно на уровне таких государств, как Индия, Китай и Мексика. Однако сравнения России с другими государствами с переходной экономикой по масштабам вывоза капитала в форме прямых инвестиций показывают, что Россия не только занимает первое место среди стран Центральной и Восточной Европы, СНГ и Балтии, но и превосходит их всех вместе взятых по данному параметру.

По определению МВФ, портфельные инвестиции — капитал, вложенный резидентом одной страны в акции и долговые ценные бумаги предприятия в другой стране с целью получения доходов. Причем это не обязательно связано с существенным и долгосрочным интересом инвестора к приобретению данного предприятия.

Портфельные инвестиции трактуются как вложения иностранных инвесторов в приобретение акций или паев в уставном капитале компаний, не дающие права контролировать управление и влиять на коммерческую деятельность организации; а также в другие ценные бумаги принимающих государств (облигации, государственные долговые обязательства и т. д.). Они являются «горячими деньгами», или спекулятивным капиталом, вследствие потенциального риска быстрого «бегства» капиталов из-за различий между странами в уровнях процентных ставок. Участие в уставном капитале, не дающее права контроля, иногда называют миноритарным, доля портфельных инвестиций должна быть ниже предела, установленного для прямых инвестиций. В России такой предел составляет 10 %.

В России в последние годы иностранный инвестор мог вложить денежные средства в следующие рублевые активы, которые входят в состав портфельных инвестиций:

— акции российских компаний, коммерческих банков;

— государственные долгосрочные облигации (ГКО);

— долгосрочные облигации федеральных займов (ОФЗ);

— облигации местных органов власти, банковские депозиты в рублях.

Портфельные инвестиции осуществляются ради получения прибыли и снижения риска благодаря портфельной диверсификации капитала (в основном это активы, в ряде случаев — обязательства). С точки зрения принимающей страны, портфельное инвестирование не ведет к утрате местного контроля над собственностью компании, которая может полностью принадлежать местным фирмам, а также быть совместным предприятием или дочерней компанией транснациональной корпорации. Портфельные инвестиции являются финансовыми вливаниями и не предполагают передачи нематериальных активов (лицензий, управленческих навыков, ноу-хау).

Портфельные инвестиции представляют собой финансовые инструменты, служащие объектом торговли на организованных и неорганизованных финансовых рынках. Это облигации, акции, денежно-рыночные инструменты. Портфельные инвестиции в виде акций означают требования к резидентным инкорпорированным предприятиям, распространяющиеся на их акции, активы, доли, совместные фонды, инвестиционные трасты. К долговым ценным бумагам относятся и гарантии, и денежно-рыночные инструменты (деривативы). Последние включают опционы, форвардные контракты, сделки СВОП.

Деривативы содействуют портфельной диверсификации, снижают риски, позволяют обойти государственные ограничения и снизить налоги на капитал, а также избежать регулирования с совещательным правом. Благодаря этому они интенсифицируют динамику совокупных трансграничных капиталопотоков.

Таким образом, портфельными инвестициями считают покупку зарубежными инвесторами ценных бумаг, выпущенных компанией

или государством. При этом инвесторами могут быть компании, коммерческие банки, инвестиционные и трастовые фонды. Портфельные инвестиции представляют собой вложения, ориентированные на получение текущего дохода.

Таким образом, прямые и портфельные инвестиции имеют разную природу и неодинаково сказываются на экономике принимающей страны. В табл. 50 представлены различия между прямыми и портфельными инвестициями.

Условность границы между прямыми и портфельными инвестициями. Количественные границы между прямыми и портфельными инвестициями довольно условны[7]. Обычно предполагается,

Таблица 50

Сравнительный анализ прямых и портфельных инвестиций

Прямые инвестиции	Портфельные инвестиции
Стимулируют передачу технологий и расширяют доступ инвесторов на внутренний рынок; больше сказываются на микроэкономическом уровне, содействуя изменению структуры производства в стране-реципиенте	Стимулируют развитие внутреннего финансового рынка принимающей страны; первоначально оказывают сравнительно сильный макроэкономический эффект, определяя динамику цен на активы и ликвидность финансового сектора и предприятия-реципиента
Прямые инвесторы хеджируют валютные риски на основе сбалансированности активов и пассивов в разных валютах. Следовательно, материальные активы остаются в принимающей стране	Носят более дестабилизирующий характер, хотя их конечный результат зависит от политики компаний

[7] В международной статистике доля иностранного участия в акционерном капитале, обеспечивающая контроль над предприятием, принимается равной 25 %. Вместе с тем в различных странах она существенно варьирует (в США — 10 %, Германии, Великобритании — 20 %, Канаде — 50 %). По определению Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), к прямым инвестициям относят вложения на уровне 10 % и выше обычных акций, дающие контроль над соответствующим количеством голосов, или так называемым эффективным голосом, в управлении предприятия.

что вложения на уровне 10–20 % и выше акционерного (уставного) капитала предприятия являются прямыми, менее 10–20 % — портфельными. Однако так как цели, преследуемые прямыми и портфельными инвестициями, различаются, такое деление представляется вполне целесообразным. Таким образом, прямые инвестиции отличаются от портфельных инвестиций следующими характерными особенностями:

— как правило, имеют более долгосрочный и стабильный характер;

— сумма этих вложений обычно выше;

— инвестор подвергается более высокой степени долгосрочного риска;

— дают инвестору право контролировать объект инвестирования или участвовать в управлении им.

Прямые инвестиции — это капиталовложения в возведение хозяйственных объектов за рубежом. Они дают право полного контроля над собственностью. Форма получения дохода — предпринимательская прибыль. В данный момент эти инвестиции преобладают над портфельными, так как дают право создавать собственное производство за рубежом, включаться в экономику других стран, пользоваться льготами как иностранному собственнику.

Портфельные инвестиции — это вложения в ценные бумаги, скупка акций предприятий другой страны; преобладают в тех странах, где неустойчивая политическая экономическая среда. Они не дают права контроля над собственностью, а обеспечивают влияние на предприятие и получение доходов в форме дивидендов.

В международной и национальной статистике существует категория прочих инвестиций, связанная со спецификой вложений. К ним относятся:

— торговые кредиты (предварительная оплата импорта или экспорта);

— различные кредиты, кроме торговых, полученные от инвесторов;

— кредиты, полученные от международных организаций — Всемирного банка, Международного валютного фонда, МБРР, ЕБРР;

— банковские вклады — валютные счета зарубежных инвесторов, например, в российских банках;

— двусторонние инвестиционные кредиты.

Для развивающихся государств и стран с переходной экономикой эта форма имеет существенное значение.

9.4. Место и роль транснациональных компаний в инвестиционной деятельности

Возрастание роли прямых иностранных инвестиций в современной экономике во многом связано с деятельностью транснациональных корпораций и расширением масштабов международного производства.

Мировой опыт показывает, что инвестиции в производительной форме направляются в основном в те страны, которые характеризуются динамично и эффективно развивающимися рыночными отношениями. Глобальная триада — США, Европейский союз и Япония — концентрирует основную долю общего объема вывоза и ввоза инвестиций. В рамках самой триады идет интенсивное движение капитала, активными участниками которого являются транснациональные компании, им принадлежит 90 % прямых иностранных инвестиций.

Глобализация мировой экономики в совокупности с либерализацией международной торговли повышает роль транснациональных корпораций и корпоративных сетей в иностранном инвестировании в хозяйствующие субъекты.

Важную роль на мировом инвестиционном рынке играют прямые частные инвестиции. Основную их часть обеспечивают крупнейшие транснациональные компании (ТНК). Транснациональными они называются благодаря огромным масштабам и большой значимости в них зарубежной деятельности.

ТНК — это компании нового типа международных монополий, это глобальные инвесторы, которые прочно зарекомендовали себя как ключевые агенты международного инвестирования

и главные инициаторы международных трансфертов капитала, технологий и управленческого мастерства. Основной упор ТНК делают на наукоемкую деятельность, они являются основными создателями технологий и их глобальными распространителями. Организационная структура ТНК строится на контроле головной (материнской) компанией всех входящих в корпорацию структурных подразделений, имеющих статус независимых юридических лиц. Классификация ТНК представлена на рис. 53.

Транснациональные компании считаются основными факторами формирования конкурентоспособности стран и реализации их конкурентных преимуществ на международных рынках.

В ежегодном инвестиционном обзоре ведущих многонациональных компаний отмечено, что 54 тыс. ТНК координируют деятельность более 450 тыс. своих филиалов, расположенных практически во всех странах мира. Штаб-квартиры топ-100 промышленных и сервисных ТНК расположены в развитых странах: США, Японии, Франции, Великобритании, Германии, Швейцарии, Канаде и др. Приблизительно треть сделок по мировому экспорту была совершена между ТНК и их филиалами.

В России создаются собственные ТНК, которые ищут возможности совершать продажи за рубежом, сотрудничать с зарубежными странами и инвестировать в них: например, «Лукойл» (нефть и неф-

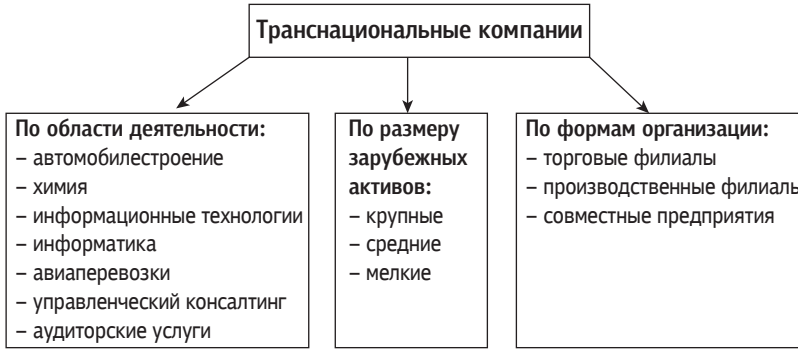


Рис. 53. Классификация транснациональных компаний

тепродукты), «Газпром» (газ). Средние российские ТНК еще не могут эффективно конкурировать на западных рынках. Транснационализация их деятельности займет долгие годы, но может быть форсирована посредством тесной кооперации с иностранными партнерами.

Мелкие ТНК, которые чаще всего следуют за крупными, также являются интересной мишенью. Они значительно чаще сотрудничают с местными предприятиями, чем мегакорпорации, которые предпочитают приобретать контрольные пакеты, полностью контролировать производственную деятельность или проводить инвестирование «с нуля». Недостатком малых ТНК являются их ограниченные финансовые и управленческие возможности.

Концентрация и интернационализация увеличиваются с ростом размера компании. Крупнейшие ТНК контролируют большую часть иностранных активов ПИИ и совершают наиболее значительные их оттоки. В то время как средние ТНК можно привлекать через промышленные ассоциации и торговые палаты, с ведущими ТНК следует работать на индивидуальной основе.

В современных условиях ТНК планируют свою деятельность в мировом масштабе. ТНК, в зависимости от изменения хозяйственной обстановки, социально-политического климата в странах или регионах, маневрируют производственными и финансовыми ресурсами в масштабах всего мирового хозяйства, перебрасывают массы капитала. Больше 25 % мировой торговли представляют собой внутрифирменные поставки ТНК, осуществляемые по трансфертным ценам (внутрифирменным).

ТНК стремятся установить цены на таком уровне, который обеспечивал бы получение сверхприбыли и в то же время не создавал бы сильных стимулов для проникновения на рынок новых опасных конкурентов, если не существует высоких технологических и организационных барьеров.

Капитал ТНК действует глобально за пределами государств, широко используя сравнительные преимущества в размещении производительных сил. ТНК концентрируются главным образом в промышленно развитых странах благодаря интенсивному взаи-

мопроникновению предпринимательского капитала и перекрещиванию структур международного производства этих государств, хозяйственной деятельности их компаний. За исключением Японии, в хозяйстве которой роль иностранного капитала невелика, во всех других промышленно развитых странах интенсивно развивается взаимодействие и соперничество ТНК. ТНК активно действуют в свободных экономических зонах, оказывают существенное влияние на цены на мировых рынках — господство ТНК приводит к появлению монопольных цен. Если учитывать их конкретное участие (лицензирование, субконтракты и франчайзинг), эта цифра достигает 10–10,5 трлн долл. Традиционно при проведении ранжирования ТНК учитываются объемы их зарубежных активов, объем продаж и занятость.

Главными субъектами международного движения капитала выступают транснациональные корпорации, при участии и в рамках которых объем прямых накопленных зарубежных инвестиций достиг примерно 90 % их общего объема. Не случайно ТНК представляют собой наиболее динамичный сектор мирового хозяйства. По данным ЮНКТАД, число ТНК увеличилось до 70 тыс., а число их зарубежных филиалов составило 690 тыс. Валовой объем производства иностранных филиалов — 3 911 млрд долл. Объем продаж иностранных филиалов составляет 18 667 млрд долл., экспорт — 3 690 млрд долл., совокупные активы зарубежных филиалов — 36 008 млрд долл., численность занятых — 57 394 тыс.

Деятельность глобальных ТНК, как экспортеров капитала, наглядно показывает направление сдвигов в отраслевой структуре его вывоза. Если в конце XIX — начале XX в., когда экспорт капитала только набирал силу, он направлялся главным образом в первичный сектор — добывающую промышленность и сельское хозяйство, то после Второй мировой войны положение изменилось. В 1950–1960-е гг. основной сферой вложений вывозимого капитала стала обрабатывающая промышленность, т. е. вторичный сектор. А в 1970–1980-е гг. резко возросла доля вложений иностранного капитала в третичный сектор — сферу услуг в широком смысле, которые растут опережающими темпами. И наконец, на рубеже

веков и тысячелетий набирает силу международное инвестирование, в основном по линии ТНК, в отрасли информационно-компьютерного комплекса — в четвертичный сектор, представляющий материальную основу информационного общества.

При этом, хотя подавляющая часть ТНК (около 85 %) по-прежнему базируется в странах Запада, все большее их количество появляется в развивающихся государствах, а также в некоторых странах с переходной экономикой.

Распределение объемов прямых инвестиций между различными группами стран выглядит следующим образом: около 65 % приходится на индустриально развитые страны, более 30 % — на развивающиеся страны и менее 5 % — на страны Центральной и Восточной Европы (включая Россию).

В настоящее время происходит постепенное изменение основных условий международной экономической деятельности. Суть этих изменений в наиболее общем виде заключается в следующем:

— возникают условия для более легкого доступа к иностранным рынкам, факторам производства за рубежом, широкого выбора способов проникновения на иностранные рынки: торговля, прямое инвестирование, соглашения подрядного типа, франчайзинг;

— расширение рынков создает благоприятные возможности для экономического роста компаний, но в то же время усиливает конкуренцию в региональном и глобальном масштабах, побуждая фирмы к постоянному поддержанию своей конкурентоспособности.

Возможности привлечения иностранных инвестиций во многом зависят от того, какие условия для деятельности иностранных инвесторов созданы в принимающей стране, насколько благоприятен ее инвестиционный климат.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение иностранных инвестиций с финансовой и правовой точки зрения.

2. Перечислите преимущества и недостатки иностранных инвестиций.

3. Назовите виды инвестиционных режимов. Дайте краткую характеристику каждому.

4. Какова структура индекса непрозрачности?

5. Какова роль иностранных инвестиций в российской экономике?

6. По каким признакам классифицируются иностранные инвестиции?

7. Дайте определения прямым и портфельным инвестициям.

8. Что такое реинвестирование?

9. Перечислите способы осуществления прямых иностранных инвестиций.

10. Каково значение прямых иностранных инвестиций для принимающих стран?

Список рекомендуемой литературы

Зайцева Ю. К. Диагностика прямых иностранных инвестиций в Россию: от теории к практике / Ю. К. Зайцева // Экономический анализ: теория и практика. 2015. № 19. С. 16–27.

Иванченко И. С. Привлечение прямых иностранных инвестиций в Россию / И. С. Иванченко, В. Ю. Наливайский // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. № 38. С. 2–12.

Игонина Л. Л. Инвестиции : учеб. пособие / Л. Л. Игонина ; под ред. В. А. Слепова. М. : Юристъ, 2012. 480 с.

Инвестиции : учеб. пособие / под ред. М. В. Чиненова. М. : КноРус, 2011. 368 с.

Стародубцева Е. Б. Иностранные инвестиции в РФ в современных условиях / Е. Б. Стародубцева // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. № 47. С. 15–23.

Федорова Е. А. Факторы, влияющие на приток иностранных инвестиций в регионы / Е. А. Федорова // Региональная экономика: теория и практика. 2014. № 43. С. 51–62.

Глава 10
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕСУРСЫ МИРОВОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО РЫНКА

10.1. Понятие и структура мирового инвестиционного рынка

Мировой инвестиционный рынок представляет собой глобальный механизм долгосрочного зарубежного вложения временно свободных денежных средств с целью получения дохода в будущем.

Зарубежные исследователи структурируют мировой инвестиционный рынок по различным типам[1]:

1. Внебиржевые нерегулируемые валютные рынки, объединяющие финансовые институты разных стран. Торги на них осуществляются путем электронных переводов через глобальные компьютерные сети.

2. Биржевой и внебиржевой рынки облигаций, позволяющие иностранным эмитентам выводить свои ценные долговые бумаги на крупные национальные рынки. Финансовыми центрами этих рынков являются такие страны, как США, Великобритания, Япония, Германия, Швейцария и Люксембург.

3. Рынок синдицированных еврокредитов, который позволяет международным заемщикам осуществлять фондирование в форме банковских кредитов сразу из нескольких стран. Финансовыми центрами являются Лондон, Франкфурт, Цюрих, Нью-Йорк, Гонконг, Сингапур и др.

4. Рынки еврооблигаций — еврокоммерческих и других долговых бумаг. Международные заемщики получают доступ к кредитным ресурсам инвестиционных фондов, хеджфондов, взаимных

[1] Данный вывод в различной интерпретации можно встретить у ряда зарубежных авторов: *Миллер Р. Л., Ван-Хуз Д. Д.* Современные деньги и банковское дело. М. : ИНФРА-М, 2000 ; *Кидуэлл Д. С., Петерсон Р. Л., Блэкуэлл Д. У.* Финансовые институты, рынки и деньги. СПб. : Питер, 2000. С. 159 ; *Фабоции Ф. Ф.* Управление инвестициями : пер. с англ. М. : ИНФРА-М, 2000. С. 351–352.

фондов, пенсионных фондов, страховых компаний, казначейских департаментов крупных корпораций, частных банков других стран.

5. Рынки производных инструментов, обеспечивающие перемещение финансового капитала через национальные границы и совершение сделок между экономическими агентами — резидентами различных государств.

Помимо сроков и форм перемещения ресурсов в структурировании инвестиционного рынка до сих пор имеют значение совершение операций, характер и степень регулирования сделок. В зависимости от этих критериев различают рынки национальные, иностранные и офшорные.

В современных условиях мировой инвестиционный рынок подразделяется на различные сегменты мирохозяйственных связей. Остановимся на европейском, американском и азиатско-тихоокеанском рынках (рис. 54).

Современная структура международного инвестиционного рынка предполагает перераспределение кредитных ресурсов между национальными экономиками, где конечные участники операции — кредитор и заемщик — резиденты разных стран.

Участники мирового инвестиционного рынка. С институциональной точки зрения — это обширная совокупность финансово-кредитных учреждений, через которые осуществляется движение ссудного капитала в сфере международных экономических отношений.

В последнее время происходит увеличение доли долговых инструментов в структуре капитала корпораций и банков, являющих-

Рис. 54. Структура мирового инвестиционного рынка

ся основными заемщиками на рынках капиталов. Доступ на мировые рынки долгового финансирования для большинства заемщиков значительно упрощен, требуются меньшие издержки на проведение операций и предъявляются менее жесткие требования к раскрытию информации.

Одновременно крупные заимствования на регулярной основе осуществляют государства, которые в силу своего статуса не могут обращаться к рынкам, где осуществляет кредитование акционерный капитал. Для каждого из рассматриваемых рынков при всем их многообразии часто характерны одни и те же участники. Их можно классифицировать по следующим основным признакам: характер участия субъектов в операциях; цели и мотивы участия; типы эмитентов и их характеристики; типы инвесторов и должников (рис. 55).

По характеру участия в операциях субъектов рынка можно разделить на две категории: прямые (непосредственные) и косвенные (опосредованные) участники. К первой категории относятся биржевые члены соответствующих рынков производных финансовых инструментов, заключающие сделки за свой счет и/или за счет и по поручению клиентов, не являющихся биржевыми членами и вынужденных обращаться к услугам первых. Эти клиенты и составляют вторую категорию. На внебиржевом рынке долговых инструментов рынка капитала прямыми участниками являются крупнейшие маркетмейкеры, а все остальные — косвенными.

По целям и мотивам участия в операциях на рынке его участники разделяются на хеджеров и спекулянтов. Хеджер — это лицо, страхующее курсовые (ценовые) риски, риски трансфертов, присущие финансовым инструментам, свои активы или конкретные сделки на рынке спот. Обязательствам хеджера, возникающим в ходе сделки, как правило, соответствует реальный финансовый инструмент, которым он располагает в настоящий момент или будет располагать к моменту исполнения контракта. Хеджирование — это операция страхования от риска изменения цен путем занятия на параллельном рынке противоположной позиции. Хеджирование дает возможность застраховать себя от возможных потерь к моменту

ликвидации сделки на определенный срок; обеспечивает повышение гибкости и эффективности коммерческих операций; обеспечивает снижение затрат на финансирование торговли реальными товарами; позволяет уменьшить риски сторон (потери от изменения цен на товар компенсируются выигрышем по фьючерсам).

Хеджирование — это действие, предпринимаемое покупателем или продавцом для защиты своего дохода от нежелательного изменения цен в будущем. Инвестор, приобретая пакет акций, в результате падения курсовой стоимости может получить большие

Рис. 55. Классификация участников мирового инвестиционного рынка

потери. Механизм хеджирования сводится к заключению срочного контракта, в котором устанавливается цена поставки базисного актива. Рынок производных контрактов предоставляет инвестору возможность заключить ряд сделок с целью страхования от таких потерь. Риск в подобных сделках часто берет на себя спекулянт, выступая контрагентом хеджера.

Спекулянт — это лицо, стремящееся получить прибыль за счет разницы в курсовой стоимости базисных активов, которая может возникнуть во времени. Спекулянты совершают покупку (продажу) контрактов, с тем чтобы позднее продать (купить) их по более высокой (низкой) цене.

Подразделение субъектов рынка по типам эмитентов и их характеристикам позволяет выделить следующие основные категории:

— международные и межнациональные агентства;

— национальные правительства и суверенные заемщики;

— провинциальные и региональные правительства (администрации штатов, областей);

— муниципальные правительства (муниципалитеты);

— корпорации, банки и другие организации.

Крупнейшими участниками мирового инвестиционного рынка являются Мировой банк, Международный банк реконструкции и развития, Европейский банк реконструкции и развития. На мировом рынке капиталов субъекты, связанные понятием «эмитент», объединяются по их кредитным рейтингам. Инвестиционными объектами принято считать облигации компаний с высокими и устойчивыми показателями доходности и экономического состояния. С точки зрения эмиссии ценных бумаг основными операторами рынка капиталов выступают крупнейшие банки и корпорации.

В последнее время активную роль на мировых долговых рынках играют центральные банки. Интенсивное накопление валютных резервов данной категории инвесторов приводит к усилению их позиции. Они осуществляют эффективное управление финансовыми ресурсами страны, включая валютные интервенции. Каждый центральный банк проводит собственную инвестиционную политику. В настоящее время спектр финансовых инструментов весьма рас-

ширился, соответственно расширяются и дифференцируются сами инвестиционные портфели центральных банков.

Можно выделить две основные группы инвесторов: частные и институциональные[2]. В период становления еврорынка основными держателями еврооблигаций были частные инвесторы. Частные инвесторы, осуществляющие операции с ценными бумагами, являются физическми лицами, которые стремятся расширить возможности вложения своих валютных сбережений и увеличить доход путем приобретения ценных бумаг.

В числе доминирующих тенденций на мировом инвестиционном рынке отмечается стремление к устранению посредников. Указанный процесс получил название «дезинтермидация». Мировой инвестиционный рынок может быть первичным, вторичным и третичным.

На первичном рынке размещаются новые выпуски долговых инструментов. Обычно это происходит при содействии крупных инвестиционных институтов. На вторичном рынке продаются и покупаются уже выпущенные инструменты. Вторичный рынок образуется в результате превышения спроса со стороны международных инвесторов над предложением определенных инструментов на первичном рынке. Третичный рынок — это торговля производными финансовыми инструментами. Третичный рынок вырос из срочного рынка. Вместе с тем он весьма динамично развивается. В основе быстрого развития данного рынка лежит лавинообразное появление новых инструментов, призванных стимулировать своим разнообразием развитие финансового рынка в условиях резко меняющейся обстановки в мировой экономике и международных экономических отношениях.

Инвестиционная деятельность предприятия неразрывно связана с функционированием инвестиционного рынка, развитием его видов и сегментов, состоянием его конъюнктуры.

---

[2] К институциональным инвесторам относятся банки; государственные учреждения; международные финансовые институты; пенсионные фонды; страховые фонды и компании; взаимные инвестиционные фонды; крупные корпорации.

10.2. Американский сегмент мирового инвестиционного рынка

В рамках глобальных инвестиционных рынков деятельность отдельных участников позволяет хеджировать риски, выбирать наилучшие варианты инвестирования по отношению к надежности/доходности, владеть методиками рыночных изменений.

Американский сегмент охватывает в основном рынки США и Канады с годовыми объемами капитала в 20 трлн долл. (Канадо-американская зона свободной торговли в 1989 г.). На базе Канадо-американской зоны свободной торговли было подписано трехстороннее соглашение между США, Канадой и Мексикой о формировании Североамериканской зоны свободной торговли — НАФТА (1994). Таможенные пошлины между США и Канадой были полностью ликвидированы к 1 января 1998 г., между Канадой и Мексикой — к 1 января 2003 г. Финансовым центром данного сегмента является США. Особенности этих рынков заключаются в существенной доле импортируемых финансовых ресурсов, большом объеме сделок с ценными бумагами иностранных инвесторов. Для распространения ценных бумаг иностранных эмитентов применяются различные схемы их депонирования в иностранных банках с последующим выпуском в США депозитарных расписок.

Североамериканская зона свободной торговли является стимулом для увеличения притока капиталов как из стран-партнеров, так и из третьих стран. За последние годы приток прямых зарубежных инвестиций (ПЗИ) в канадскую экономику увеличился в 11 раз, повысилась инвестиционная привлекательность Канады для зарубежных инвесторов. Максимальные инвестиционные выгоды для Канады оказались в сфере финансовых услуг, транспортного оборудования, автомобилестроения, химической индустрии и коммуникаций.

До формирования Североамериканской зоны свободной торговли мексиканская экономика считалась закрытой. НАФТА позволила расширить реформирование некоторых отраслей, автомобилестроения, текстильной индустрии, финансов, телекоммуникаций.

Национальные преимущества в форме дешевой рабочей силы, географической близости к США содействовали экономическому подъему Мексики. Важную роль в открытости мексиканской экономики сыграли ТНК Канады и США. Происходил быстрый рост свободных экономических зон, в основном американских, который ускорил процесс либерализации экономики. Основной вклад зарубежных компаний был связан с передачей технологий. Участие Мексики в Североамериканской зоне свободной торговли стимулировало приток ПЗИ в экономику страны. Основные отличия американского сегмента международного финансового рынка от европейского представлены в табл. 51.

Современная экономическая мысль в рамках каждого сегмента мирового инвестиционного рынка выделяет четыре направления привлечения инвестиций: рынок акций; рынок долговых обязательств; товарный рынок; валютный рынок.

Рынок акций является на сегодня самым динамично растущим сегментом инвестиционного рынка, что объясняется почти десятилетним непрерывным ростом американского фондового рынка. В результате феноменального роста фондового рынка США интерес миллионов инвесторов прикован к хотя и высокорискованным, но потенциально супердоходным акциям, а миллиарды долларов со всего мира ежегодно поступают на рынки акций. Наиболее ярким представителем данного сегмента финансового рынка является фондовый индекс S&P 500, хотя в последнее время сильную конкуренцию ему составляет индекс акций «высоких технологий» (hi-tech) NASDAQ. Можно также отметить индекс акций традиционных компаний — Dow Jones Industrial, в базу расчета которого входит всего 30 акционерных компаний, представляющих традиционные отрасли промышленности США и являющихся одними из крупнейших в мире.

Рынок долговых обязательств в основном состоит из рынка государственных ценных бумаг, выпускаемых, как правило, на покрытие дефицита государственного бюджета, а также муниципальных и корпоративных облигаций. Рынок долговых обязательств до недавнего времени представлял наибольший интерес со стороны

Таблица 51

Сравнительная характеристика основных направлений европейского и американского сегментов мирового инвестиционного рынка

№ п/п	Направление деятельности	Европейский сегмент	Американский сегмент
1	Торговля услугами	Ликвидированы барьеры во взаимной торговле услугами, за исключением энергетики, телекоммуникаций и транспорта (эти отрасли не достигли необходимого уровня либерализации). Сохранились исключения в сферах лизинговых и правовых услуг, бухгалтерского учета и почтовых услуг	Снижены пошлины и нетарифные барьеры в банковской и страховой сферах, в области брокерских услуг. Почти полностью ликвидированы ограничения в отраслях телекоммуникаций и наземного транспорта
2	Миграция рабочей силы	Миграция рабочей силы практически полностью либерализована. Сохраняются неадекватные стандарты на документы об образовании, уровень квалификации, пенсионное обеспечение, медицинское страхование	Разрешен свободный доступ квалифицированной рабочей силы. Не ограничена миграция рабочей силы во внутрифирменных рамках для населения стран Североамериканской зоны свободной торговли. Для Мексики установлена ежегодная дополнительная квота в 5,5 тыс. квалифицированных работников для трудоустройства в США

Окончание табл. 51

№ п/п	Направление деятельности	Европейский сегмент	Американский сегмент
3	Субсидирование	Европейская конкурентная политика способствовала снижению объемов государственной помощи национальным производителям, но объем субсидий остается большим. Осуществляется наднациональное субсидирование сельскохозяйственной продукции, вывозимой за пределы Евросоюза	Сохраняются национальные системы субсидирования отдельных видов производств
4	Система правительственных закупок	Государственные закупки товаров и услуг осуществляются на основе принципа прозрачности и свободного доступа на рынок. Сохраняется проблема мониторинга по проведению тендеров	Либерализован допуск к системе правительственных контрактов, предлагаемых основными государственными органами во всех трех странах американского сегмента
5	Разрешение споров	Споры разрешаются Европейским судом	Споры разрешаются в рамках Комиссии по свободной торговле

инвесторов. Однако биржевой спекулятивный бум 90-х привел к смещению акцентов от преимущественного выбора надежных инструментов, которыми в большей своей части и являются долговые обязательства, к потенциально намного более доходным. Тем не менее рынок долговых обязательств по-прежнему играет ключевую роль в современной экономической жизни, а триллионы долларов инвестируются именно в долговые инструменты. Причем последние зачастую используются для спекулятивных игр, придавая им устойчивость и подкладывая финансовую подушку в виде гарантированных денежных поступлений.

Товарный рынок рассматривает только биржевую составляющую, которая в достаточной степени прозрачна, особенно по сравнению с внебиржевым рынком, а также пригодна как для инвестирования, так и для спекулятивной игры. В данном случае используется масса срочных контрактов на различные товары и товарные группы, с учетом происходящих в мире экономических и политических процессов.

Валютный рынок обслуживает платежный баланс, состоящий из торгового баланса и движения капиталов. Торговый баланс отражает динамику и объемы экспортно-импортных операций, немалую часть которых составляет биржевой товарный рынок. Еще большую значимость в настоящий момент имеет движение капиталов между различными странами.

10.3. Европейский сегмент мирового инвестиционного рынка

Европейский сегмент объединяет развитые страны, входящие в Европейский союз, а также страны Восточной Европы, Ближнего Востока, традиционно тяготеющие к финансовому рынку Швейцарии. Этот рынок характеризуется годовыми объемами капитала в 10 трлн долл., наличием наиболее дешевых и долгосрочных ресурсов, предоставляемых иностранными инвесторами из расчета 2–5 % годовых.

Европейская практика регулирования инвестиций в основном характеризуется принципом свободного движения капитала. Свободное движение капитала в странах Европейского союза (Швеция, Германия, Испания, Италия, Бельгия, Франция и др.) дает партнерам экономические преимущества благодаря рациональному размещению капиталов в рамках ЕС, стимулирует свободную деятельность компаний в сфере финансовых услуг. Таким образом, свободное движение капитала — необходимое условие для формирования единого рынка финансовых услуг и либерализации рынков капитала. Инвестиционное регулирование в странах Европейского союза имеет следующие направления:

— полная либерализация взаимных капиталовложений;

— формирование единого законодательства для компаний стран — участниц в области осуществления инвестиционной деятельности;

— определение национальных мер стимулирования взаимных инвестиций;

— разработка общих правил инвестиционного сотрудничества с третьими странами.

Сохранение национальных требований стимулирует резидентов покупать, продавать и держать акции за рубежом, а не в стране резиденции. Нерезиденты имеют преимущества перед резидентами при осуществлении финансовых инвестиций на внутреннем рынке. Фактически это не стимулирует приток и отток инвестиций, нарушает эффективное размещение капитала в рамках группировки. В странах ЕС практически не действуют исключения из принципа свободного движения капитала, тем не менее существуют ограничения на взаимные капиталы.

Эксперты Европейского союза в области регулирования иностранных инвестиций выявляют следующие факторы, препятствующие капиталопотокам: налоговый режим в отношении нерезидентов и валютные риски, что приводит к низкой ликвидности на национальных рынках. Значительными барьерами для иностранных инвесторов являются местные требования к национальным различиям в законодательстве компаний, бухгалтерской отчетности,

взиманию налогов. К примеру, во Франции и Португалии ограничен доступ местных банков к рынкам государственных долговых обязательств, сохраняются ограничения на отдельных рынках облигаций. В Греции иностранным эмитентам запрещено выпускать отдельные виды облигаций.

Доступ к отдельным национальным рынкам затруднен, поскольку сохраняются национальные требования, в основном имеющие скрытый характер и связанные со спецификой административной практики.

В странах Евросоюза действует система правительственных закупок, которая направлена на ликвидацию дискриминационной политики допуска к государственным рынкам снабжения и инфраструктурных объектов. Данная система стимулирует международную конкуренцию на рынке. Соответственно многие рынки стран ЕС характеризуются высоким объемом государственных заказов. Особенно это характерно для рынков медицинского и офисного оборудования.

Кроме этого в странах ЕС действуют Правила слияния компаний, т. е. наднационального контроля, которые распространяются на сделки при следующих условиях:

1) совокупный оборот компаний-участниц составляет более 5 млрд евро за год;

2) ежегодный оборот в рамках Евросоюза двух компаний, участвующих в процессе слияния, превышает 250 млн евро;

3) каждый из участников сделки имеет не более 2/3 своего ежегодного оборота в рамках ЕС в каждой стране-участнице.

Учитываются все три критерия. Правила контроля распространяются на слияние компаний в совместные предприятия, нацеленные на структурные изменения данного рынка. Процесс слияния должен быть одобрен уполномоченным органом. Отказ от слияния компаний может привести к взиманию штрафа до 10 % стоимости ежегодного оборота участников сделки. Штраф накладывается по решению Европейской комиссии.

Что касается финансирования взаимных капиталовложений, то в рамках ЕС действуют наднациональные финансовые органы,

финансирующие инвестиции в совместные или национальные проекты. К ним относятся Европейский инвестиционный банк (ЕИБ), Европейский инвестиционный фонд (ЕИФ), Европейский фонд регионального развития (ЕФРР), Европейский социальный фонд (ЕСФ).

10.4. Азиатско-тихоокеанский сегмент мирового инвестиционного рынка

Азиатско-тихоокеанский сегмент (АТС) мирохозяйственных связей был создан в 1989 г., в него вошли страны Юго-Восточной Азии и Океании. Первоначально в состав Азиатско-Тихоокеанского экономического сообщества (АТЭС) входило 12 стран Тихоокеанского бассейна: Япония, Австралия, Новая Зеландия, Корея, Индонезия, Таиланд и др.

В настоящее время АТС объединяет 21 экономику западной и восточной частей Тихоокеанского бассейна и Океании. Финансовые ресурсы АТС концентрируются на рынке Японии, годовые объемы капитала превышают 6 трлн долл. Этот рынок в основном базируется на собственных ресурсах и по сравнению с рынком США характеризуется невысокой долей заемного капитала. Крупнейшими импортерами ресурсов рынка Японии являются Китай, страны Океании и Юго-Восточной Азии, а также в последние годы — страны Латинской Америки и Западной Европы. В настоящее время отмечается рост тяготения АТС к европейскому рынку, все большая часть финансово-хозяйственных связей сосредоточивается между Японией и Швейцарией.

Азиатско-тихоокеанский сегмент уступает Европе и Америке в формировании свободных инвестиционных зон. Инвестиционное регулирование ведется в двусторонних зонах свободной торговли, между Японией и Сингапуром, Новой Зеландией и Сингапуром.

Существенный элемент Азиатско-Тихоокенаского экономического сообщества — это использование принципа недискриминации в рамках режима наибольшего благоприятствования и наци-

онального режима. Недискриминация предполагает немедленное или в течение определенного времени введение режима наибольшего благоприятствования (РНБ), за исключением некоторых отраслей (список ограничений определяет каждая страна).

В азиатско-тихоокеанском сегменте действует принцип прозрачности, призванный своевременно уведомлять инвесторов об изменениях в инвестиционных режимах через проводимые брифинги о текущей инвестиционной политике и возможных изменениях правового режима в отношении допуска и деятельности зарубежных инвесторов.

Страны АТС являются как крупными реципиентами, так и крупными экспортерами ПЗИ. Для анализа и контроля прямых иностранных инвестиций в странах АТС ежегодно определяется показатель инвестиционной открытости стран, разработанный экспертами Совета по тихоокеанскому экономическому сотрудничеству. Данный показатель рассчитывается с учетом следующих факторов:

— право на создание инвестиционного продукта (услуги);
— порядок перевода прибыли;
— требования к найму персонала;
— система налогообложения;
— гарантии инвесторам и порядок разрешения споров;
— предоставление инвестиционных стимулов;
— порядок экспорта капитала.

Кроме вышеуказанного показателя, определяется индекс инвестиционного доверия, разрабатываемый консалтинговой компанией «Керни». В его основу положены ожидания инвесторов. По данным официальной международной статистики, из 25 стран, имеющих наиболее высокий индекс инвестиционного доверия, почти половина — это страны АТС. Инвесторами АТС осуществляется глобальная инвестиционная стратегия, составляющая 72 % проводимой общей инвестиционной политики. По сравнению с Северной Америкой удельный вес инвестиционной стратегии составляет 60 %. Такая ситуация объясняет особое внимание к азиатско-тихоокеанскому сегменту международного финансового рынка. Несмотря

на высокую степень взаимозависимости в АТС, инвесторы предпочитают проводить широкомасштабные глобальные операции, а не ограничиваться рамками регионального рынка.

10.5. Международное регулирование иностранных инвестиций

Международное регулирование иностранных инвестиций осуществляется на двустороннем, региональном и многонациональном уровнях.

Создание благоприятного инвестиционного климата во многом зависит от действующей системы приема капитала. Под системой приема капитала понимают совокупность правовых актов и институтов, регламентирующих государственную политику в части зарубежных вложений.

Основные международные экономические организации в системе инвестиционного регулирования представлены на рис. 56.

Международный валютный фонд (МВФ) — является международной валютно-финансовой организацией, предназначенной для регулирования валютно-кредитных отношений между государствами — членами МВФ и оказания им финансовой помощи при валютных затруднениях, вызываемых дефицитом платежного баланса, путем предоставления краткосрочных и среднесрочных

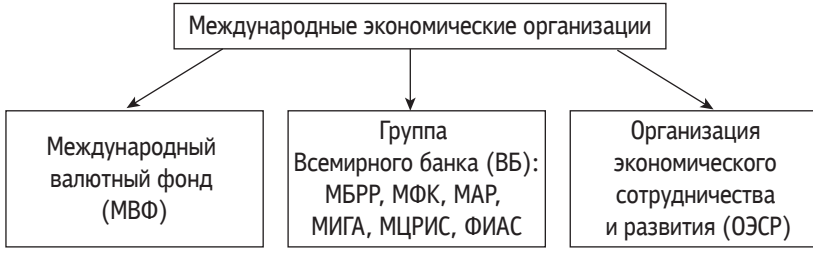


Рис. 56. Международные экономические организации в системе инвестиционного регулирования

кредитов в иностранной валюте. Имеет статус специализированного учреждения ООН. МВФ был учрежден на Международной валютно-финансовой конференции ООН в 1944 г. (Бреттон-Вудс, США). Начал функционировать в мае 1946 г., к финансовым операциям приступил с 10 марта 1947 г. Место пребывание руководящих органов (штаб квартира фонда) — Вашингтон, США.

Задачи и цели МВФ:

— развитие международного валютно-финансового сотрудничества;

— проведение консультаций по валютным проблемам;

— устранение валютных ограничений;

— достижение стабильности валютных курсов и недопущение конкурентной девальвации валют;

— содействие в создании многосторонней системы платежей по текущим операциям между странами-членами.

Основные направления деятельности МВФ:

— выступает проводником принятой Западом по инициативе США установки на демонетизацию золота, в соответствии с которой страны-члены не могут использовать золото в качестве средства выражения стоимости своих денежных единиц;

— создает ликвидные средства в виде специальных прав заимствования (SDR), предназначенные для увеличения резервов стран-членов и распределяемые пропорционально величине их квот;

— производит регулирование режима валютных курсов стран-членов. В соответствии с поправками к уставу МВФ страны-члены имеют возможность выбора практически любого валютного режима: либо плавающий, либо фиксированный валютный курс, который может быть выражен в одной из национальных валют, в единице СДР или в избранном страной наборе ряда валют (валютная корзина). При этом при проведении политики в области валютного курса страны должны руководствоваться определенными нормами. МВФ контролирует соблюдение странами этих норм;

— постоянно добивается от стран-членов устранения валютных ограничений на осуществление платежей и переводов по текущим международным операциям;

— предоставляет кредиты правительствам стран-участниц для покрытия дефицитов платежных балансов и решения общегосударственных задач;

— осуществляет постоянный надзор за макроэкономической и валютной политикой стран-членов и за состоянием мировой экономики. Государства обязаны регулярно предоставлять фонду широкий набор сведений о состоянии экономики и постоянно консультироваться с ним.

Группа Всемирного банка в системе инвестиционного регулирования

Всемирный банк — это специализированное финансовое учреждение ООН. Всемирный банк занимается проблемами инвестиционного регулирования главным образом в сфере стимулирования притока инвестиций в страны с повышенным уровнем риска — развивающиеся страны и страны с переходной экономикой.

В группу Всемирного банка по международному регулированию иностранных инвестиций входят следующие организации:

— Международный банк реконструкции и развития (МБРР);

— Международная финансовая компания (МФК);

— Международная ассоциация развития (МАР);

— Международный центр по разрешению инвестиционных споров (МЦРИС);

— Многостороннее агентство по инвестиционным гарантиям (МИГА);

— Консультативный совет по иностранным инвестициям (ФИАС; Foreign Investment Advisory — FIAS).

Основные направления деятельности Всемирного банка:

— предоставление целевых кредитов на строительство промышленных предприятий, инфраструктурных объектов в развивающихся странах и странах с переходной экономикой (МБРР, МФК, МАР);

— гарантирование инвестиций в странах с повышенным уровнем риска (МИГА);

— содействие в разрешении инвестиционных споров (МЦРИС и МИГА);

— техническое содействие в привлечении зарубежных инвестиций в развивающиеся страны и страны с переходной экономикой (МИГА и ФИАС).

Международный банк реконструкции и развития (МБРР) — головная структура группы Всемирного банка. Учрежден одновременно с Международным валютным фондом на основе Бреттонвудских соглашений в июле 1944 г. Деятельность начал с июня 1946 г. Вступление в МВФ является непременным условием членства в МБРР. Основная цель создания МБРР заключалась в аккумуляции капитала с мирового рынка для финансирования экономики западноевропейских стран. МБРР организован на принципах открытого партнерства. Ресурсы МБРР формируются главным образом за счет заимствований на мировом финансовом рынке путем эмиссии ценных бумаг.

В кредитной стратегии МБРР в отношении развивающихся стран и государств с переходной экономикой происходили те же принципиальные изменения, которые характерны для официального финансирования развития на двусторонней основе. При решении вопроса о предоставлении средств МБРР тщательно анализирует экономическое состояние страны. Обычной является практика направления миссий с целью изучения положения дел на месте. МБРР накоплен большой опыт проектного финансирования. Его экспертиза отличается высоким качеством, и финансируемые им объекты в большинстве случаев работают эффективно. Как правило, МБРР выделяет не более 30 % средств, необходимых для финансирования объекта. Остальные расходы страна–получатель кредита покрывает за счет внутренних ресурсов или привлекает других зарубежных кредиторов.

Международная ассоциация развития (МАР) — это организация, входящая в группу Всемирного банка и осуществляющая кредитование на льготных условиях, поскольку не все развитые страны могут воспользоваться кредитами на условиях МБРР. МАР была создана в 1960 г. Все страны — члены МБРР могут вступить в МАР. В данную организацию входит 161 государство. Россия вступила в МАР 22 мая 1992 г.

МБРР и МАР имеют единое руководство. Они часто осуществляют совместное финансирование проектов, проводят общую стратегическую линию. Однако учет финансовой деятельности этих институтов ведется раздельно. МАР в отличие от МБРР не привлекает ресурсы мирового финансового рынка и функционирует за счет взносов стран-доноров. В связи с этим она постоянно сталкивается с нехваткой средств.

Основные направления деятельности ассоциации:

— создание благоприятных условий для частных капиталовложений;

— поощрение экспорта капитала в развивающиеся страны;

— осуществление контроля над льготным многосторонним кредитованием;

— предоставление беспроцентных займов беднейшим странам мира.

Кредиты выделяются на срок до 50 лет при льготном периоде 10 лет. Кредиты беспроцентные, взимается лишь комиссия на покрытие административных расходов (около 0,5 %). На кредиты МАР вправе претендовать только те страны, где ВВП на душу населения не превышает 785 долл.

Международная финансовая корпорация (МФК) — была создана в 1956 г. для содействия развитию частного сектора в развивающихся странах путем мобилизации на эти цели внутренних и внешних ресурсов. Кредиты МФК выдаются на срок более 15 лет. МФК не только предоставляет кредиты, но и приобретает акции и облигации компаний. Однако инвестиции в ценные бумаги должны быть краткосрочными и перепродаваться частным инвесторам.

В отличие от МБРР и МАР, корпорация не требует государственных гарантий и полностью разделяет риски при финансировании проектов. МФК осуществляет тщательный отбор проектов и предъявляет высокие требования к их рентабельности. Ресурсы МФК не превышают 25 % стоимости объекта.

Поскольку МФК выполняет иные, чем МБРР, функции, то в юридическом и финансовом отношении МФК — самостоятельная организация.

Многостороннее агентство по инвестиционным гарантиям (МИГА) — создано в 1988 г. на основе Сеульской конвенции 1985 г.

Основные направления деятельности:

1) страхование зарубежных инвестиций от некоммерческих рисков в странах с повышенным уровнем риска;

2) техническое содействие в стимулировании привлечения зарубежных инвестиций в развивающиеся страны и страны с переходной экономикой;

3) содействие в разрешении споров до обращения сторон в судебные органы (МЦРИС).

До создания МИГА вышеназванными направлениями деятельности занимались государственные организации и частные страховые компании, предоставлявшие гарантии иностранным капиталовложениям от политических рисков.

Международный центр по разрешению инвестиционных споров (МЦРИС) — был создан на основе Вашингтонской конвенции о разрешении инвестиционных споров между правительствами и инвесторами, подписанной в 1965 г. Конвенция вступила в силу 14 октября 1966 г. Центр входит в группу Всемирного банка и носит автономный характер.

Основные направления деятельности:

— содействует примирению и арбитражному разбирательству споров между странами-участницами и инвесторами, которые рассматриваются как граждане других стран — участниц центра;

— рассматривает спорные вопросы, в которых участвует страна (или инвестор из страны), не являющаяся членом центра;

— ведет исследовательскую деятельность, оказывает содействие в разрешении инвестиционных споров в соответствии со своими целями, удовлетворяет просьбы правительств стран-участниц по содействию в вопросах инвестиций и применению арбитражных правил.

Консультативный совет по иностранным инвестициям (ФИАС) — оказывает содействие развивающимся странам и странам с переходной экономикой в привлечении зарубежных инвестиций, разработке законодательной базы, направлений и средств инвестиционной политики и стратегии. Совет создан в 1985 г. Все-

мирным банком и Международной финансовой корпорацией с возможностью использования финансовых и технических ресурсов всех структур группы ВБ (в том числе МИГА и МЦРИС).

Основные направления деятельности консультативной помощи:

— содействие в разработке законодательной базы и правил регулирования на основе постоянных обзоров правового климата страны, рекомендаций по сокращению ограничений на долю зарубежного участия, конвертируемости валют, возможности покупки иностранцами земельных участков; защита интересов инвесторов в соответствии с национальным законодательством и международными соглашениями;

— регулирование административных барьеров: проведение исследований экспертами ФИАС по бюрократическим и прочим ограничениям административного характера, их выявлению, постепенной гармонизации и повышению прозрачности;

— рекомендации по применению инвестиционных льгот, составляемые на основе оценки эффективности тех или иных льгот;

— содействие в привлечении инвестиций, что существенно влияет на решения о вложении капитала, его объем и направления и помогает национальным структурам, занимающимся подобными вопросами, в разработке стратегий, направленных на реализацию конкурентных преимуществ и возможностей по привлечению и использованию прямых зарубежных инвестиций.

Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) — объединяет достаточно богатые страны. Одним из направлений деятельности ОЭСР является содействие либерализации инвестиций между странами-участницами. К основным документам ОЭСР, действующим в сфере инвестиционного регулирования, относятся следующие:

1) кодекс по либерализации капиталов;
2) кодекс по либерализации невидимых текущих операций;
3) декларация о зарубежных инвестициях и многонациональных корпорациях;
4) инструмент национального режима;
5) конвенция по запрету коррупции среди чиновников;

В соответствии с кодексом ОЭСР, *либерализация движения капитала* означает, что резиденты могут свободно вести сделки с нерезидентами по любым операциям и с использованием любых финансовых инструментов, находящихся за рубежом. В частности, резиденты могут свободно покупать на зарубежных рынках коммерческие бумаги, выпущенные нерезидентами, даже если в стране резиденции рынка таких бумаг нет. Резиденты также могут свободно выпускать ценные бумаги за рубежом без предварительного одобрения со стороны национальных властей, даже если требуется получение такого разрешения для выпуска ценных бумаг на внутреннем рынке.

Национальный режим распространяется на фирмы, находящиеся в зарубежной собственности, охватывая стадию их функционирования (но не стадию допуска). Соответствующие нормы носят рекомендательный характер и не связывают взаимными обязательствами страны ОЭСР. Исключениями из национального режима в рамках ОЭСР могут быть, например, отраслевые ограничения допуска зарубежных инвесторов (не могут иметь в собственности более 20 % корпорации или компании) в банковскую сферу, воздушный и морской транспорт, телекоммуникации, атомную энергетику, рыбное хозяйство.

Таким образом, регулирование капиталопотоков в рамках ОЭСР практически соответствует подходу МВФ: сначала была осуществлена либерализация текущих, а затем капитальных счетов. По правилам ОЭСР либерализация текущих счетов носит обязательный характер, а либерализация капитальных счетов — рекомендательный. В основу регулирования и либерализации положен национальный режим, предоставляемый зарубежным инвесторам на стадии допуска (в соответствии с кодексом по либерализации движения капитала и кодексом по либерализации текущих невидимых операций) или на стадии функционирования (в соответствии с инструментом национального режима).

Контрольные вопросы

1. Что представляет собой мировой инвестиционный рынок?
2. Какова структура мирового инвестиционного рынка?
3. По каким признакам классифицируются участники мирового инвестиционного рынка?
4. Что такое хеджирование?
5. Дайте сравнительную характеристику основных направлений европейского и американского сегментов мирового инвестиционного рынка.
6. Каковы особенности рынка долговых обязательств американского инвестиционного рынка?
7. По каким направлениям осуществляется инвестиционное регулирование в странах Европейского союза?
8. Какие факторы, препятствующие капиталопотокам, выделяются экспертами Европейского союза в области регулирования иностранных инвестиций?
9. Дайте краткую характеристику азиатско-тихоокеанскому сегменту мирового инвестиционного рынка.
10. Какие международные экономические организации существуют в системе инвестиционного регулирования?
11. Перечислите основные направления деятельности Международного валютного фонда.
12. Какие организации входят в группу Всемирного банка по международному регулированию иностранных инвестиций?

Список рекомендуемой литературы

Ивасенко А. Г. Иностранные инвестиции : учеб. пособие / А. Г. Ивасенко, Я. И. Никонова. 2-е изд., стер. М. : КноРус, 2011. 272 с.

Иностранные инвестиции : учеб. пособие / И. А. Заякина [и др.]. 2-е изд., перераб. и доп. Старый Оскол : ТНТ, 2011. 288 с.

Иностранные инвестиции : учеб. пособие / под ред. А. П. Косинцева. М. : КноРус, 2014. 210 с.

Корда Н. И. Иностранные инвестиции : учеб. пособие / Н. И. Корда. М. : КноРус, 2015. 120 с.

Костюнина Г. М. Иностранные инвестиции (вопросы теории и практики зарубежных стран) : учеб. пособие / Г. М. Костюнина. М. : Инфра-М, 2014. 304 с.

Леонова Ю. Ю. Региональные интересы и факторы инвестиционной активности зарубежных компаний в России : монография / Ю. Ю. Леонова. М. : ЛЕНАНД, 2015. 195 с.

Орлова Е. Р. Иностранные инвестиции в России : учеб. пособие / Е. Р. Орлова, О. М. Зарянкина. М. : Омега-Л, 2009. 201 с.

Подшиваленко Г. П. Иностранные инвестиции : курс лекций / Г. П. Подшиваленко. М. : КноРус, 2010. 120 с.

Хазанович Э. С. Иностранные инвестиции : учеб. пособие / Э. С. Хазанович. 3-е изд., перераб. М. : КноРус, 2013. 311 с.

ГЛОССАРИЙ

Агентство по страхованию экспортных кредитов и инвестиций — создано для поддержки российского экспорта, и в первую очередь для отечественной высокотехнологичной продукции (машины, оборудование и транспортные средства, строительные и инженерные услуги).

Агентство стратегических инициатив — создано для содействия в преодолении административных барьеров и привлечения софинансирования для перспективных коммерческих, социальных и инфраструктурных проектов.

Акционерный инвестиционный фонд (АИФ) — является довольно популярным среди инвесторов, средства в него привлекаются с помощью эмиссии ценных бумаг. Все деньги, которые получаются от продажи акций, направляются на приобретение акций, принадлежащих крупным и стабильно развивающимся фирмам, которые приносят своим владельцам хорошую прибыль. В результате все участники данного фонда получают доходы, однако сама организация не имеет право заниматься деятельностью, связанной с какими-либо реальными товарами.

Валютный риск — это вероятность финансовых потерь в результате изменения курса валют, которое может произойти в период после заключением контракта.

Венчурные инвестиции — это долгосрочные вложения, проводимые чаще всего инновационными банками в новые предприятия и фирмы, занимающиеся научно-техническими разработками и изобретениями, ценные бумаги, сопряженные с высокой степенью риска в ожидании высокой прибыли.

Венчурный фонд — это механизм инвестирования ресурсов в активы (как правило, инновационные предприятия и стартапы), которые для стандартного рынка инвестиций представляют слишком большой риск.

Внутренняя норма прибыли (*IRR*) — уровень доходности средств, направленных на цели инвестирования, по своей природе близка к различным процентным ставкам.

Заемные источники финансирования инвестиций — это средства других юридических и физических лиц, временно привлекаемые в форме займов, кредитов. Они предоставляются организации во временное пользование на определенный срок на условиях срочности, возвратности и платности.

Измеримая неопределенность — может быть описана статистическими закономерностями и имеет количественные характеристики. Ее еще называют статистической неопределенностью. Оценка измеримой неопределенности позволяет предусмотреть масштаб негативных последствий для инвестиционного проекта и оценить затраты на их предотвращение.

Инвестиции — в широком смысле это все виды материальных ценностей, знания и другие средства (например, имущественные права, ценные бумаги, права пользования и т. д), вкладываемые в экономику с целью получения прибыли или определенного социального эффекта.

Инвестиции активные — это инвестиции, которые обеспечивают повышение конкурентоспособности фирмы и ее прибыльности по сравнению с ранее достигнутыми за счет внедрения новой технологии, организации выпуска пользующихся спросом товаров, захвата новых рынков или поглощения конкурирующих фирм.

Инвестиции пассивные — это инвестиции, которые обеспечивают в лучшем случае не ухудшение показателей прибыльности вложений в операции данного предприятия за счет замены устаревшего оборудования, подготовки нового персонала взамен уволившихся сотрудников и т. д.

Инвестиции портфельные — вложение капитала в приобретение ценных бумаг.

Инвестиции прямые — вложение капитала в новое строительство или расширение, перевооружение действующих предприятий.

Инвестиционная политика государства — это совокупность мероприятий, проводимых государством по управлению инвестиционной деятельностью с целью создания оптимальных условий для активизации инвестиционного процесса.

Инвестиционная система — это совокупность конкретных финансовых органов, инвестиционных институтов и фондов, призванных на практике осуществлять реализацию государственной инвестиционной политики.

Инвестиционные компании — финансово-кредитные организации, занимающиеся привлечением средств инвесторов.

Инвестиционный омбудсмен — это институт федерального инвестиционного уполномоченного для сопровождения проектов иностранных инвесторов.

Инвестиционный пай — именная ценная бумага, удостоверяющая долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, он дает право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления ПИФом и право на получение денежной компенсации при прекращении ПИФа. Пай не имеет номинальной стоимости, свободно обращается по окончании формирования фонда.

Инвестиционный портфель — это управляемая совокупность разных активов, ликвидность и срочность которых различаются.

Инвестиционный риск — это вероятность недополучить запланированную прибыль в ходе реализации инвестиционного проекта.

Инвестиционный фонд России — это государственный фонд для софинансирования инвестиционных проектов. Инвестиционный фонд привлекает инвесторов тем, что позволяет получать финансирование на весь мегапроект с применением одной административной процедуры (процедуры прохождения заявки), предоставляет инвестору возможность использовать механизмы государственно-частного партнерства, т. е. концессии.

Инвестиционный фонд — организация, выпускающая акции с целью мобилизации денежных средств инвесторов и их вложения от имени фонда в ценные бумаги, а также размещения на банковских счетах и вкладах, при этом все риски, связанные с такими вложениями, все доходы и убытки от изменения рыночной оценки таких вложений в полном объеме относятся на счет владельцев (акционеров) этого фонда и корректируются ими за счет изменения текущей цены акций фонда.

Инвестор — физическое или юридическое лицо, осуществляющее вложение собственных, заемных или иных привлеченных средств в инвестиции с целью получения прибыли.

Иностранные инвестиции — представляют собой капитальные средства, вывезенные из одной страны и вложенные в различные виды предпринимательской деятельности за рубежом с целью извлечения предпринимательской прибыли или процента.

Интеграция — на уровне экономики государства это форма интернационализации хозяйственной жизни различных стран в современных условиях. Отражает объективный процесс формирования мирового хозяйства на основе международного разделения труда.

Инфляционный риск — риск, вызванный непредвиденным ростом издержек производства в связи с инфляционными процессами.

Истинный лизинг — лизинг, направленный на оптимизацию налоговых платежей, включает:

— *прямой лизинг,* при котором лизингодатель приобретает лизинговое имущество за счет собственных средств и несет все риски по мобилизации ресурсов, необходимых для приобретения передаваемого в лизинг имущества;

— *сублизинг* — это операция через посредника;

— *хеджированный лизинг* — это особый вид сделки, который заключается в предоставлении лизингодателем лизингополучателю части денежных средств для покупки объекта лизинга, при этом остальная часть средств, необходимых для приобретения имущества, перечисляется самим лизингополучателем на нерегрессионной основе.

Источники финансирования инвестиций — это денежные средства, которые могут использоваться в качестве инвестиционных ресурсов.

Консультативный совет по иностранным инвестициям — создан для содействия привлечению иностранных инвестиций в экономику России, а также выработки решений по улучшению инвестиционного климата.

Концессия — это инструмент привлечения частных инвестиций, представляет собой систему договоров между государством и частным инвестором в отношении государственной или муниципальной собственности или монопольных видов деятельности.

Кредитный риск — риск неуплаты заемщиком долга и процентов.

Лизинг с опционом — используется при работе с автотранспортом, предназначенным для эксплуатации на шоссейных автодорогах.

Лизинг с условной продажей — представляет собой продажу оборудования с рассрочкой платежа.

Международный лизинг — это договор аренды между лизингополучателем и лизингодателем, которые находятся в разных странах или подвержены различной страховой юрисдикции. Существуют следующие направления международного лизинга:

— *экспортный лизинг*, при котором зарубежной стороной является сторона арендатора и предназначенное для лизинга оборудование вывозится из страны на условиях экспортного контракта;

— *импортный лизинг*, при котором зарубежной стороной является лизингодатель и оборудование поставляется в страну арендатора на условиях импортного контракта;

— *транзитный лизинг*, при котором все участники находятся в разных странах.

Методы финансирования инвестиций — это механизмы привлечения инвестиционных ресурсов с целью финансирования инвестиционного процесса.

Мировой инвестиционный рынок — глобальный механизм долгосрочного зарубежного вложения временно свободных денежных средств с целью получения дохода в будущем.

Негосударственный пенсионный фонд (НПФ) — специализированные организации социального страхования, особая организационно-правовая форма некоммерческой организации социального обеспечения, исключительным видом деятельности которой является негосударственное пенсионное обеспечение участников фонда на основании договоров

о негосударственном пенсионном обеспечении населения с вкладчиками фонда в пользу участников фонда.

Неопределенность инвестиционного проекта — это неполнота, неточность или отсутствие исходной информации по проекту.

Общие фонды банковского управления (ОФБУ) — работают в целом так же, как и ПИФы, строя свою деятельность на принципах доверительного управления. Однако управляют ими банки высшей категорией надежности, а аккумулированные ресурсы они могут вкладывать не только в российские, но и в зарубежные активы.

Операционный риск — риск, связанный с операциями на рынке (опасность потерь от биржевых и внебиржевых сделок).

Отраслевая инвестиционная политика — это деятельность, направленная на инвестиционную поддержку приоритетных отраслей экономики, развитие которых обеспечит экономическую и оборонную безопасность страны, экспорт промышленной продукции, ускорение научно-технического прогресса и динамизм развития в перспективе.

Офшорная зона (означает «вне берега») — это финансовые центры, привлекающие иностранный капитал путем предоставления специальных налоговых и других льгот иностранным компаниям, зарегистрированным в стране расположения центра офшора.

Оценка уровня риска инвестиций — это определение количественным или качественным способом степени риска, характерной для конкретного проекта.

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) — аккумулирует средства частных инвесторов и вкладывает эти средства в различные инструменты финансового рынка. Полученный доход или убыток распределяется среди всех пайщиков пропорционально их первоначальному взносу (паю). Доход пайщика — прирост стоимости пая. Виды ПИФов:

— *открытый ПИФ* — купить пай или забрать деньги можно в любой момент. Средства пайщиков инвестируются в высоколиквидные активы;

— *интервальный ПИФ* — открыт для операций в определенное время (один раз в квартал (чаще всего) или год);

— *закрытый ПИФ* — принимает средства на длительный период (3–15 лет). То есть купить пай такого фонда можно только при его формировании, а предъявить к погашению — только по окончании срока

действия договора доверительного управления фондом. Исходя из длительного срока доверительного управления у таких фондов есть возможность инвестировать средства в низколиквидные активы (недвижимость, ипотечные закладные, венчурные проекты);

— *биржевой ПИФ* — индексный фонд, паи которого обращаются на бирже. Структура такого фонда копирует структуру выбранного базового индекса. В отличие от индексного фонда, с акциями биржевого ПИФа можно производить все те же операции, которые доступны для обыкновенных акций в биржевой торговле. То есть операции по акциям могут совершаться в течение всего торгового дня, а их цена меняется в зависимости от активности на рынке.

Полная неопределенность — возникает тогда, когда невозможно установить все факторы, которые могут повлиять на результат инвестирования, и их взаимодействие, а следовательно, нельзя оценить масштаб негативных последствий.

Предсказуемая неопределенность — имеет не количественные характеристики, а только качественные. Чаще всего при таком виде неопределенности можно определить основные источники неопределенности, но невозможно оценить вероятность их проявления и масштаб негативных последствий (рисков).

Процентный риск — опасность потерь для финансовых институтов в результате превышения процентных ставок, выплачиваемых ими по привлекаемым средствам, над ставками по предоставляемым средствам. Также сюда относится риск потерь инвесторов по дивидендам от ценных бумаг.

Реальные инвестиции — это вложение капитала частных фирм или государства в производство продукции, предполагающее образование реального капитала (здания, сооружения, товарно-материальные запасы и др.).

Реинвестирование — это капиталовложения в объекты предпринимательской деятельности, финансируемые за счет доходов или прибыли иностранного инвестора, которые получены на территории принимающей страны.

Рентабельность инвестиций (*PI*) — это показатель, позволяющий определить, в какой мере возрастет стоимость фирмы в расчете на один рубль инвестиций.

Риск банкротства — полная (или частичная) потеря собственного капитала инвестора.

Риск снижения доходности — риск, возникающий в результате уменьшения процентов и дивидендов по инвестициям, вкладам, ценным бумагам.

Риск упущенной выгоды — риск наступления косвенного финансового ущерба в результате неосуществления какого-либо мероприятия.

Риск — возможность неудачи, вероятность непредвиденных потерь ожидаемой прибыли, материальных и денежных средств в связи с изменением условий хозяйственной деятельности, неблагоприятных экономических, политических и иных обстоятельств.

Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ) — инвестиционный фонд, созданный для привлечения иностранных инвестиций в лидирующие компании наиболее быстрорастущих секторов российской экономики.

Рынок коллективных инвестиций — рынок, реализующий схему инвестирования, при которой несколько участников, которые могут быть частными лицами или крупными компаниями, вкладывают свое имущество в единый фонд под управлением профессионального управляющего для его последующего вложения с целью получения прибыли.

Свободная экономическая зона (СЭЗ) — часть территории страны, на которой устанавливается льготный режим хозяйственной деятельности для иностранных инвесторов и предприятий с иностранными инвестициями, т. е. это территория, исключенная из действия обычного таможенного, налогового, а в некоторых случаях валютного и банковского законодательства.

Селективный риск — риск неправильного выбора способов вложения капитала при осуществлении инвестиций. Другими словами, это риск неправильного выбора инструмента инвестирования.

Собственные источники финансирования инвестиций — амортизационные отчисления и прибыль.

Совместные предприятия — это хозяйствующие единицы, созданные собственниками разных стран.

Спекулянт — это лицо, стремящееся получить прибыль за счет разницы в курсовой стоимости базисных активов, которая может возникнуть во времени.

Срок окупаемости инвестиций — определяет продолжительность времени, необходимого для возмещения начальных инвестиционных затрат из чистых денежных поступлений.

Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования — показывает оптимальное участие государства или частного бизнеса в инвестиционном процессе на условиях государственно-частного партнерства.

Структура инвестиций в основной капитал по формам собственности — это распределение инвестиций по формам собственности по отношению к их общей сумме.

Структура иностранных инвестиций — это вложения капитала иностранными инвесторами, а также зарубежными филиалами российских юридических лиц в объекты предпринимательской деятельности на территории России в целях получения дохода.

Структура капитальных вложений — подразделяется на технологическую, отраслевую и территориальную (региональную). Под *технологической структурой* капитальных вложений понимается состав затрат на сооружение какого-либо объекта и их доля в общей сметной стоимости. Под *отраслевой структурой* капитальных вложений понимается их распределение по отраслям промышленности и народного хозяйства в целом. Под *территориальной (региональной) структурой* инвестиций понимается их распределение по отдельным субъектам Российской Федерации.

Структура реальных инвестиций — это соотношение между инвестициями в основной и оборотный капитал.

Структура финансовых вложений — это распределение инвестиций в акции, облигации, другие ценные бумаги, а также в активы других предприятий по отношению к их общей величине.

Транснациональные компании (ТНК) — это компании нового типа международных монополий, глобальные инвесторы, зарекомендовавшие себя как ключевые агенты международного инвестирования и главные инициаторы международных трансфертов капитала, технологий и управленческого мастерства.

Финансовые инвестиции — это вложения капитала в акции, облигации и другие ценные бумаги, связанные непосредственно с титулом

собственника, дающим право на получение доходов от собственности, а также банковские депозиты.

Функции инвестиций. *Регулирующая функция инвестиций* — инвестиции способны корректировать процессы воспроизводства капитала и поддержание темпов их роста, развитие наиболее важных ключевых отраслей хозяйства, структурную перестройку экономики, ускорение научно-технического прогресса и улучшать социальное благосостояние. *Распределительная функция* инвестиций — суть данной функции заключается в осуществлении посредством распределения созданного общественного продукта в его денежной форме между отдельными собственниками, уровнями и сферами общественного производства, видами деятельности продукции и услуг. *Индикативная функция инвестиций* — позволяет контролировать движение к цели, т. е. вырабатывать такие регулирующие механизмы, которые обеспечивают как минимум равновесное состояние экономической системы.

Хеджер — это лицо, страхующее курсовые (ценовые) риски, риски трансфертов, присущие финансовым инструментам, свои активы или конкретные сделки на рынке спот.

Хеджирование — это операция страхования от риска изменения цен путем занятия на параллельном рынке противоположной позиции.

Чистая текущая стоимость (*NPV*) — это разница между суммой денежных поступлений от реализации проекта, приведенных к нулевому моменту времени, и суммой дисконтированных выплат, необходимых для реализации этого проекта.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1

Инвестиции в основной капитал отраслей экономики за 1999–2002 гг.

Показатели	1999		2000		2001		2002	
	млн руб.	% к итогу	млн руб.	% к итогу	млн руб.	% к итогу	млн руб.	% к итогу
Инвестиции в основной капитал, всего	**670 439**	**100,0**	**1 165 234**	**100,0**	**1 504 523**	**100,0**	**1 360 284**	**100,0**
в том числе в отрасли:								
промышленность из нее:	250 356	37,3	448 215	38,5	581 566	38,7	580 643	42,7
электроэнергетика	29 916	4,5	43 278	3,7	54 182	3,6	66 020	4,9
топливная	93 649	14,0	215 218	18,5	288 165	19,2	280 216	20,6
нефтедобывающая	58 686	8,8	135 159	11,6	190 404	12,7	173 529	12,8
нефтеперерабатывающая	5 605	0,8	20 418	1,8	26 315	1,7	26 795	2,0
газовая	22 817	3,4	50 508	4,3	58 950	3,9	64 848	4,8
угольная	6 482	1,0	9 070	0,8	12 433	0,8	12 954	1,0
черная металлургия	13 466	2,0	23 396	2,0	30 956	2,1	27 118	2,0
цветная металлургия	16 318	2,4	32 121	2,8	45 686	3,0	42 867	3,1
химическая и нефтехимическая	10 540	1,6	18 521	1,6	26 768	1,8	25 828	1,9

Окончание прил. 1

Показатели	1999		2000		2001		2002	
	млн руб.	% к итогу	млн руб.	% к итогу	млн руб.	% к итогу	млн руб.	% к итогу
машиностроение и металлообработка	24 254	3,6	34 309	2,9	43 400	2,9	43 577	3,2
лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная	11 085	1,6	17 833	1,5	16 683	1,1	17 633	1,3
промышленность строительных материалов	4 157	0,6	7 689	0,7	9 948	0,7	10 385	0,8
легкая	2 142	0,3	2 247	0,2	2 734	0,2	2 202	0,2
пищевая	39 308	5,9	42 161	3,6	48 483	3,2	51 351	3,8
сельское хозяйство	19 675	2,9	31 442	2,7	58 357	3,9	42 678	3,1
лесное хозяйство	877	0,1	1 179	0,1	856	0,1	490	0,04
строительство	25 816	3,9	45 222	3,9	56 714	3,8	36 908	2,7
транспорт	124 198	18,5	245 736	21,1	311 215	20,7	259 451	19,1
образование	10 655	1,6	16 019	1,4	22 539	1,5	23 129	1,7
финансы, кредит, страхование, пенсионное обеспечение	11 147	1,7	9 406	0,8	11 732	0,8	14 050	1,0
управление	12 334	1,8	16 869	1,4	21 297	1,4	24 135	1,8

Приложение 2

Основные инвестиционные показатели российской экономики за 2013–2017 гг.

Показатели	2013	2014	2015	2016	2017
Инвестиции в основной капитал, всего, млрд руб.	**13450,2**	**13902,6**	**13897,2**	**14748,8**	**159,66,8**
По видам экономической деятельности:					
добыча полезных ископаемых	2004,0	2144,8	2385,2	2830,4	3025,5
обрабатывающие производства	1945,3	2084,6	2172,6	2123,7	1921,2
транспортировка и хранение	3288,6	2981,0	2499,7	2726,7	2177,8
прочие	6212,3	6692,2	3839,7	6959	4901,1
По формам собственности:					
государственная	2315,5	2069,7	2052,2	2238,1	2232,3
частная	7252,3	7832,9	7903,2	8240,7	9536,2
иностранная	1038,1	975,8	1147,1	1098,6	1041,2
совместная российская и иностранная	871,6	951,2	1029,6	1398,6	1379,7
По источникам финансирования:					
собственные средства	4549,9	4742,3	5271,1	5750,7	6268,2
привлеченные средства	5515,8	5637,3	5225,2	5531,8	5757,4
заемные средства	626,1	660,1	701,0	674,4	611,4
бюджетные средства	1916,3	1761,3	1922,7	1856,7	1966,3
прочие					

Показатели	2013	2014	2015	2016	2017
Финансовые вложения, млрд руб.	**72888,4**	**78604,3**	**127113,6**	**136718,8**	**165669,1**
краткосрочные	63441,6	68792,9	113309,4	121201,6	147082,6
долгосрочные	9446,8	9805,4	13804,1	15517,2	185586,5
Иностранные инвестиции, млн долл. США					
прямые	69219	22031	6853	32539	27943
портфельные	11011	26423	39943	24062	8072,1

Приложение 3

Структура инвестиций в основной капитал по видам экономической деятельности, % к итогу

Показатели	2014	2015	2016	2017
Инвестиции в основной капитал, всего	**100**	**100**	**100**	**100**
в том числе по видам экономической деятельности:				
сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	3,7	3,6	4,2	3,4
рыбоводство	0,1	0,1	0,1	0,1
добыча полезных ископаемых	15,5	17,1	19,4	25,1
из нее:				
добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	14,1	15,6	17,9	15,6
добыча полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических	1,4	1,5	1,5	1,5
обрабатывающие производства	15,1	15,6	14,6	16,0
из них:				
производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	1,8	1,8	1,7	1,5
текстильное и швейное производство	0,2	0,1	0,1	0,1
производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	0,1	0,04	0,02	0,01
обработка древесины и производство изделий из дерева	0,4	0,4	0,4	0,5

Показатели	2014	2015	2016	2017
целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	0,4	0,4	0,5	0,05
производство кокса и нефтепродуктов	3,5	3,4	2,5	3,2
химическое производство	1,9	2,5	2,8	3,3
производство резиновых и пластмассовых изделий	0,3	0,4	0,3	0,3
производство прочих неметаллических минеральных продуктов	1,0	0,8	0,5	0,4
металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	1,8	2,0	2,3	0,6
в том числе металлургическое производство	1,5	1,7	2,0	2,1
производство машин и оборудования	0,7	0,8	0,7	0,6
производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	0,5	0,7	0,6	0,4
производство транспортных средств и оборудования	1,6	1,6	1,4	0,6
в том числе:				
производство автомобилей, прицепов и полуприцепов	0,8	0,9	0,6	0,6
производство судов, летательных и космических аппаратов и прочих транспортных средств	0,8	0,7	0,8	0,8
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	8,5	7,1	6,4	6,8

Продолжение прил. 3

Показатели	2014	2015	2016	2017
строительство	3,4	2,9	3,0	2,3
оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования	4,0	3,9	4,3	3,0
из них:				
торговля автотранспортными средствами и мотоциклами, их техническое обслуживание и ремонт	0,6	0,5	0,5	0,3
оптовая торговля, включая торговлю через агентов, кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	1,3	1,5	1,9	0,9
розничная торговля, кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами; ремонт бытовых изделий и предметов личного пользования	2,1	1,9	1,9	1,8
гостиницы и рестораны	0,8	0,7	0,7	0,4
транспорт и связь	21,4	18,0	18,6	18,1
из них связь	2,5	2,5	2,6	2,6
финансовая деятельность	1,2	1,4	1,6	2,6
операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	19,4	22,8	20,6	6,7
из них научные исследования и разработки	1,0	1,3	1,3	3,0

Окончание прил. 3

Показатели	2014	2015	2016	2017
государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное страхование	1,7	1,7	1,9	2,2
образование	1,7	1,7	1,4	1,8
здравоохранение и предоставление социальных услуг	1,4	1,3	1,2	1,6
предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг	2,1	2,1	2,0	1,8

Приложение 4

Инвестиции в основной капитал по субъектам Российской Федерации, млн руб.

Субъект РФ	2014	2015	2016	Субъект РФ	2014	2015	2016
Российская Федерация	**13 902 645**	**14 555 902***	**14 639 835***	**Приволжский федеральный округ**	**2 384 349**	**2 447 593**	**2 429 023**
Центральный федеральный округ	**3 570 432**	**3 672 952**	**3 795 986**	Республика Башкортостан	283 545	316 718	360 946
Белгородская область	120 658	146 386	143 802	Республика Марий Эл	47 228	38 902	27 204
Брянская область	66 066	61 742	68 320	Республика Мордовия	47 485	52 354	52 854
Владимирская область	73 927	80 478	78 456	Республика Татарстан	542 781	617 180	642 494
Воронежская область	240 272	263 622	270 999	Удмуртская Республика	91 571	80 341	85 406
Ивановская область	33 075	25 651	22 616	Чувашская Республика	53 457	54 620	49 584
Калужская область	99 786	92 508	80 081	Пермский край	207 597	216 991	237 014
Костромская область	27 512	26 227	25 474	Кировская область	61 448	56 365	53 052
Курская область	73 695	70 378	89 662	Нижегородская область	276 820	228 950	219 658
Липецкая область	105 588	116 576	128 011	Оренбургская область	153 979	168 789	164 971

Продолжение прил. 4

Субъект РФ	2014	2015	2016
Московская область	644830	640320	634692
Орловская область	47580	52306	47873
Рязанская область	60558	54056	51070
Смоленская область	56587	59895	59899
Тамбовская область	110597	122463	106829
Тверская область	84039	74192	89642
Тульская область	95235	105586	112561
Ярославская область	88541	69056	81915
г. Москва	1541884	1611512	1703085
Северо-Западный федеральный округ	**1406454**	**1439428**	**1660840**
Республика Карелия	33400	32373	35340
Республика Коми	201032	175098	200437
Архангельская область	157720	163499	175900
в том числе			

Субъект РФ	2014	2015	2016
Пензенская область	82079	88702	65030
Самарская область	321760	298746	256774
Саратовская область	137421	138834	145157
Ульяновская область	77178	90100	688878
Уральский федеральный округ	**2368498**	**2514085**	**2730971**
Курганская область	32762	27506	28573
Свердловская область	371631	350442	345812
Тюменская область	1736244	1923344	2162770
в том числе:			
Ханты-Мансийский автономный округ — Югра	733867	905922	804103
Ямало-Ненецкий автономный округ	754187	776686	1097131
Челябинская область	227861	212793	193817
Сибирский федеральный округ	**1484414**	**1382771**	**1405338**
Республика Алтай	13893	11019	12338

Продолжение прил. 4

Субъект РФ	2014	2015	2016	Субъект РФ	2014	2015	2016
Ненецкий автономный округ	78 952	113 172	85 117	Республика Бурятия	36 740	36 291	30 812
Вологодская область	79 732	84 384	120 593	Республика Тыва	17 795	12 724	8 556
Калининградская область	63 716	62 287	78 164	Республика Хакасия	39 585	29 059	26 766
Ленинградская область	170 502	199 692	262 074	Алтайский край	99 680	91 855	75 285
Мурманская область	85 845	101 038	101 069	Забайкальский край	69 505	73 380	84 016
Новгородская область	61 369	73 209	77 690	Красноярский край	363 956	394 410	419 060
Псковская область	29 808	26 555	27 266	Иркутская область	214 422	211 799	258 493
г. Санкт-Петербург	523 331	521 293	582 306	Кемеровская область	230 951	162 059	156 835
Южный федеральный округ	1 353827	1 207473	1 110446	Новосибирская область	193 171	156 555	143 500
Республика Адыгея	17 155	15 548	15 391	Омская область	95 360	97 107	88 103
Республика Калмыкия	22 609	16 084	13 510	Томская область	109 357	106 514	101 575
Краснодарский край	750 236	579 908	52 965	**Дальневосточный федеральный округ**	**810 554**	**885 735**	**985 157**
Астраханская область	116 856	111 562	428 972	Республика Саха (Якутия)	181 172	199 960	275 273

Окончание прил. 4

Субъект РФ	2014	2015	2016	Субъект РФ	2014	2015	2016
Волгоградская область	182 798	193 342	118 625	Камчатский край	25 128	25 950	33 344
Ростовская область	264 173	291 029	181 485	Приморский край	134 301	116 068	123 500
Северо-Кавказский федеральный округ	**494 286**	**508 061**	**484 958**	Хабаровский край	128 692	109 002	115 078
Республика Дагестан	202 245	231 065	209 843	Амурская область	76 376	103 890	126 483
Республика Ингушетия	16 199	17 995	19 970	Магаданская область	40 722	57 389	38 888
Кабардино-Балкарская Республика	22 148	31 347	35 118	Сахалинская область	205 489	252 055	247 986
Карачаево-Черкесская Республика	22 184	15 304	19 899	Еврейская автономная область	10 288	12 977	12 859
Республика Северная Осетия — Алания	31 001	26 092	27 420	Чукотский автономный округ	8 386	8 443	9 746
Чеченская Республика	57 448	61 386	61 980	**Крымский федеральный округ**	**29 831**	**36 560**	**65 052**
Ставропольский край	143 061	124 873	110 728	Республика Крым	26 447	31 479	52 965
				г. Севастополь	3 385	5 081	12 087

*Включая уточнение на федеральном уровне объема инвестиций, не наблюдаемых прямыми статистическими методами, без распределения по субъектам Российской Федерации.

Приложение 5

Финансовые вложения организаций по основным видам деятельности, млн руб.*

Показатели	2014			2015			2016		
	всего	в том числе		всего	в том числе		всего	в том числе	
		долгосрочные	краткосрочные		долгосрочные	краткосрочные		долгосрочные	краткосрочные
Финансовые вложения, всего	**66 634 032**	**7 163 387**	**59 470 645**	**67 724 781**	**7 012 963**	**60 711 818**	**72 888 499**	**9 446 897**	**63 441 602**
в том числе по видам экономической деятельности:									
сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	177 478	38 633	138 845	193 802	34 099	159 703	222 550	40 565	181 985
рыболовство, рыбоводство	10 455	2 780	7 675	13 364	7 131	6 233	16 557	5 141	11 416
добыча полезных ископаемых	6 524 823	758 287	5 766 536	4 724 895	930 782	3 794 113	3 221 491	896 318	2 325 173
в том числе:									
добыча топливно-энергетических полезных ископаемых	5 483 081	428 126	5 054 955	3 851123	592 697	3 258426	2 555450	661 360	1 894 090
добыча полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических	1 041 742	330 161	711 581	873 772	338 085	535 687	666 041	234 958	431 083
обрабатывающие производства	12 264 187	1 949 250	10 314 937	10 789 293	1 724 425	9 064 868	14 208 835	3 540 532	10 668 303
из них:									

Продолжение прил. 5

Показатели	2014			2015			2016		
	всего	в том числе		всего	в том числе		всего	в том числе	
		долгосрочные	краткосрочные		долгосрочные	краткосрочные		долгосрочные	краткосрочные
производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака	1 029 744	157 888	871 856	1 415 722	132 260	1 283 462	1 246 145	142 789	1 103 356
текстильное и швейное производство	21 439	1 938	19 501	11 249	3 712	7 536	13 324	4 854	8 470
производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	1 892	470	1 422	4 785	711	4 074	4 842	1 323	3 519
обработка древесины и производство изделий из дерева	23 537	4 526	19 011	33 827	8 882	24 945	67 326	5 035	62 291
целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность	90 181	11 601	78 580	193 244	15 134	178 110	304 978	6 721	298 257
производство кокса и нефтепродуктов	5 352 859	601 483	4 751 376	3 059 889	685 361	2 374 528	7 227 492	2 385 976	4 841 516
химическое производство	1 558 232	178 976	1 379 256	2 085 649	125 109	1 960 540	1 114 117	324 314	789 803
производство резиновых и пластмассовых изделий	30 926	12 353	18 573	41 302	5 605	35 697	53 533	4 309	49 224

Продолжение прил. 5

Показатели	2014			2015			2016		
	всего	в том числе		всего	в том числе		всего	в том числе	
		долгосрочные	краткосрочные		долгосрочные	краткосрочные		долгосрочные	краткосрочные
производство прочих неметаллических минеральных продуктов	292 531	74 487	218 044	362 175	68 915	293 260	418 150	69 668	348 482
металлургическое производство и производство готовых металлических изделий	1 669 393	772 262	897 131	1 545 506	556 565	988 941	1 430 357	445 671	984 686
из него металлургическое производство	1 570 957	764 098	806 859	1 453 661	545 735	907 926	1 235 443	435 731	799 712
производство машин и оборудования	440 807	44 753	396 054	398 010	32 114	365 896	292 039	26 025	266 014
производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	360 005	8 569	351 436	606 389	16 363	590 026	494 464	10 978	483 486
производство транспортных средств и оборудования	1 161211	37 901	1 123310	836 410	52 620	783 790	1 211384	47 329	1 164055
в том числе:									
производство автомобилей, прицепов и полуприцепов	980 600	28 502	952 098	454 961	37 942	417 019	503 094	25 770	477 324

Показатели	2014			2015			2016		
	всего	в том числе		всего	в том числе		всего	в том числе	
		долгосрочные	краткосрочные		долгосрочные	краткосрочные		долгосрочные	краткосрочные
производство судов, летательных и космических аппаратов и прочих транспортных средств	180 611	9 399	171 212	381 449	14 678	366 771	708 290	21 559	686 731
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	3 726 274	736 407	2 989 867	3 650 140	532 325	3 117 815	2 825 893	242 090	2 583 803
строительство	792 890	79 009	713 881	749 121	66 015	683 106	750 911	88 626	662 285
оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования	19 835 604	1 174 905	18 660 699	25 091 754	1 505 878	23 585 876	23 761 140	1 824 969	21 936 171
в том числе:									
торговля автотранспортными средствами и мотоциклами, их техническое обслуживание и ремонт	2 108 328	42 644	2 065 684	1 610 450	70 968	1 539 482	1 285 485	85 224	1 200 261

Продолжение прил. 5

Показатели	2014			2015			2016		
	всего	в том числе		всего	в том числе		всего	в том числе	
		долгосрочные	краткосрочные		долгосрочные	краткосрочные		долгосрочные	краткосрочные
оптовая торговля, включая торговлю через агентов, кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	17 113 678	881 138	16 232 540	22 553 297	1 221 196	21 332 101	21 785 088	1 537 512	20 247 576
розничная торговля, кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами; ремонт бытовых изделий и предметов личного пользования	613 598	251 123	362 475	928 007	213 714	714 293	690 567	202 233	488 334
гостиницы и рестораны	219 474	11 846	207 628	329 060	17 744	311 316	98 456	13 817	84 639
транспорт и связь	4 245 024	1 161 877	3 083 147	4 951 155	1 024 285	3 926 870	3 641 200	501 396	3 139 804
из них связь	969 088	495 320	473 768	1 522 475	375 581	1 146 894	595 377	179 871	415 506
финансовая деятельность	15 577 681	352 586	15 225 095	12 976 313	349 957	12 626 356	19 982 998	900 464	19 082 534
операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	3 024 916	756 003	2 268 913	3 954 878	750 293	3 204 585	3 952 065	1 307 431	2 644 634
из них:									

Окончание прил. 5

Показатели	2014			2015			2016		
	всего	в том числе		всего	в том числе		всего	в том числе	
		долгосрочные	краткосрочные		долгосрочные	краткосрочные		долгосрочные	краткосрочные
управление эксплуатацией жилого фонда	7 042	976	6 066	5 435	1 004	4 431	7 633	2 169	5 464
научные исследования и разработки	255 420	34 962	220 458	413 419	27 616	385 803	525 779	16 154	509 625
государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное страхование	161 783	135 529	26 254	166 735	62 584	104 151	112 077	73 625	38 452
образование	5 881	165	5 716	6 119	284	5 835	7 050	755	6 295
здравоохранение и предоставление социальных услуг	14 921	3 269	11 652	20 127	3 532	16 595	15 818	1 285	14 533
предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг	52 641	2 841	49 800	108 025	3 629	104 396	71 458	9 883	61 575

*Составлено по: Россия в цифрах, 2017. С. 436–437.

Приложение 6

Коэффициенты финансовой оценки инвестиционного проекта

Показатель	Формула расчета	Характеристика показателя
Показатели рентабельности		
1. Рентабельность активов	$R_{А} = \frac{ЧП + К}{А}$	Характеризует уровень отдачи общих капиталовложений в проект за установленный период времени. Показатель обычно используется для оценки деятельности отдельных структурных подразделений крупных компаний, поскольку в данном случае руководители этих подразделений не имеют возможность контролировать структуру источников финансирования (осуществлять эмиссию ценных бумаг, брать кредиты и т. п.)
2. Рентабельность инвестированного капитала	$R_{ИК} = \frac{ЧП + К}{АК}$	Характеризует соотношение объема привлеченных в проект средств (акционерного капитала и кредитов) и запланированного объема чистой прибыли. Исключение из формулы краткосрочных кредитов позволяет сгладить колебания, связанные с текущей деятельностью. Фигурируемая в числителе того и другого показателей сумма процентных выплат по кредитам объясняется тем, что указанные коэффициенты фактически измеряют стоимость всего задействованного в проекте капитала. Поскольку проценты, будучи частью этой стоимости, являются затратами, итоговая величина прибыли искусственно занижается. Иногда при расчете показателей $R_{А}$ и $R_{ИК}$ в числителе может быть балансовая прибыль, что в принципе допустимо с точки зрения необходимости сопоставления проектов, имеющих различные льготы по налогообложению

Показатель	Формула расчета	Характеристика показателя
3. Рентабельность акционерного капитала	$R_{АК} = \frac{ЧП}{АК}$	Позволяет определить эффективность использования капитала, инвестированного собственниками проекта (предприятия), т. е. представляет наибольший интерес для владельцев (акционеров) проектируемого предприятия
4. Рентабельность продаж	$С_{П} = \frac{С}{В}$	Позволяет определить удельный вес чистой прибыли в объеме реализованной продукции (работ, услуг). В некоторых источниках этот показатель обозначается как норма прибыли (при ее расчете иногда используют балансовую прибыль проекта). Однако трактовать этот показатель как критерий эффективности проекта было бы неверно, так как при его расчете не учитываются капитальные вложения
Показатели оборачиваемости (оценка использования инвестиций)		
1. Оборачиваемость активов	$О_{А} = \frac{В}{А}$	Показатели использования инвестиций иногда называют коэффициентами трансформации. Оборачиваемость активов показывает, сколько раз в выбранный интервал планирования совершается полный цикл производства и обращения
2. Оборачиваемость инвестиционного капитала	$О_{ИК} = \frac{В}{АК + К}$	Показывает число оборотов акционерного и заемного капитала за выбранный интервал планирования

Продолжение прил. 6

Показатель	Формула расчета	Характеристика показателя
3. Оборачиваемость акционерного капитала	$О_{АК} = \frac{В}{АК}$	Показывает число оборотов акционерного капитала за выбранный интервал планирования
4. Оборачиваемость оборотного капитала	$О_{ОК} = \frac{В}{ОК}$	Характеризует эффективность производства и сбыта продукции проекта с финансовой точки зрения
Показатели ликвидности (оценка финансового положения)		
1. Коэффициент общей ликвидности	$Л_{общ} = \frac{ОК}{КП}$	Эта группа включает в себя индикаторы устойчивости и кредитоспособности финансового состояния проекта. Коэффициент общей ликвидности характеризует достаточность средств по проекту у предприятия для покрытия его краткосрочных обязательств
2. Коэффициент срочной ликвидности	$Л_{сроч} = \frac{КР + АП + РД + СД}{КП}$	Раскрывает соотношение наиболее ликвидной части оборотных активов и краткосрочных обязательств. Экономический смысл этого показателя заключается в оценке возможности проекта в сжатые сроки погасить имеющиеся текущие обязательства. На практике этот коэффициент является одним из наиболее распространенных критериев надежности предприятия с точки зрения оплаты поставок и погашения краткосрочных банковских кредитов

Показатель	Формула расчета	Характеристика показателя
3. Коэффициент абсолютной ликвидности	$Л_{абс} = \frac{РД + СД}{КП}$	Дает представление о возможности проекта в сжатые сроки погасить имеющиеся обязательства

Примечание. Обозначения: ЧП — чистая прибыль; К — проценты за кредит; А — активы; С — себестоимость продукции; ИК — инвестированный капитал; АК — акционерный капитал; В — выручка от реализации продукции (работ, услуг); ОК — оборотный капитал; КП — объем краткосрочных пассивов; КР — кредиты покупателям; АП — аванс поставщикам; РД — резерв денежных средств; СД — свободные денежные средства.

Приложение 7

Преимущества и недостатки динамических методов оценки эффективности инвестиционных проектов

Метод	Преимущества	Недостатки
1. Метод чистой текущей стоимости (*NPV*)	Обладает достаточной устойчивостью при разных комбинациях исходных условий, позволяя во всех случаях находить экономически рациональное решение. Этот метод ориентирован на достижение главной цели финансового менеджмента — увеличения достояния акционеров	Данный метод лишь помогает установить, способствует ли анализируемый вариант инвестирования росту ценности фирмы или богатства инвестора вообще, но не определяет относительную меру такого роста. А эта мера всегда имеет большое значение для любого инвестора. Таким образом, метод чистой текущей стоимости не позволяет судить о пороге рентабельности и запасе финансовой прочности проекта. Для восполнения этого пробела используют метод расчета рентабельности инвестиций
2. Метод расчета рентабельности инвестиций (*PI*)	Показывает, в какой мере возрастет ценность фирмы в расчете на 1 руб. инвестиций, т. е. выступает в роли «меры устойчивости» проекта. Дает аналитикам инвестиций надежный инструмент для ранжирования различных инвестиций с точки зрения их привлекательности. В целом метод не очень сложен для понимания и хорошо согласуется с главной целью инвестиционного процесса — приумножение достояния акционеров	Проблема возникает в том случае, когда мы имеем дело с частичным осуществлением инвестиций, т. е. инвестиционные затраты осуществляются по частям на протяжении нескольких лет, а не единой суммой сразу. В этом случае проводится ранжирование вариантов инвестирования, в результате расчет становится более сложным и не всегда можно выделить самый прибыльный проект, так как процесс определения сопряжен с высоким уровнем волюнтаризма

Метод	Преимущества	Недостатки
3. Метод расчета внутренней нормы прибыли (*IRR*)	Служит основой для ранжирования проектов по степени выгодности (при равных параметрах проектов), также является индикатором уровня риска по проекту: чем в большей степени *IRR* превышает принятый фирмой стандартный уровень окупаемости, тем больше запас прочности проекта и тем менее страшны возможные ошибки при оценке величин будущих денежных поступлений	Он не может использоваться при анализе инвестиционных проектов с неординарными потоками платежей (если в проекте предполагается отток денежных средств в ходе его реализации или по окончании, то этот поток называется неординарным)
4. Метод расчета срока окупаемости инвестиций (*PP*/*DPR*)	К основным преимуществам этого метода следует отнести определенность суммы единовременных вложений (капиталообразующих инвестиций), возможность ранжировать альтернативные проекты по срокам окупаемости, а следовательно, и по степени риска	К недостаткам этого метода следует отнести отсутствие временной стоимости денег после капитальных вложений. Однако этот недостаток можно устранить, введя коэффициент дисконтирования к каждому слагаемому кумулятивной суммы

Приложение 8

Нормативные доли разрешенных финансовых активов в общем объеме размещенных средств Фонда национального благосостояния в пределах соответствующих долей, установленных Правительством РФ*

№ п/п	Разрешенные финансовые активы, определенные Бюджетным кодексом РФ	Предельные доли, установленные Правительством РФ, %	Нормативные доли, утвержденные Минфином России, %	
			в иностранной валюте	в рублях
1	Долговые обязательства иностранных государств	0–100	90	0
2	Долговые обязательства иностранных государственных агентств и центральных банков	0–30	0	0
3	Долговые обязательства международных финансовых организаций, в том числе оформленные ценными бумагами	0–15	0	0
4	Депозиты и остатки на банковских счетах в банках и кредитных организациях	0–40	0	0
5	Депозиты в государственной корпорации «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)»	0–40	10	100
6	Депозиты и остатки на банковских счетах в Центральном банке РФ	0–100		
7	Долговые обязательства юридических лиц	0–30	0	0
8	Акции юридических лиц и паи (доли участия) инвестиционных фондов	0–50	0	0

*Здесь и в прил. 9 источник: Официальный сайт Министерства финансов РФ. URL: http://www.minfin.ru (дата обращения: 23.08.2015).

Приложение 9

Предельные доли разрешенных финансовых активов в общем объеме размещенных средств Резервного фонда РФ

№ п/п	Разрешенные финансовые активы, определенные Бюджетным кодексом РФ	Предельные доли, установленные Правительством РФ, %	Нормативные доли, утвержденные Минфином России, %
1	Долговые обязательства иностранных государств	50–100	100
2	Долговые обязательства иностранных государственных агентств и центральных банков	0–30	0
3	Долговые обязательства международных финансовых организаций, в том числе оформленные ценными бумагами	0–15	0
4	Депозиты в иностранных банках и кредитных организациях	0–30	0

Приложение 10

Направления государственного регулирования инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений

Методы государственного регулирования	Направления
Прямое участие государства в инвестиционной деятельности	Разработка, утверждение и финансирование инвестиционных проектов, осуществляемых Российской Федерацией совместно с иностранными государствами, а также проектов, финансируемых из федерального бюджета и из бюджетов субъектов Федерации. Формирование перечня строек и объектов технического перевооружения для федеральных государственных нужд и финансирование их из федерального бюджета. Предоставление на конкурсной основе государственных гарантий по инвестиционным проектам за счет федерального бюджета, а также за счет бюджетов субъектов Федерации. Размещение на конкурсной основе средств федерального бюджета и бюджетов субъектов Федерации для финансирования инвестиционных проектов. Проведение экспертизы инвестиционных проектов в соответствии с законодательством Российской Федерации. Защита российских организаций от поставки морально устаревших и материалоемких, энергоемких и ненаукоемких технологий, оборудования, конструкций и материалов. Разработка и утверждение стандартов (норм и правил) и осуществление контроля их соблюдения. Выпуск облигационных займов, гарантированных целевых займов. Вовлечение в инвестиционный процесс временно приостановленных и законсервированных строек и объектов, находящихся в государственной собственности. Предоставление концессий российским и иностранным инвесторам по итогам торгов (аукционов и конкурсов) в соответствии с законодательством России

Методы государственного регулирования	Направления
Косвенные методы государственного регулирования инвестиционной деятельности, создание благоприятных условий для ее развития	Совершенствование системы налогообложения, механизма начисления амортизации и использования амортизационных отчислений. Установление субъектам инвестиционной деятельности специальных налоговых режимов, не носящих индивидуального характера. Защита интересов инвесторов. Предоставление субъектам инвестиционной деятельности льготных условий пользования землей и другими природными ресурсами, не противоречащих законодательству России. Расширение использования средств населения и иных внебюджетных источников финансирования в жилищном строительстве и строительстве объектов социально-культурного назначения. Создание и развитие сети информационно-аналитических центров, осуществляющих проведение рейтингов и публикацию рейтинговых оценок субъектов инвестиционной деятельности. Принятие антимонопольных мер. Расширение возможностей использования залога при осуществлении кредитования. Развитие финансового лизинга. Проведение переоценки основных фондов в соответстви с темпом инфляции. Создание возможности формирования субъектами инвестиционной деятельности собственных инвестиционных фондов

Приложение 11

Распределение российских регионов по рейтингу инвестиционного климата в 2016 г.

Номер на графике (прил. 12)	Регион
Максимальный потенциал — минимальный риск (1A)	
10	Московская область
29	г. Санкт-Петербург
32	Краснодарский край
Средний потенциал — минимальный риск (2A)	
1	Белгородская область
46	Республика Татарстан
51	Нижегородская область
Пониженный потенциал — минимальный риск (3A1)	
4	Воронежская область
8	Курская область
9	Липецкая область
14	Тамбовская область
16	Тульская область
25	Ленинградская область
Незначительный потенциал — минимальный риск (3A2)	
—	
Высокий потенциал — умеренный риск (1B)	
18	г. Москва
58	Свердловская область
Средний потенциал — умеренный риск (2B)	
35	Ростовская область
43	Республика Башкортостан
49	Пермский край

Продолжение прил. 11

Номер на графике (прил. 12)	Регион
54	Самарская область
60	Ханты-Мансийский автономный округ — Югра
62	Челябинская область
69	Красноярский край
70	Иркутская область
71	Кемеровская область
72	Новосибирская область
	Пониженный потенциал — умеренный риск (3В1)
2	Брянская область
3	Владимирская область
5	Ивановская область
6	Калужская область
12	Рязанская область
13	Смоленская область
15	Тверская область
17	Ярославская область
20	Республика Коми
21	Архангельская область
23	Вологодская область
24	Калининградская область
26	Мурманская область
33	Астраханская область
34	Волгоградская область
42	Ставропольский край
47	Удмуртская Республика
48	Чувашская Республика

Продолжение прил. 11

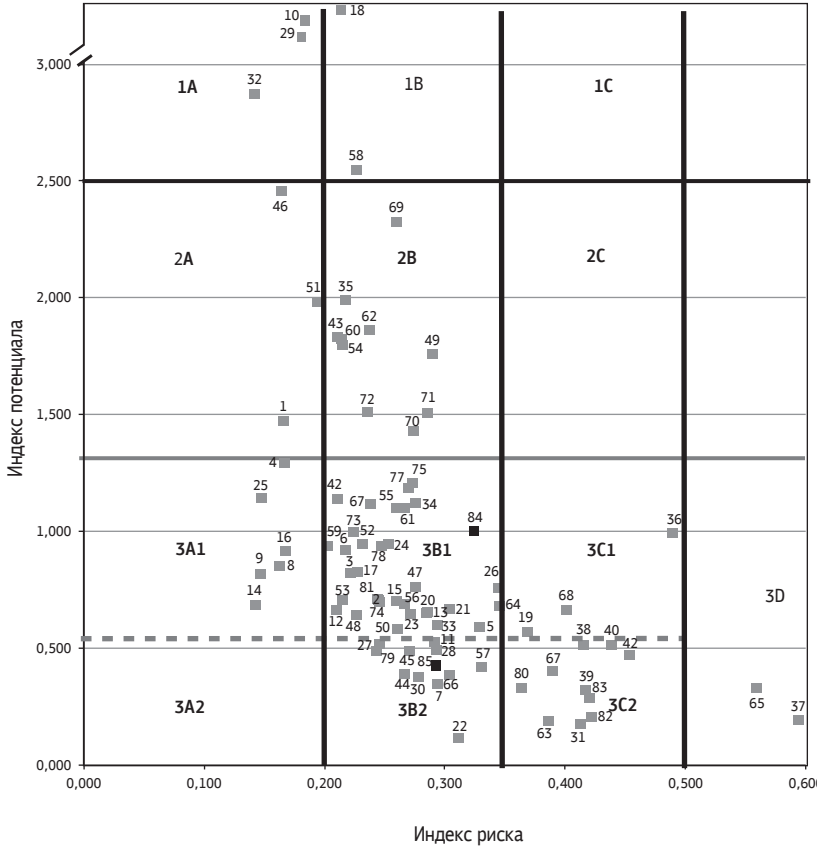
Номер на графике (прил. 12)	Регион
50	Кировская область
52	Оренбургская область
53	Пензенская область
55	Саратовская область
56	Ульяновская область
59	Тюменская область
61	Ямало-Ненецкий автономный округ
64	Республика Бурятия
67	Алтайский край
73	Омская область
74	Томская область
75	Республика Саха (Якутия)
77	Приморский край
78	Хабаровский край
81	Сахалинская область
84	Республика Крым
Незначительный потенциал — умеренный риск (3В2)	
7	Костромская область
11	Орловская область
22	Ненецкий автономный округ
27	Новгородская область
28	Псковская область
30	Республика Адыгея
44	Республика Марий Эл
45	Республика Мордовия
57	Курганская область

Окончание прил. 11

Номер на графике (прил. 12)	Регион
66	Республика Хакасия
79	Амурская область
85	г. Севастополь
Максимальный потенциал — высокий риск (1С)	
—	
Средний потенциал — высокий риск (2С)	
—	
Пониженный потенциал — высокий риск (3С1)	
19	Республика Карелия
68	Забайкальский край
36	Республика Дагестан
Незначительный потенциал — высокий риск (3С2)	
31	Республика Калмыкия
38	Кабардино-Балкарская Республика
39	Карачаево-Черкесская Республика
40	Республика Северная Осетия — Алания
41	Чеченская Республика
63	Республика Алтай
76	Камчатский край
80	Магаданская область
82	Еврейская автономная область
83	Чукотский автономный округ
Низкий потенциал — экстремальный риск (3D)	
37	Республика Ингушетия
65	Республика Тыва

Приложение 12

Инвестиционный климат российских регионов в 2016 г.



Условные обозначения

1A – максимальный потенциал – минимальный риск

1B – высокий потенциал – умеренный риск

1C – высокий потенциал – высокий риск

2A – средний потенциал – минимальный риск

2B – средний потенциал – умеренный риск

2C – средний потенциал – высокий риск

3A1 – пониженный потенциал – минимальный риск

3A2 – незначительный потенциал – минимальный риск

3B1 – пониженный потенциал – умеренный риск

3C1 – пониженный потенциал – высокий риск

3B2 – незначительный потенциал – умеренный риск

3C2 – незначительный потенциал – высокий риск

3D – низкий потенциал – экстремальный риск

Инвестиционный потенциал российских регионов в 2016 г.

Ранг потенциала		Ранг риска	Регион (субъект Федерации)	Доля в общероссийском потенциале, %	Изменение доли в потенциале (2016 г. к 2015 г.), п. п.	Ранги составляющих инвестиционного потенциала									Изменение ранга потенциала, (2016 г. к 2015 г.)
2016 г.	2015 г.					трудовой	потребительский	производственный	финансовый	институциональный	инновационный	инфраструктурный	природно-ресурсный	туристический	
1	1	13	г. Москва	14,511	0,638	1	1	1	1	1	1	1	84	2	0
2	2	5	Московская область	5,868	–0,038	2	2	3	2	3	2	2	50	3	0
3	3	12	г. Санкт-Петербург	4,652	–0,031	3	3	2	3	2	3	6	85	5	0
4	4	1	Краснодарский край	2,877	0,021	4	4	7	5	4	18	5	30	1	0
5	5	25	Свердловская область	2,551	–0,045	8	5	5	7	6	7	45	12	7	0
6	6	7	Республика Татарстан	2,46	–0,026	5	6	6	6	7	5	25	41	6	0
7	7	39	Красноярский край	2,329	–0,045	14	14	10	9	13	16	78	1	11	0
8	9	21	Ростовская область	1,994	0,001	7	8	8	10	5	13	13	33	16	1
9	8	11	Нижегородская область	1,987	–0,031	9	9	13	11	9	4	31	56	12	–1
10	10	30	Челябинская область	1,867	–0,057	10	12	12	14	11	9	29	25	9	0
11	11	17	Республика Башкортостан	1,836	–0,05	11	7	11	8	12	19	44	21	8	0

Продолжение прил. 13

Ранг потенциала		Ранг риска	Регион (субъект Федерации)	Доля в общероссийском потенциале, %	Изменение доли в потенциале (2016 г. к 2015 г.), п. п.	Ранги составляющих инвестиционного потенциала									Изменение ранга потенциала, (2016 г. к 2015 г.)
2016 г.	2015 г.					трудовой	потребительский	производственный	финансовый	институциональный	инновационный	инфраструктурный	природно-ресурсный	туристический	
12	14	18	Ханты-Мансийский авт. округ — Югра	1,828	0,146	21	19	4	4	29	54	76	8	60	2
13	12	20	Самарская область	1,8	–0,077	6	11	14	12	8	11	18	46	18	–1
14	13	57	Пермский край	1,764	0,014	22	13	15	13	14	17	60	6	13	–1
15	15	29	Новосибирская область	1,513	–0,042	13	17	19	18	10	6	50	39	36	0
16	16	56	Кемеровская область	1,509	–0,028	17	18	16	22	19	39	54	4	32	0
17	17	8	Белгородская область	1,478	–0,016	29	29	22	30	27	29	4	5	39	0
18	18	50	Иркутская область	1,434	–0,044	20	25	17	15	18	21	73	7	14	0
19	19	9	Воронежская область	1,297	0,023	18	15	24	17	16	14	16	52	28	0
20	20	49	Республика Саха (Якутия)	1,211	0,01	50	44	33	35	52	50	83	2	67	0
21	21	46	Приморский край	1,191	–0,001	23	21	25	25	17	30	48	18	10	0
22	27	4	Ленинградская область	1,145	0,04	28	28	18	24	26	26	7	48	21	5

Продолжение прил. 13

Ранг потенциала		Ранг риска	Регион (субъект Федерации)	Доля в общероссийском потенциале, %	Изменение доли в потенциале (2016 г. к 2015 г.), п. п.	Ранги составляющих инвестиционного потенциала									Изменение ранга потенциала, (2016 г. к 2015 г.)
2016 г.	2015 г.					трудовой	потребительский	производственный	финансовый	институциональный	инновационный	инфраструктурный	природно-ресурсный	туристический	
23	22	16	Ставропольский край	1,144	–0,028	12	16	27	21	15	43	52	47	27	–1
24	23	52	Волгоградская область	1,126	–0,034	16	20	21	20	20	33	51	35	37	–1
25	26	31	Алтайский край	1,123	0,016	24	24	32	29	31	12	46	23	24	1
26	24	41	Саратовская область	1,105	–0,018	15	22	29	28	21	25	30	40	31	–2
27	25	45	Ямало-Ненецкий авт. округ	1,103	–0,015	65	59	9	36	71	48	77	3	68	–2
28	39	66	Республика Крым	1,002	0,187	25	34	60	45	25	60	27	34	4	11
29	28	24	Оренбургская область	0,999	–0,031	27	26	26	19	35	65	42	20	38	–1
30	29	83	Республика Дагестан	0,997	–0,013	19	10	54	16	57	42	41	42	48	–1
31	30	28	Омская область	0,951	–0,058	26	23	23	26	22	27	58	43	70	–1
32	33	38	Калининградская область	0,947	–0,016	47	60	37	59	23	51	3	29	35	1
33	32	37	Хабаровский край	0,943	–0,021	30	31	34	34	30	37	64	13	23	–1
34	31	14	Тюменская область	0,941	–0,041	32	27	20	27	24	23	63	45	29	–3

Продолжение прил. 13

Ранг потенциала		Ранг риска	Регион (субъект Федерации)	Доля в общероссийском потенциале, %	Изменение доли в потенциале (2016 г. к 2015 г.), п. п.	Ранги составляющих инвестиционного потенциала									Изменение ранга потенциала, (2016 г. к 2015 г.)
2016 г.	2015 г.					трудовой	потребительский	производственный	финансовый	институциональный	инновационный	инфраструктурный	природно-ресурсный	туристический	
35	34	22	Калужская область	0,923	–0,02	49	50	38	54	37	8	15	70	33	–1
36	35	10	Тульская область	0,921	0,01	31	30	31	31	28	34	11	66	53	–1
37	36	6	Курская область	0,856	0,01	37	41	42	38	51	41	9	22	58	–1
38	38	27	Ярославская область	0,829	0,01	38	35	39	39	34	20	33	79	17	0
39	37	23	Владимирская область	0,826	–0,017	35	39	41	42	32	28	19	68	19	–2
40	40	3	Липецкая область	0,821	0,006	40	33	28	32	42	66	10	73	61	0
41	41	51	Удмуртская Республика	0,765	–0,012	34	32	35	33	36	31	43	64	54	0
42	42	69	Мурманская область	0,762	0,017	55	58	51	44	53	58	49	11	59	0
43	47	33	Сахалинская область	0,712	0,001	71	62	30	23	61	56	53	24	74	4
44	48	34	Томская область	0,71	0,005	43	57	44	40	44	10	82	38	80	4
45	44	19	Пензенская область	0,708	–0,031	33	40	45	52	45	24	37	54	57	–1
46	46	40	Тверская область	0,704	–0,01	39	38	52	49	38	35	39	59	25	0
47	43	36	Брянская область	0,701	–0,041	41	36	47	47	46	46	14	69	52	–4

Продолжение прил. 13

Ранг потенциала		Ранг риска	Регион (субъект Федерации)	Доля в общероссийском потенциале, %	Изменение доли в потенциале (2016 г. к 2015 г.), п. п.	Ранги составляющих инвестиционного потенциала									Изменение ранга потенциала, (2016 г. к 2015 г.)
2016 г.	2015 г.					трудовой	потребительский	производственный	финансовый	институциональный	инновационный	инфраструктурный	природно-ресурсный	туристический	
48	45	43	Ульяновская область	0,694	–0,038	42	43	48	48	39	22	36	58	65	–3
49	50	2	Тамбовская область	0,688	0,002	57	45	50	46	59	15	35	63	71	1
50	53	70	Республика Бурятия	0,685	0,007	56	51	65	53	64	62	79	10	15	3
51	51	64	Архангельская область	0,67	–0,011	54	37	53	43	47	40	71	19	45	0
52	54	75	Забайкальский край	0,668	0,005	66	53	67	57	63	74	69	9	43	2
53	52	15	Рязанская область	0,667	–0,013	46	46	43	51	48	38	34	55	42	–1
54	55	55	Республика Коми	0,659	0,007	58	52	40	41	55	59	70	14	49	1
55	49	54	Смоленская область	0,655	–0,034	45	55	49	60	33	52	24	72	41	–6
56	57	48	Вологодская область	0,648	0,01	51	49	36	37	40	47	66	57	22	1
57	56	26	Чувашская Республика	0,645	–0,002	36	54	55	58	43	44	21	80	51	–1
58	58	61	Астраханская область	0,603	–0,012	48	48	58	55	50	53	56	27	62	0
59	60	67	Ивановская область	0,595	0	52	56	57	62	49	36	32	81	44	1
60	59	42	Кировская область	0,584	–0,019	44	42	46	50	41	55	65	53	40	–1

Продолжение прил. 13

Ранг потенциала		Ранг риска	Регион (субъект Федерации)	Доля в общероссийском потенциале, %	Изменение доли в потенциале (2016 г. к 2015 г.), п. п.	Ранги составляющих инвестиционного потенциала									Изменение ранга потенциала, (2016 г. к 2015 г.)
2016 г.	2015 г.					трудовой	потребительский	производственный	финансовый	институциональный	инновационный	инфраструктурный	природно-ресурсный	туристический	
61	61	72	Республика Карелия	0,574	0	70	68	69	66	56	45	40	26	20	0
62	64	58	Орловская область	0,532	0,01	60	63	59	63	54	70	22	75	69	2
63	66	35	Новгородская область	0,52	0,013	73	66	56	64	58	32	47	77	30	3
64	62	80	Республика Северная Осетия — Алания	0,517	–0,031	63	67	75	70	74	67	8	78	66	–2
65	63	78	Кабардино-Балкарская Республика	0,515	–0,012	62	65	74	69	69	61	23	36	63	–2
66	65	60	Псковская область	0,495	–0,017	68	69	72	71	60	68	20	76	34	–1
67	67	47	Республика Мордовия	0,493	–0,006	53	71	62	67	68	49	38	65	64	0
68	68	32	Амурская область	0,491	0,001	61	61	61	61	62	64	68	28	56	0
69	69	81	Чеченская Республика	0,475	0,007	64	47	76	56	79	57	28	74	81	0
70	75	59	г. Севастополь	0,426	0,045	72	77	80	78	75	69	26	67	26	5
71	70	68	Курганская область	0,425	–0,007	59	64	68	65	65	63	55	61	76	–1
72	71	74	Камчатский край	0,407	0	75	75	71	74	72	71	75	17	55	–1
73	73	44	Республика Марий Эл	0,392	–0,001	67	72	63	72	67	72	62	44	73	0

Окончание прил. 13

Ранг потенциала		Ранг риска	Регион (субъект Федерации)	Доля в общероссийском потенциале, %	Изменение доли в потенциале (2016 г. к 2015 г.), п. п.	Ранги составляющих инвестиционного потенциала									Изменение ранга потенциала, (2016 г. к 2015 г.)
2016 г.	2015 г.					трудовой	потребительский	производственный	финансовый	институциональный	инновационный	инфраструктурный	природно-ресурсный	туристический	
74	72	63	Костромская область	0,39	–0,008	69	70	64	68	66	76	59	71	50	–2
75	74	53	Республика Адыгея	0,38	–0,011	77	74	77	75	73	79	17	82	78	–1
76	77	62	Республика Хакасия	0,348	0,011	76	73	66	73	70	83	67	32	75	1
77	76	71	Магаданская область	0,335	–0,005	81	79	73	77	78	73	74	15	82	–1
78	79	84	Республика Ингушетия	0,334	0,031	79	78	83	79	83	84	12	83	77	1
79	78	79	Карачаево-Черкесская Республика	0,324	–0,002	74	76	79	76	77	75	57	62	46	–1
80	80	82	Чукотский авт. округ	0,29	0,012	84	85	78	80	84	82	72	16	79	0
81	81	76	Еврейская авт. область	0,209	–0,006	83	82	82	85	76	81	61	51	84	0
82	82	85	Республика Тыва	0,196	–0,002	80	80	85	81	82	80	84	31	72	0
83	83	73	Республика Алтай	0,193	0,003	82	83	84	84	81	85	81	60	47	0
84	84	77	Республика Калмыкия	0,178	–0,005	78	81	81	82	80	77	80	49	83	0
85	85	65	Ненецкий авт. округ	0,12	0,007	85	84	70	83	85	78	85	37	85	0

Приложение 14

Инвестиционный риск в российских регионах в 2016 г.

Ранг риска		Ранг потенциала	Регион (субъект Федерации)	Средневзвешенный индекс риска	Изменение индекса риска (2016 г. к 2015 г.), увеличение (+), снижение (–)	Ранги составляющих инвестиционного риска						Изменение ранга риска (2016 г. к 2015 г.)
2016 г.	2015 г.					социальный	экономический	финансовый	криминальный	экологический	управленческий	
1	1	4	Краснодарский край	0,142	–0,009	19	1	19	22	10	2	0
2	3	49	Тамбовская область	0,142	–0,022	9	11	34	12	11	1	1
3	2	40	Липецкая область	0,146	–0,014	3	9	11	14	38	13	–1
4	4	22	Ленинградская область	0,148	–0,022	13	12	3	11	48	4	0
5	9	2	Московская область	0,159	–0,02	2	10	7	18	32	48	4
6	5	37	Курская область	0,163	–0,013	7	25	16	8	4	18	–1
7	8	6	Республика Татарстан	0,164	–0,015	15	2	9	24	40	16	1
8	6	17	Белгородская область	0,166	–0,01	4	3	20	1	9	74	–2
9	10	19	Воронежская область	0,167	–0,021	8	7	53	26	14	3	1
10	11	36	Тульская область	0,167	–0,027	6	13	10	9	36	38	1
11	12	9	Нижегородская область	0,194	–0,006	5	52	25	10	12	33	1
12	7	3	г. Санкт-Петербург	0,195	0,018	11	18	5	40	47	57	–5
13	14	1	г. Москва	0,196	–0,012	1	39	4	54	27	69	1
14	13	34	Тюменская область	0,202	0	47	14	1	32	63	20	–1
15	18	53	Рязанская область	0,21	–0,005	14	23	32	52	24	37	3

Продолжение прил. 14

Ранг риска		Ранг потенциала	Регион (субъект Федерации)	Средневзвешенный индекс риска	Изменение индекса риска (2016 г. к 2015 г.), увеличение (+), снижение (–)	Ранги составляющих инвестиционного риска						Изменение ранга риска (2016 г. к 2015 г.)
2016 г.	2015 г.					социальный	экономический	финансовый	криминальный	экологический	управленческий	
16	25	23	Ставропольский край	0,21	–0,021	31	5	31	70	18	53	9
17	15	11	Республика Башкортостан	0,211	0,002	60	4	8	17	46	64	–2
18	16	12	Ханты-Мансийский авт. округ — Югра	0,214	0	40	28	2	23	76	14	–2
19	23	45	Пензенская область	0,215	–0,014	28	62	38	2	13	10	4
20	22	13	Самарская область	0,215	–0,006	20	31	24	28	33	43	2
21	21	8	Ростовская область	0,217	–0,002	32	6	56	25	35	29	0
22	20	35	Калужская область	0,217	0,002	21	37	21	37	28	42	–2
23	17	39	Владимирская область	0,221	0,007	22	32	44	29	8	28	–6
24	33	29	Оренбургская область	0,224	–0,028	37	24	17	6	62	59	9
25	26	5	Свердловская область	0,226	–0,007	16	51	14	36	59	25	1
26	37	57	Чувашская Республика	0,226	–0,034	59	38	36	20	26	8	11
27	24	38	Ярославская область	0,227	–0,002	12	60	33	16	49	26	–3
28	29	31	Омская область	0,231	–0,007	39	8	27	67	55	63	1
29	19	15	Новосибирская область	0,235	0,02	61	17	13	65	41	50	–10
30	27	10	Челябинская область	0,237	0	43	40	12	33	64	40	–3

Продолжение прил. 14

Ранг риска		Ранг потенциала	Регион (субъект Федерации)	Средневзвешенный индекс риска	Изменение индекса риска (2016 г. к 2015 г.), увеличение (+), снижение (–)	Ранги составляющих инвестиционного риска						Изменение ранга риска (2016 г. к 2015 г.)
2016 г.	2015 г.					социальный	экономический	финансовый	криминальный	экологический	управленческий	
31	32	25	Алтайский край	0,238	–0,012	50	34	23	21	43	55	1
32	50	68	Амурская область	0,243	–0,033	18	26	58	41	66	11	18
33	31	43	Сахалинская область	0,243	–0,005	25	16	28	76	68	47	–2
34	28	44	Томская область	0,245	0,006	67	36	22	38	58	12	–6
35	36	63	Новгородская область	0,245	–0,015	38	41	54	51	23	19	1
36	38	47	Брянская область	0,246	–0,016	10	44	66	3	25	46	2
37	46	33	Хабаровский край	0,247	–0,027	17	43	50	49	71	7	9
38	30	32	Калининградская область	0,253	0,005	34	47	61	46	3	30	–8
39	43	7	Красноярский край	0,26	–0,009	52	22	18	59	78	34	4
40	41	46	Тверская область	0,26	–0,008	33	74	40	31	16	39	1
41	39	26	Саратовская область	0,26	–0,005	30	33	60	13	37	65	–2
42	40	60	Кировская область	0,26	–0,006	23	54	39	58	57	51	–2
43	47	48	Ульяновская область	0,266	–0,009	44	53	62	19	17	36	4
44	35	73	Республика Марий Эл	0,266	0,006	71	42	43	5	45	41	–9
45	42	27	Ямало-Ненецкий авт. округ	0,266	–0,002	26	78	6	45	85	5	–3
46	34	21	Приморский край	0,27	0,017	65	19	47	72	61	27	–12

Продолжение прил. 14

Ранг риска		Ранг потенциала	Регион (субъект Федерации)	Средневзвешенный индекс риска	Изменение индекса риска (2016 г. к 2015 г.), увеличение (+), снижение (–)	Ранги составляющих инвестиционного риска						Изменение ранга риска (2016 г. к 2015 г.)
2016 г.	2015 г.					социальный	экономический	финансовый	криминальный	экологический	управленческий	
47	44	67	Республика Мордовия	0,271	0,002	58	45	59	71	7	17	–3
48	48	56	Вологодская область	0,271	–0,004	46	48	41	53	65	44	0
49	55	20	Республика Саха (Якутия)	0,273	–0,02	72	27	29	7	82	23	6
50	52	18	Иркутская область	0,273	–0,004	68	35	15	44	72	54	2
51	62	41	Удмуртская Республика	0,275	–0,031	49	66	35	30	42	66	11
52	54	24	Волгоградская область	0,276	–0,013	41	63	37	60	39	70	2
53	49	75	Республика Адыгея	0,278	0,002	66	20	69	56	5	45	–4
54	45	55	Смоленская область	0,285	0,013	42	64	65	62	15	35	–9
55	58	54	Республика Коми	0,285	–0,012	63	57	30	75	79	6	3
56	56	16	Кемеровская область	0,286	–0,007	45	68	48	34	73	21	0
57	53	14	Пермский край	0,289	0,008	27	58	49	39	67	71	–4
58	51	62	Орловская область	0,292	0,015	29	29	64	57	19	78	–7
59	67	70	г. Севастополь	0,293	–0,051	56	80	67	42	1	-*	8
60	61	66	Псковская область	0,293	–0,012	55	55	63	15	29	67	1
61	57	58	Астраханская область	0,293	–0,002	64	61	57	68	53	15	–4
62	64	76	Республика Хакасия	0,294	–0,021	51	49	51	35	52	73	2

Продолжение прил. 14

Ранг риска		Ранг потенциала	Регион (субъект Федерации)	Средневзвешенный индекс риска	Изменение индекса риска (2016 г. к 2015 г.), увеличение (+), снижение (–)	Ранги составляющих инвестиционного риска						Изменение ранга риска (2016 г. к 2015 г.)
2016 г.	2015 г.					социальный	экономический	финансовый	криминальный	экологический	управленческий	
63	65	74	Костромская область	0,303	–0,012	24	59	46	50	54	79	2
64	60	51	Архангельская область	0,303	–0,001	36	65	52	66	77	24	–4
65	63	85	Ненецкий авт. округ	0,311	–0,001	54	56	42	82	80	9	–2
66	79	28	Республика Крым	0,324	–0,106	73	77	75	4	2	-*	13
67	59	59	Ивановская область	0,329	0,026	48	71	73	43	31	62	–8
68	66	71	Курганская область	0,33	0,006	53	72	72	48	30	61	–2
69	69	42	Мурманская область	0,344	–0,009	69	83	26	47	81	49	0
70	68	50	Республика Бурятия	0,345	–0,005	79	30	70	73	69	52	–2
71	70	77	Магаданская область	0,364	–0,006	57	81	45	81	83	31	–1
72	72	61	Республика Карелия	0,368	–0,016	70	82	55	63	74	68	0
73	77	83	Республика Алтай	0,385	–0,03	80	67	81	55	56	22	4
74	75	72	Камчатский край	0,389	–0,017	62	76	76	69	70	72	1
75	74	52	Забайкальский край	0,401	0,012	74	79	71	79	75	60	–1
76	71	81	Еврейская авт. область	0,411	0,028	76	84	74	61	50	75	–5
77	78	84	Республика Калмыкия	0,412	–0,01	82	70	79	64	51	32	1

Окончание прил. 14

Ранг риска		Ранг потенциала	Регион (субъект Федерации)	Средневзвешенный индекс риска	Изменение индекса риска (2016 г. к 2015 г.), увеличение (+), снижение (–)	Ранги составляющих инвестиционного риска						Изменение ранга риска (2016 г. к 2015 г.)
2016 г.	2015 г.					социальный	экономический	финансовый	криминальный	экологический	управленческий	
78	76	65	Кабардино-Балкарская Республика	0,415	0,002	81	50	77	84	21	56	–2
79	73	79	Карачаево-Черкесская Республика	0,417	0,033	83	21	80	80	6	76	–6
80	80	64	Республика Северная Осетия — Алания	0,438	–0,011	75	73	78	83	44	77	0
81	82	69	Чеченская Республика	0,453	–0,036	78	69	83	77	20	58	1
82	81	80	Чукотский авт. округ	0,457	0,007	35	85	68	27	84	83	–1
83	83	30	Республика Дагестан	0,489	–0,013	77	15	82	85	22	81	0
84	84	78	Республика Ингушетия	0,559	0,03	84	46	85	78	34	80	0
85	85	82	Республика Тыва	0,593	0,035	85	75	84	74	60	82	0

Приложение 15

Общая потребность в модернизации и наращивании инфраструктуры отраслей российской экономики

№ п/п	Отрасль российской экономики	Сфера	Емкость рынка до 2020 г., млрд долл.
1	Транспорт	Строительство платных путепроводов	10
		Строительство железнодорожных линий (в том числе к индустриальным объектам)	80
		Создание легкорельсового транспорта	12
		Строительство автодорог	378
		Строительство мостов, тоннелей и путепроводов	81
		Модернизация и строительство аэропортов	40
		Строительство транспортно-логистических узлов, хабов (включая реконструкцию ж/д вокзалов)	70
		Развитие портовой инфраструктуры	33
2	Энергетика и ЖКХ	Строительство и реконструкция тепло- и электросетей	30
		Сервисная инфраструктура для государственных учреждений	100
		Реконструкция и создание объектов водно-коммунальных хозяйств	21

Окончание прил. 15

№ п/п	Отрасль российской экономики	Сфера	Емкость рынка до 2020 г., млрд долл.
3	Социальная сфера	Создание объектов высокотехнологичной медицины	70
		Строительство/реконструкция/перенос региональных многопрофильных больниц и диспансеров	33
		Строительство спортивных сооружений	38
		Развитие инфраструктуры вокруг частных месторождений и предприятий	56
4	Индустрия	Развитие инфраструктуры объектов образования/науки	78
		Реконструкция существующей инфраструктуры крупных предприятий и месторождений	34
	Итого		**1264**

Приложение 16

Характеристика методов анализа инвестиционных рисков

Метод	Характеристика метода
Вероятностный анализ	Предполагают, что построение и расчеты по модели осуществляются в соответствии с принципами теории вероятностей, тогда как в случае выборочных методов все это делается путем расчетов по выборкам. Вероятность возникновения потерь определяется на основе статистических данных предшествовавшего периода с установлением области (зоны) рисков, достаточности инвестиций, коэффициента рисков (отношение ожидаемой прибыли к объему всех инвестиций по проекту)
Экспертный анализ рисков	Метод применяется в случае отсутствия или недостаточного объема исходной информации и состоит в привлечении экспертов для оценки рисков. Отобранная группа экспертов оценивает проект и его отдельные процессы по степени рисков
Метод аналогов	Использование базы данных осуществленных аналогичных проектов для переноса их результативности на разрабатываемый проект, такой метод используется, если внутренняя и внешняя среда проекта и его аналогов имеет достаточную сходимость по основным параметрам
Анализ показателей предельного уровня	Определение степени устойчивости проекта по отношению к возможным изменениям условий его реализации
Анализ чувствительности проекта	Метод позволяет оценить, как изменяются результирующие показатели реализации проекта при различных значениях заданных переменных, необходимых для расчета
Анализ сценариев развития проекта	Метод предполагает разработку нескольких вариантов (сценариев) развития проекта и их сравнительную оценку. Рассчитываются пессимистический вариант (сценарий) возможного изменения переменных, оптимистический и наиболее вероятный вариант

Метод	Характеристика метода
Метод построения деревьев решений проекта	Предполагает пошаговое разветвление процесса реализации проекта с оценкой рисков, затрат, ущерба и выгод
Имитационные методы	Базируются на пошаговом нахождении значения результирующего показателя за счет проведения многократных опытов с моделью. Основные их преимущества — прозрачность всех расчетов, простота восприятия и оценки результатов анализа проекта всеми участниками процесса планирования. В качестве одного из серьезных недостатков этого способа необходимо указать существенные затраты на расчеты, связанные с большим объемом выходной информации

Приложение 17

Факторы, влияющие на уровень инвестиционных рисков

Приложение 18

Прямые иностранные инвестиции в экономику России по основным странам-инвесторам (сальдо операций платежного баланса РФ), млн долл.*

Показатели	2014	2015	2016
Прямые иностранные инвестиции, всего	**22 031**	**6 853**	**32 539**
из них из стран:			
Сингапур	162	185	16 274
Багамы	3 638	5 108	5 802
Бермуды	1 777	2 239	2 551
Франция	2 224	1 686	1 997
Швейцария	2 472	203	1 842
Австрия	841	407	1 071
Виргинские острова (Брит.)	3 123	2 374	1 010
Джерси	–717	2 122	608
Швеция	166	122	530
Соединенное Королевство (Великобритания)	120	1112	478

Примечания:

*Приложения 18 и 19 составлены на основе информации официального сайта Федеральной службы государственной статистики. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/b17_13/Main.htm (дата обращения: 23.09.2018).

**Здесь и в прил. 19: по данным Банка России. Данные представлены в соответствии с принципом активов/пассивов. Знак (–) означает снижение.

Приложение 19

Прямые инвестиции из России в экономику стран — крупнейших получателей прямых инвестиций (сальдо операций платежного баланса РФ), млн долл.

Показатели	2014	2015	2016
Прямые инвестиции, всего	**57 082**	**22 085**	22 314
из них в страны:			
Кипр	23 546	4 249	9 827
Виргинские острова (Брит.)	718	3 301	1 795
Швейцария	6 927	203	1 433
Багамы	756	1054	1 205
Турция	1 183	1475	1 184
Ирландия	91	479	1 139
Сингапур	817	383	888
США	1 654	819	873
Нидерланды	2 132	461	841
Украина	–493	595	822

Учебное издание

Серия «Учебник УрФУ»

Юзвович Лариса Ивановна, Князева Елена Геннадьевна,
Разумовская Елена Александровна и др.

Под редакцией
Юзвович Ларисы Ивановны

ИНВЕСТИЦИИ

Учебник

Заведующий редакцией *М. А. Овечкина*
Редактор *Н. В. Чапаева*
Корректор *Н. В. Чапаева*
Компьютерная верстка *В. К. Матвеев*

Подписано в печать 25.10.2018 г. Формат 60×84 1/16.
Бумага офсетная. Цифровая печать. Усл. печ. л. 35,57.
Уч.-изд. л. 31,2. Тираж 50 экз. Заказ 262.

Издательство Уральского университета
Редакционно-издательский отдел ИПЦ УрФУ
620083, Екатеринбург, ул. Тургенева, 4
Тел.: +7 (343) 389-94-79, 350-43-28
E-mail: rio.marina.ovechkina@mail.ru

Отпечатано в Издательско-полиграфическом центре УрФУ
620083, Екатеринбург, ул. Тургенева, 4
Тел.: +7 (343) 358-93-06, 350-58-20, 350-90-13
Факс: +7 (343) 358-93-06
http://print.urfu.ru

Для заметок

ДИЗАЙН УНИВЕРСИТЕТСКОГО КНИГОИЗДАНИЯ
2018

9 785799 624521