



УРАЛЬСКИЙ
ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ

Серия «Современные финансы и банковское дело»

ИНВЕСТИЦИИ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Учебник



МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
УРАЛЬСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

Серия «Современные финансы и банковское дело»



ИНВЕСТИЦИИ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Учебник

Рекомендовано Методическим советом
по учебно-методическим вопросам и качеству образования
Уральского государственного экономического университета
в качестве учебника для обучающихся высших учебных заведений
по направлению подготовки УГСН 38.00.00 «Экономика и управление»

Екатеринбург
Издательство Уральского университета
2021

УДК 330.322(075.8)

ББК 65.263я73

И58

Серия «Современные финансы и банковское дело» основана в 2019 г.

Редакционная коллегия:

Я. П. Силин, ректор УрГЭУ, д-р экон. наук, профессор (председатель);
Е. Б. Дворянкина, проректор по научной работе УрГЭУ, д-р экон. наук, профессор (зам. председателя);
М. С. Марамыгин, директор Института финансов и права, д-р экон. наук, профессор;
Е. Г. Князева, проректор по дополнительному образованию
и профориентационной работе ректората, д-р экон. наук, профессор;
Л. И. Юзвович, зав. кафедрой финансов, денежного обращения и кредита, д-р экон. наук, профессор;
Н. А. Истомина, профессор кафедры финансов, денежного обращения и кредита, д-р экон. наук, доцент;
Н. Ю. Исакова, доцент кафедры финансов, денежного обращения и кредита, канд. экон. наук;
Н. Н. Мокеева, доцент кафедры финансов, денежного обращения и кредита, канд. экон. наук;
Е. Н. Прокофьева, доцент кафедры финансов, денежного обращения и кредита, канд. экон. наук;
В. А. Татьянников, доцент кафедры финансов, денежного обращения и кредита, канд. экон. наук;
Ю. В. Куваева, доцент кафедры финансов, денежного обращения и кредита, канд. экон. наук (секретарь)

Авторы:

Л. И. Юзвович, *М. С. Марамыгин*, *Е. Г. Князева*,
М. И. Львова, *Ю. В. Куваева*, *М. В. Чудиновских*, *С. А. Дегтярев*

Рецензенты:

И. В. Федосеев, д-р экон. наук, профессор,
заведующий кафедрой государственного и территориального управления
ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный экономический университет»;

Н. М. Сабитова, профессор кафедры финансовых институтов
Института управления, экономики и финансов
ФГАОУ ВО «Казанский (Приволжский) федеральный университет»;

А. А. Козицын, генеральный директор ОАО «Уральская горно-металлургическая компания»

Под общей редакцией *Л. И. Юзвович*

Инвестиции и инвестиционная деятельность : учебник / *Л. И. Юзвович*, *М. С. Марамыгин*, *Е. Г. Князева*, *М. И. Львова*, *Ю. В. Куваева*, *М. В. Чудиновских*, *С. А. Дегтярев* ; под общ. ред. *Л. И. Юзвович* ; Министерство науки и высшего образования Российской Федерации, Уральский государственный экономический университет. – Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2021. – 498 с. : ил. – Библиогр.: в конце глав. – 100 экз. – ISBN 978-5-7996-3082-9. – Текст : непосредственный.

ISBN 978-5-7996-3082-9

В учебнике рассматривается круг вопросов, раскрывающих сущность инвестиций и инвестиционной деятельности в экономической системе: финансирование и оценка эффективности инвестиций, инвестиционная система России в условиях интеграции капитала, инвестиционная политика государства, альтернативные способы привлечения инвестиций, такие как краудфандинг, краудинвестинг. Вопросы регулирования инвестиционной деятельности представлены через парадигму регулирования концессионной деятельности, страховых организаций, коллективных инвестиций, защиты прав инвесторов и регулирование иностранных инвестиций.

Учебник рекомендован студентам экономических и менеджериальных направлений подготовки, магистрантам, аспирантам и практическим работникам инвестиционной сферы, а также для аудиторной и самостоятельной работы обучающихся высших учебных заведений по направлению подготовки УГСН 38.00.00 «Экономика и управление».

УДК 330.322(075.8)

ББК 65.263я73

Книга издана при финансовой поддержке ОАО «УГМК»

ISBN 978-5-7996-3082-9

© Уральский государственный экономический университет, 2021

ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие	7
Введение	9

РАЗДЕЛ 1

ИНВЕСТИЦИИ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ В РОССИИ

Глава 1. ПОНЯТИЕ ИНВЕСТИЦИЙ И ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ	13
1.1. Экономическая сущность и природа инвестиций: особенности в современной цифровой экономике	13
1.2. Классификация и структура инвестиций	19
1.3. Основные виды инвестиций: реальные и финансовые	33
1.4. Коллективные и венчурные инвестиции	46
1.5. Инвестиционная деятельность как основа экономического развития	73
1.6. Структура инвестиционного рынка России	77
1.7. Концепция мультипликатора инвестиций	81
<i>Контрольные вопросы</i>	85
<i>Список рекомендуемой литературы</i>	85
Глава 2. ЭВОЛЮЦИОННОЕ РАЗВИТИЕ ИНВЕСТИЦИЙ	87
2.1. Дореволюционный период развития инвестиций	87
2.2. Советский период развития инвестиций	93
2.3. Современный период развития инвестиций	110
<i>Контрольные вопросы</i>	113
<i>Список рекомендуемой литературы</i>	114

РАЗДЕЛ 2

ФИНАНСИРОВАНИЕ И ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Глава 3. ФИНАНСИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ	117
3.1. Источники финансирования инвестиционных проектов	117
3.2. Современные методы и формы финансирования инвестиционных проектов ...	135
<i>Контрольные вопросы</i>	155
<i>Список рекомендуемой литературы</i>	156
Глава 4. ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ	157
4.1. Основные положения по оценке эффективности инвестиций	157
4.2. Методы оценки реальных инвестиций	170
4.3. Методы оценки финансовых инвестиций	185
4.4. Цифровые методы оценки эффективности инвестиций	201
<i>Контрольные вопросы</i>	204
<i>Список рекомендуемой литературы</i>	204

Глава 5. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РИСКИ В УСЛОВИЯХ ИНТЕГРАЦИИ КАПИТАЛА	205
5.1. Понятие и виды инвестиционных рисков	205
5.2. Классификация инвестиционных рисков	208
5.3. Оценка инвестиционных рисков	211
5.4. Методы управления инвестиционными рисками	219
<i>Контрольные вопросы</i>	223
<i>Список рекомендуемой литературы</i>	224

РАЗДЕЛ 3 ИНВЕСТИЦИОННАЯ СИСТЕМА РФ

Глава 6. ИНВЕСТИЦИОННАЯ СИСТЕМА И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ	227
6.1. Понятие и особенности инвестиционной системы России	227
6.2. Инвестиционная политика государства: основная цель, задачи и механизм реализации	242
6.3. Принципы формирования и реализации инвестиционной политики государства	247
6.4. Способы привлечения инвестиций	248
<i>Контрольные вопросы</i>	308
<i>Список рекомендуемой литературы</i>	309

Глава 7. РЕГУЛИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ	311
7.1. Понятие, виды и формы государственного регулирования инвестиционной деятельности	311
7.2. Налоговое регулирование и стимулирование инвестиционной активности субъектов экономических отношений	315
7.3. Регулирование концессионной деятельности	319
7.4. Регулирование инвестиционной деятельности страховых компаний	323
7.5. Регулирование рынка коллективных инвестиций	324
7.6. Регулирование иностранных инвестиций	326
7.7. Защита прав инвесторов	330
<i>Контрольные вопросы</i>	334
<i>Список рекомендуемой литературы</i>	334

Глава 8. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КЛИМАТ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ В УСЛОВИЯХ ДИНАМИЧНОЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СРЕДЫ	337
8.1. Инвестиционный климат: понятие, экономические факторы, его определяющие, и методы оценки	337
8.2. Инвестиционная привлекательность на макро- и микроуровне, ее основные элементы	343
8.3. Методы оценки инвестиционной привлекательности	348

8.4. Оценка интегрального уровня инвестиционной привлекательности российских регионов	351
<i>Контрольные вопросы</i>	355
<i>Список рекомендуемой литературы</i>	356

РАЗДЕЛ 4 ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ

Глава 9. НЕОБХОДИМОСТЬ И РОЛЬ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ	359
9.1. Экономическая природа и сущность иностранных инвестиций	359
9.2. Классификация и структура иностранных инвестиций	367
9.3. Характеристика прямых и портфельных инвестиций	371
9.4. Место и роль многонациональных предприятий в инвестиционной деятельности	377
<i>Контрольные вопросы</i>	380
<i>Список рекомендуемой литературы</i>	381
Глава 10. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕСУРСЫ МИРОВОГО ИНВЕСТИЦИОННОГО РЫНКА	382
10.1. Понятие и структура мирового инвестиционного рынка	382
10.2. Американский сегмент мирового инвестиционного рынка	386
10.3. Европейский сегмент мирового инвестиционного рынка	389
10.4. Азиатско-тихоокеанский сегмент мирового инвестиционного рынка	391
10.5. Международное регулирование иностранных инвестиций	392
<i>Контрольные вопросы</i>	398
<i>Список рекомендуемой литературы</i>	398
Глоссарий	399
Типовые задачи и практические кейсы	407
ПРИЛОЖЕНИЯ	
<i>Приложение 1.</i> Прямые иностранные инвестиции в экономику России по основным странам-инвесторам (сальдо операций платежного баланса Российской Федерации, млн долларов США)	415
<i>Приложение 2.</i> Инвестиции в основной капитал по видам экономической деятельности	416
<i>Приложение 3.</i> Финансовые вложения организаций по видам экономической деятельности, млн рублей	429
<i>Приложение 4.</i> Механизм венчурного инвестирования	444
<i>Приложение 5.</i> Отличия венчурных инвестиций от традиционных (прямых) инвестиций	445
<i>Приложение 6.</i> Влияние преимуществ и недостатков некоторых видов финансирования реальных инвестиций на факторы успеха или роста	446

<i>Приложение 7. Динамика объемов привлечения денежных средств с помощью альтернативных финансовых моделей (модельных типов краудфандинга), млн евро</i>	449
<i>Приложение 8. Коэффициенты финансовой оценки инвестиционного проекта</i>	452
<i>Приложение 9. Инвестиционный риск в российских регионах в 2019 г.</i>	455
<i>Приложение 10. Инвестиционный потенциал в российских регионах в 2019 г.</i>	462
<i>Приложение 11. Нормативные доли разрешенных финансовых активов в общем объеме размещенных средств Фонда национального благосостояния в пределах соответствующих долей, установленных Правительством Российской Федерации</i>	468
<i>Приложение 12. Предельные доли разрешенных финансовых активов в общем объеме размещенных средств Резервного фонда, %</i>	469
<i>Приложение 13. Стратегические партнеры Российского фонда прямых инвестиций</i>	470
<i>Приложение 14. Направления государственного регулирования инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений</i>	475
<i>Приложение 15. Налоговые и таможенные льготы для инвесторов</i>	477
<i>Приложение 16. Рейтинг стран мира по уровню благоприятных условий ведения бизнеса</i>	479
<i>Приложение 17. Распределение российских регионов по рейтингу инвестиционного климата по итогам 2019 г.</i>	483
<i>Приложение 18. Инвестиционный рейтинг российских регионов за 2019 г.</i>	487
<i>Приложение 19. Международная инвестиционная позиция Российской Федерации (стандартные компоненты, млн долларов США)</i>	488

ПРЕДИСЛОВИЕ

«Вы не достигнете успеха в инвестициях,
если не будете мыслить независимо».

Уоррен Эфвард Баффет

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

Несмотря на многовариантные исследования, проводимые учеными и практиками в области изыскания и возможности привлечения новых источников финансирования инвестиций, 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.

Первая особенность учебника – это практическая направленность, изложение материала сопровождается практическими примерами, упор сделан на глубокое и тщательное описание характеристик и особенностей инвестиционного рынка, инвестиционной системы, инвестиционной политики, инструментов, моделей и т. д.

Вторая особенность учебника заключается в том, что, помимо фундаментальности данного издания, представлены типовые задачи и практические кейсы, направленные на практико-ориентированную результативность знаний.

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 и закономерности проведения инвестиционных расчетов, а также особенности финансирования инвестиций.

Значительный раздел учебника посвящен вопросам функционирования инвестиционной системы Российской Федерации в контексте управления инвестициями, принципов формирования и реализации государственной инвестиционной политики, финансово-кредитного механизма регулирования инвестиций, налогового стимулирования инвестиционной деятельности, инвестиционной привлекательности, инвестиционных рисков и благоприятного инвестиционного климата.

Учебник предназначен для бакалавров, магистров в рамках изучения дисциплин «Инвестиции и инвестиционная деятельность», «Инвестиционная политика», имеющих существенное значение в освоении и углублении общепрофессиональных и профессиональных компетенций. Перечисленные дисциплины базируются на взаимодействии со следующими дисциплинами: «Макроэкономика», «Деньги, кредит, банки», «Мировая экономика и международные экономические отношения», «Финансы», «Корпоративные финансы».

Учебник написан простым и доступным языком, материал логично выстроен во взаимосвязи с аналитическими данными и историческим развитием инвестиционных отношений, что позволяет глубже изучить и понять рассматриваемые теоретические вопросы и практические модели инвестиционного рынка.

Учебник подготовлен авторским коллективом под руководством доктора экономических наук, профессора Л. И. Юзвович. Авторами отдельных глав и подразделов являются преподаватели кафедры финансов, денежного обращения и кредита Уральского государственного экономического университета: д-р экон. наук, профессор Л. И. Юзвович (предисловие; введение; гл. 2: 2.1–2.3; гл. 6: 6.1–6.3; гл. 10: 10.1–10.5; типовые задачи и практические кейсы); д-ра экон. наук, профессор М. С. Марамыгин (п. 6.4); д-р экон. наук, профессор Е. Г. Князева (гл. 5: 5.1–5.4; п. 6.4); канд. экон. наук, доцент Ю. В. Куваева (гл. 1: 1.1–1.3, 1.5–1.7; гл. 3: 3.1–3.2; гл. 8: 8.1–8.4; гл. 9: 9.1–9.4; типовые задачи и практические кейсы); канд. юрид. наук, доцент М. В. Чудиновских (гл. 7); канд. экон. наук, доцент М. И. Львова (гл. 1: 1.4; гл. 4; типовые задачи и практические кейсы); канд. экон. наук С. А. Дегтярев (гл. 6: п. 6.4; практические кейсы).

Издание учебника продолжает серию «Современные финансы и банковское дело», которая была основана в 2019 г. кафедрой финансов, денежного обращения и кредита Уральского государственного экономического университета при поддержке представителей корпоративного сектора региональной экономики ОАО «Уральская горно-металлургическая компания». Все учебники, учебные пособия, научные издания издаются кафедрой в данной серии.

Благодарности

Хотелось бы выразить благодарность своим коллегам, участвовавшим в реализации этого проекта.

Следует отметить рецензентов по учебнику, которые внесли существенный вклад в содержательный контент издания и его структуру. Принцип логического структурирования учебного материала – это высокий задел компетентностного подхода в рамках планируемых результатов обучения.

Особая благодарность – представителям финансового, банковского и корпоративного секторов экономики за предоставленные рекомендации в части взаимодействия теории и практики дисциплинарного подхода с учетом практикоориентированных направлений, в частности, генеральному директору ОАО «УГМК» Андрею Анатольевичу Козицыну, директору Уральского филиала в г. Екатеринбурге Московской биржи Максиму Александровичу Костылеву.

Выражаем благодарность своим коллегам по кафедре финансов, денежного обращения и кредита Уральского государственного экономического университета за предоставленные консультации по вопросам отдельных глав учебника.

ВВЕДЕНИЕ

Инвестиции являются основой экономической деятельности российских предприятий в условиях модернизации национальной экономики. Продуманное инвестирование решает целый комплекс экономических задач на микро-, мезо- и макроуровне, а также создает благоприятные условия 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 момент экономических потрясений и посткризисный период 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 федеральное и региональное значение. Важно при этом понимать роль и выгоду каждого участника инвестиционного рынка, определять четкую нормативно-законодательную и договорную базу, оперативно анализировать финансовую эффективность инвестиций на всех этапах реализации проектов.

В учебнике рассмотрены наиболее важные направления инвестиционной деятельности, обосновывается необходимость комплексного использования инструментария финансирования инвестиций в рамках государственно-частного парт-

нерства. 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 приводятся контрольные вопросы, а также дается список рекомендуемой литературы.

В первом разделе рассматриваются вопросы теоретического характера с использованием эволюционной парадигмы, дискуссионных фрагментов и аналитического материала инвестиций и инвестиционной деятельности.

Во втором разделе учебника изучаются вопросы более прикладного характера: источники финансирования инвестиций, методы и формы финансирования инвестиций, экономическая оценка эффективности инвестиций, в том числе цифровых методов. Кроме того, рассматриваются вопросы инвестиционных рисков в условиях интеграции капитала, делается акцент на их оценке и методах управления.

В третьем разделе рассматривается инвестиционная система Российской Федерации, ее значение, место и роль в процессе управления инвестициями. Большое значение отводится инвестиционной политике государства, принципам ее формирования и реализации. Также рассматриваются способы привлечения инвестиций: концессии, особые экономические зоны, международный лизинг, совместные предприятия, краудфандинг, краудинвестинг. Определенная роль в данном разделе отводится регулированию инвестиционной деятельности в контексте концессионной деятельности, страховых организаций, коллективных инвестиций, иностранных инвестиций и защиты прав инвесторов.

В четвертом разделе рассматриваются вопросы привлечения иностранного капитала, определяется сущность иностранных инвестиций, место и роль транснациональных компаний в инвестиционном бизнесе, структура международного инвестиционного рынка.

В учебнике представлен глоссарий в виде словаря терминов и понятий, представляющий основные категории, используемые в инвестиционной деятельности, инвестиционном процессе, инвестиционном бизнесе. Глоссарий составлен по структуре учебника, делаются краткие пояснения по каждому термину или понятию. Также в учебнике предлагаются типовые задачи и практические кейсы, направленные на практико-ориентированную результативность знаний.

Крупноформатные таблицы с аналитическим материалом представлены в приложениях в конце учебника.

Раздел 1

ИНВЕСТИЦИИ
И ИНВЕСТИЦИОННАЯ
ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ
В РОССИИ

Глава 1

ПОНЯТИЕ ИНВЕСТИЦИЙ И ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

1.1. Экономическая сущность и природа инвестиций: особенности в современной цифровой экономике

Инвестиции играют ключевую роль в современной экономике, являясь важнейшим фактором экономического роста. Особая роль инвестиций заключается в трансформации средств государства, хозяйствующих субъектов и отдельных граждан в простое и расширенное воспроизводство материальных и нематериальных ценностей, обеспечивающих рост национального благосостояния. Инвестиционная деятельность представляет собой сложный, многоаспектный процесс, требующий теоретического осмысления многих концепций, положений и выводов.

Продуманное инвестирование решает целый комплекс задач на макро-, мезо- и микроэкономическом уровнях, создавая тем самым благоприятные условия для развития экономики, а определение экономической сущности и природы инвестиций является основополагающей теоретической предпосылкой любой экономической концепции развития. Единства в понимании сущности 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 определения инвестиций, которые зачастую не дают полной характеристики, а определяют одну из сторон этого многогранного понятия.

Европейская методология допускает распространение термина «инвестиции» в случае приобретения ценных бумаг с расчетом на некоторые финансовые результаты, а также обозначает этим термином реальные активы (станки, здания, сооружения, транспортные средства и т. д.), которые требуются для производства и продажи некоего товара.

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

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

В современной экономической науке существует множество определений термина «инвестиции». В учебнике К. Макконнела и С. Брю «Экономикс» инвестиции характеризуются как затраты на производство и накопление средств производства

и увеличение материальных затрат. В одной из первых в России переводных монографий по рыночной экономике Э. Дж. Долана и Д. Е. Линдея «Рынок: микроэкономическая модель» инвестиции описываются как увеличение объема функционирующего в экономической системе капитала, т. е. предложенного количества средств. У. Ф. Шарп, Г. Д. Александр, Дж. В. Бейли описывают инвестиции как отказ от определенной ценности в настоящий момент за (возможно, неопределенную) ценность в будущем. Г. Бирман и С. Шмидт говорят о том, что инвестиции – это расходование ресурсов на получение доходов в будущем, по истечении достаточно длительного периода времени. Экономист Дж. М. Кейнс при определении сущности инвестиции, выделяет их двойственную оценку:

- инвестиции отражают величину аккумулированного дохода на цели накопления, т. е. определяют потенциальный инвестиционный спрос;
- являются затратами, определяющими прирост стоимости капитального имущества в результате реализации инвестиционного предложения.

В наиболее общем виде под инвестициями можно понимать осуществление определенных экономических проектов в настоящем, с расчетом получить доходы в будущем.

Таким образом, очевидно, что существует множество определений экономической категории «инвестиции», отражающих различные подходы к пониманию их экономической сущности. 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 посредством 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 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 стабильность либо создать принципиально новые направления техники и технологии, экономическая эффективность которых заранее неизвестна. Впрочем, затраты на технологический прорыв могут позволить себе крупные компании и транснациональные корпорации.

Таким образом, 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.

Следует отметить, что в России многие аспекты, связанные с инвестиционной деятельностью, регламентированы на законодательном уровне. Так, содержание термина «инвестиции» раскрыто в нескольких нормативно-правовых документах. Согласно ст. 1 ФЗ «Об инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ, а также ст. 2 ФЗ «О защите и поощрении капиталовложений в Российской Федерации» от 01.04.2020 г. № 69-ФЗ, инвестиции это:

- 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 иного полезного эффекта.

В соответствии со ст. 2 ФЗ «Об иностранных инвестициях» от 25.06.1999 г. № 160-ФЗ иностранная инвестиция – это вложение иностранного капитала в объект предпринимательской деятельности на территории Российской Федерации в виде объектов гражданских прав, принадлежащих иностранному инвестору, в том числе:

- денег;
- ценных бумаг;
- имущественных прав, имеющих денежную оценку;
- исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности;
- услуг;
- информации;
- иного имущества.

Согласно ст. 2 ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 02.08.2019 г. № 259-ФЗ инвестиции – это денежные средства, используемые в целях получения прибыли или достижения иного полезного эффекта путем приобретения предусмотренных настоящим Федеральным законом ценных бумаг или цифровых прав либо путем предоставления займа.

Следует отметить, что в современной цифровой экономике постепенно начинает меняться представление о привычной природе инвестиций. Как отмечено ранее, концепция инвестиций в традиционные факторы производства базируется на кейнсианском понимании этой экономической категории как той части дохода за данный период, которая не была использована на потребление. Очевидно, что при таком подходе потребление и инвестиции противопоставляются, и последние представляют собой осознанный отказ от текущего потребления в пользу ожидаемого в будущем полезного эффекта. Вслед за Кейнсом в рамках традиционного индустриального производства всегда считалось, что инвестиции – это часть национального продукта, отвлекаемая от потребления и направляемая на расширение производства.

В инновационной экономике человек создает вокруг себя все расширяющийся спектр услуг, при этом граница между потреблением и инвестициями стирается, поскольку, приобретая, например, современный мощный компьютер и новый про-

граммный продукт, потребитель, с одной стороны, достигает лучших навыков и повышает качество своего образования, с другой стороны, получает возможность монетизировать полученные знания, например, посредством продажи сгенерированных им новых научно-исследовательских и опытно-конструкторских разработок в различных сферах. В современном мире возникает ситуация, когда сбережения, не используемые на валовое накопление капитала, составляют гигантские суммы. Так, в 2014 г. объем частных накоплений по всему миру составил 136 трлн евро, объем только прямых инвестиций составил в 2016 г. 1,52 трлн долл. США¹.

Такая ситуация позволяет предположить, что появляется новый тип инвестиций, стимулирующих хозяйственное развитие посредством максимизации личного потребления, который отличается от привычного нам восприятия инвестиций как антитезы потреблению. Сегодня в ряде развитых стран действительно наблюдается парадоксальная ситуация, при которой потребление на уровне макроэкономики растет, а инвестиции – не падают. При этом статистика развивающихся стран свидетельствует, что на старте XXI в. индустриальная хозяйственная модель не имеет никаких источников финансирования собственного развития, кроме сокращения текущего потребления, уменьшающего возможности аккумуляирования интеллектуального капитала. В том, что человечество не только осваивает информацию как неисчерпаемый ресурс для развития производства, но и превращает основные виды потребления, связанные с развитием личности, в средство возобновления и наращивания этого ресурса, видится залог бесконечного прогресса современного информационного общества. Его бурный хозяйственный рост способен продолжаться десятилетиями в условиях не только низкой, но и отрицательной нормы накопления в ее традиционном понимании.

Как было отмечено ранее, важнейшим элементом экономического роста в экономике знаний является человеческий капитал, и его накопление, в свою очередь, может быть, по сути, более «инвестиционным», чем наращивание материальных факторов производственного потенциала. В подобной ситуации отвлечение средств от инвестиций в материальные факторы производства и направление их на потребление, т. е., в конечном счете, на развитие личности, не является препятствием для устойчивого и поступательного развития как экономики в целом, так и отдельных ее отраслей, в том числе и сельского хозяйства. В инновационной экономике основные виды потребления, связанные с развитием личности, все в большей степени превращаются в средство постоянной генерации знаний, требующих инвестиций, и этот процесс, в свою очередь, раскрывает безграничные возможности для развития.

Несмотря на активную терминологическую дискуссию в части определения подходов к описанию термина «инвестиции», роль инвестиций в развитии экономики любой страны заключается:

- 1) в интернационализации и глобализации мировых хозяйственных связей;

¹ *Kuvaeva Y., Reshetnikova T., Boronenkova N. Knowledge economy changes the perception of the nature of the investment in agriculture // Earth and Environmental Science. 2019. Nov.*

- 2) стабилизации и подъеме национальной экономики;
- 3) организации основных форм международных экономических отношений, создании стратегического партнерства, межфирменного слияния;
- 4) осуществлении диверсификации капиталовложений в новые сферы экономики и бизнеса.

В настоящее время осуществление инвестиций нельзя рассматривать как «произвольную» форму деятельности предприятия в том смысле, что оно 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, т. е. такие, 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.;

– активные инвестиции, т. е. такие, 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.

Место и роль инвестиций на финансовых рынках в развитии экономики любой страны заключаются:

– 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.

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

1. 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. 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 последнему участнику реализовать функцию регулятора.

Регулирующая функция содержит в себе важную подфункцию – это стимулирование или ограничение экономических процессов с помощью различных финансовых механизмов или инструментов. Стимулирование как подфункция ориентирована на обновление средств производства, активизацию самых подвижных

и быстроизменяющихся его элементов, развитие науки и техники. В этой своей роли стимулирующая подфункция обслуживает развитие как таковое, а степень ее реализации определяет темпы роста и качественные характеристики.

2. 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. 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 инвестиций. Данная 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 инвестиционной 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:

- расширение и развитие производства;
- недопущение чрезмерного морального и физического износа основных фондов;
- повышение технического уровня производства;
- увеличение качества и обеспечение конкурентоспособности продукции конкретного предприятия;
- осуществление природоохранных мероприятий;
- приобретение ценных бумаг и вложение средств в активы других предприятий.

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.

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 другие виды социальных программ, направленных на улучшение уровня жизни населения. Развивается научно-технический потенциал 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 некотором 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 выпуском архитектурных проектов) перерастает в проектно-строительную, т. е. она уже не только выпускает проекты на бумаге, но также может воплощать 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. Однако обе эти функции сильно взаимосвязаны между собой и сводятся к личностному обогащению человека.

1.2. Классификация и структура инвестиций

Инвестиции осуществляются в различных формах. С одной стороны, для систематизации, анализа и планирования инвестиций их целесообразно сгруппировать по классификационным признакам. С другой стороны, именно классификация позволяет понять, какими разными бывают инвестиции в экономической

системе. Вместе с тем необходимо отметить, что в современной экономической литературе и хозяйственной практике, связанной с инвестиционной деятельностью, не существует единого системного подхода, отражающего их существенные характеристики. Для анализа планирования и повышения эффективности вложения капитала можно предложить классификацию инвестиций по различным признакам как на макро-, так и на микроуровне (рис. 1).

По объектам вложения средств инвестиции принято разделять на реальные (прямые) и финансовые (портфельные) инвестиции (рис. 2). В ряде классификаций в этом классификационном признаке рассматриваются также нематериальные инвестиции и инвестиции в человеческий капитал.

В широком смысле под реальными инвестициями понимают вложения капитала в любые объекты, которые имеют материально-вещественную форму выражения и способны приносить те или иные выгоды своему владельцу в течение определенного периода времени. Вместе с тем, несмотря на многообразие объектов для реального инвестирования, его ключевая роль заключается прежде всего в создании, воспроизводстве и наращивании материально-технической базы экономики. В этой связи в литературе зачастую встречается отождествление реальных инвестиций и капитальных вложений, под которыми в наиболее общем виде понимаются все вложения капитала в воспроизводство основных средств – как производственного, так и непроизводственного назначения, включая затраты на их капитальный ремонт. Представляется недопустимым такой подход, поскольку реальные инвестиции могут осуществляться и в прирост оборотного капитала, и в объекты непроизводственного назначения (недвижимость). Следовательно, капитальные вложения являются более узким понятием и могут рассматриваться лишь как одна из форм реальных инвестиций.

Финансовые инвестиции представляют собой вложения в различные виды финансовых инструментов, перечень которых является достаточно широким. К наиболее традиционным объектам финансового инвестирования относят акции, облигации и другие ценные бумаги, непосредственно связанные с титулом собственности, банковские депозиты, производные финансовые инструменты.

По характеру участия инвестора в инвестиционном процессе выделяют прямые и косвенные (опосредованные) инвестиции. Прямые инвестиции – это инвестиции, сделанные непосредственно инвесторами, юридическими и (или) физическими лицами и позволяющие осуществлять контроль над компанией посредством владения крупным пакетом акций. Процедура реализации косвенных (опосредованных) инвестиций представлена на рис. 3.

По периоду инвестирования различают кратко-, средне- и долгосрочные инвестиции. В данном случае целесообразно учитывать особенности реальных и финансовых инвестиций, а также классификационный признак инвесторов – физические или юридические лица участвуют в инвестиционной деятельности.

Краткосрочные инвестиции – вложение капитала на срок менее одного года – рассматриваются, как правило, в контексте финансовых инвестиций, которые могут осуществляться и юридическими и физическими лицами. Основу кратко-



Рис. 1. Классификация инвестиций



Рис. 2. Основные составляющие инвестиций по объектам вложения



Рис. 3. Схема описания процесса косвенного (опосредованного) инвестирования

срочных инвестиций предприятия составляют его краткосрочные финансовые вложения. Физические лица осуществляют краткосрочные вложения, как правило, в различные виды финансовых инструментов.

Краткосрочные вложения называют еще спекуляциями, и в наиболее общем виде отличия между инвестициями и спекуляциями обусловлены следующими факторами:

1. Временная характеристика. Принято считать, что если финансовая операция длится более одного календарного года, то это инвестиция. Если же между началом операции и ее завершением прошло меньше года, то это спекуляция.

2. Форма получения прибыли. Если актив покупается с целью дальнейшей продажи по более выгодной цене, то в данном случае это чаще всего спекуляция. Инвестицией же всегда считается операция, при совершении которой преследуется цель получения прибыли в форме дивидендов (или процентов), которые начисляются на купленный актив либо прирост капитализации компании на основе фундаментальных факторов.

3. Доходность и риск. Спекулятивные операции обычно более прибыльные за время работы одной инвестиционной идеи можно совершить несколько спекулятивных высокодоходных сделок. Правда, не стоит забывать, что и риск соответствующий, особенно при работе с заемными средствами.

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 удастся продать купленный ранее 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 также, как и скальперы, специализируются на торговле внутри дня. Они никогда не оставляют открытых позиций на следующий день. Дэй-трейдер работает с бумагами, обладающими большой изменчивостью (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 один месяц.

Вложения в среднесрочной перспективе могут осуществлять как индивидуальные инвесторы, так и компании посредством реального и финансового инвестирования. Среднесрочные инвестиции представляют собой вложение денежных средств на срок от одного года до пяти лет.

Понятие «среднесрочная инвестиция» относится как к реальным, так и к финансовым инвестициям, а осуществлять их могут индивидуальные инвесторы, компании и государство. Если речь идет о среднесрочных финансовых инвести-

циях, то это, как правило, вложения в акции и облигации; в банковские депозиты со сроком до 3–5 лет; в паи ПИФов и акции ETF (Exchange Traded Fund, биржевой индексный фонд) и структурированные продукты.

Компании и государство, осуществляющие реальные инвестиции в среднесрочном периоде, занимаются капитальными вложениями в целях развития бизнеса или возведения (реконструкции, модернизации) объектов социально-культурного назначения.

Долгосрочные инвестиции – это вложения от 5 лет и более. Одной из форм долгосрочных инвестиций также являются капитальные вложения хозяйствующих субъектов. Что касается долгосрочных финансовых инвестиций, то они доступны различным категориям инвесторов. 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.

По формам собственности на инвестиционные ресурсы инвестора выделяют государственные, частные, совместные (смешанные) и иностранные инвестиции. Государственные инвестиции осуществляются органами государственной власти и управления за счет средств бюджетов, внебюджетных фондов и заемных средств, привлекаемых через выпуск ценных бумаг. Частные инвестиции – это вложения средств, осуществляемые физическими или юридическими лицами, с целью получения дохода в будущем.

Совместные (смешанные) инвестиции – это вложения денежных средств, осуществляемые субъектами данной страны и иностранных государств с целью получения определенного дохода. Следует отметить, что такие инвестиции могут осуществляться не только с иностранными государствами на условиях совместной деятельности. Данный подвид инвестиций может быть рассмотрен как концессия – государственно-частное партнерство с привлечением национальных государственных инвестиций и вложений частных инвесторов. Иностранные инвестиции – это вложение капитала иностранными инвесторами в объекты предпринимательской деятельности в целях получения прибыли.

В данном классификационном признаке 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, расширение производства, приобретение ценных бумаг других предприятий, инновационные технологии. Анализ экономической литературы показал, что целевая направленность инвестиций не вызывает особых споров среди рос-

сийских ученых-экономистов, так или иначе инвестиции в основном направляются в реальный или финансовый сектора экономики, но иногда встречаются научные позиции по уровню целей инвестиций, которые делятся на стратегические и тактические.

По уровню инвестиционного риска инвестиции подразделяются на безрисковые, низкорисковые, среднерисковые и высокорисковые. К безрисковым инвестициям относят государственные ценные бумаги и в некоторых странах – депозиты в крупных системообразующих банках. В числе низкорисковых рассматривают банковские депозиты, корпоративные облигации крупных компаний. Среднерисковые – акции эмитентов «голубых фишек», паи ПИФов, акции ETF. К категории высокорисковых инвестиций обычно относят венчурные инвестиции, вложения в производные финансовые инструменты, криптовалюту.

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

Первичные инвестиции характеризуют использование вновь сформированного капитала для инвестиционных целей. Под реинвестированием, согласно ст. 2 Федерального закона от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в РФ», понимается осуществление капитальных вложений в объекты предпринимательской деятельности на территории Российской Федерации за счет доходов или прибыли иностранного инвестора или коммерческой организации с иностранными инвестициями, которые получены ими от иностранных инвестиций. 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.

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, в классификации инвестиций выделяют множество более мелких их подвидов, рассмотрение и анализ которых не сказываются на сущности инвестиционной деятельности (инвестиции по уровню привлекательности, валовые, чистые, реновационные, индуцированные, фактические инвестиции и т. д.).

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

Эффективность использования инвестиций зависит от их структуры. Необходимо выделять структуру:

- инвестиций в нефинансовые активы;
- реальных инвестиций;
- капитальных вложений;
- финансовых вложений;
- инвестиций в основной капитал по формам собственности;

- инвестиций в основной капитал по источникам финансирования;
- инвестиций по видам экономической деятельности;
- инвестиций по формам собственности;
- иностранных инвестиций.

Структура инвестиций в нефинансовые активы включает 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. 1). Основное место в системе показателей, характеризующих объемы и структуру инвестиций в нефинансовые активы, занимают инвестиции в основной капитал (капитальные вложения), которые представляют собой совокупность затрат, направленных на строительство объектов и их реконструкцию (техническое перевооружение), приводящую к увеличению их первоначальной стоимости; приобретение машин, оборудования, транспортных средств, производственного и хозяйственного инвентаря; формирование рабочего, продуктивного и племенного стада; выращивание многолетних культур.

Т а б л и ц а 1

Структура инвестиций в нефинансовые активы, % к итогу²

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019
Инвестиции в нефинансовые активы в том числе:	100	100	100	100	100
инвестиции в основной капитал	97,7	98,7	98,6	98,9	98,8
инвестиции в непроектируемые нефинансовые активы	2,3	1,3	1,4	1,1	1,2

Начиная с 2013 г. инвестиции в основной капитал включают в себя 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.

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.

² Составлено по: Росстат : [сайт]. URL: http://old.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/investment/nonfinancial/ (дата обращения: 23.06.2020).

Данная структура показывает, какая доля капитальных вложений в их общей величине направляется на строительные-монтажные работы, приобретение машин, оборудования и их монтаж, 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 частями основных производственных фондов будущего предприятия.

Экономическая эффективность инвестиций зависит от отраслевой и территориальной (региональной) структуры. Под отраслевой структурой капитальных вложений понимается их распределение по видам экономической деятельности, под территориальной (региональной) структурой инвестиций – их распределение по отдельным субъектам Российской Федерации. Последняя 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. 2).

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. 3).

Структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования показывает оптимальное участие государства или частного бизнеса в инвестиционном процессе на условиях государственно-частного партнерства (табл. 4).

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. Анализ структуры иностранных инвестиций по основным странам-инвесторам имеет важное научное и практическое значение (прил. 1).

Теоретическая значимость анализа структуры инвестиций заключается в том, что на его основе выявляются новые факторы, влияющие на инвестиционную 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.

Т а б л и ц а 2

Структура финансовых вложений организаций, % к итогу³

Показатели	2015			2016			2017			2018			2019		
	Всего	В том числе		Всего	В том числе		Всего	В том числе		Всего	В том числе		Всего	В том числе	
		долгосрочные	краткосрочные												
Финансовые вложения	100	10,9	89,1	100	11,3	88,7	100	11,2	88,8	100	13,2	86,8	100	9,1	90,9
Всего															
В том числе:															
в пай, акции и другие формы участия в капитале	11,7	3,4	8,3	15,3	4,5	10,8	14,9	3,1	11,8	9,2	5,8	3,4	9,4	5,6	3,8
в долговые ценные бумаги и депозитные сертификаты	14,8	2,2	12,6	20,9	1,8	19,1	25,1	3,5	21,6	21,3	2,9	18,4	22,3	3,1	19,2
предоставленные займы	15,3	3,9	11,4	14,6	3,8	10,8	16,1	3,4	12,7	22,1	3,2	18,9	23,2	3,1	20,1
банковские вклады	50,5	1,1	49,4	40,9	1,0	39,9	37,1	1,0	36,1	39,4	1,0	38,4	38,7	1,0	37,7
прочие	7,7	0,3	7,4	8,3	0,2	8,1	6,8	0,2	6,6	8,0	0,3	7,7	7,8	0,4	7,4

³ Составлено по: Росстат : [сайт]. URL: http://old.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/investment/investing/ (дата обращения: 23.06.2020).

Т а б л и ц а 3

Инвестиции в основной капитал в Российской Федерации по формам собственности⁴

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019
В миллиардах рублей					
Инвестиции в основной капитал Всего	13 897,2	14 748,9	16 027,3	17 782,0	19 318,8
В том числе:					
российская собственность	11 720,5	12 251,7	13 426,8	15 124,7	16 852,7
государственная собственность	2 052,2	2 238,1	2 309,2	2 627,0	2 829,7
муниципальная собственность	414,1	404,2	394,8	410,1	501,7
частная собственность	7 903,2	8 240,7	9 318,3	10 465,6	12 231,6
смешанная российская собственность (без иностранного участия)	1 138,8	1 153,9	1 202,2	1 407,3	1 090,8
собственность потребительской кооперации	2,3	1,3	1,9	1,7	1,0
собственность общественных и религиозных организаций (объединений)	9,2	5,8	6,7	8,3	8,8
собственность государственных корпораций	200,7	207,7	193,7	204,7	189,1
иностранная собственность	1 147,1	1 098,6	1 192,4	1 171,1	1 123,0
совместная российская и иностранная собственность	1 029,6	1 398,6	1 408,1	1 486,2	1 343,1

⁴ Составлено по: Росстат : [сайт]. URL: http://old.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/investment/nonfinancial/ (дата обращения: 23.06.2020).

Окончание табл. 3

Показатели	В процентах к итогу				
	2015	2016	2017	2018	2019
Инвестиции в основной капитал Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
В том числе:					
российская собственность	84,3	83,1	83,8	85,0	87,2
государственная собственность	14,8	15,2	14,4	14,8	14,6
муниципальная собственность	3,0	2,7	2,5	2,3	2,6
частная собственность	56,8	55,9	58,1	58,8	63,3
смешанная российская собственность (без иностранного участия)	8,2	7,8	7,5	7,9	5,6
собственность потребительской кооперации	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01
собственность общественных и религиозных организаций (объединений)	0,1	0,04	0,04	0,04	0,05
собственность государственных корпораций	1,4	1,4	1,2	1,2	1,0
иностранная собственность	8,3	7,4	7,4	6,6	5,8
совместная российская и иностранная собственность	7,4	9,5	8,8	8,4	7,0

Т а б л и ц а 4

Инвестиции в основной капитал в Российской Федерации по источникам финансирования⁵

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019
В миллиардах рублей					
Инвестиции в основной капитал Всего	10 496,3	11 282,5	12 262,2	13 640,7	14 245,2
В том числе по источникам финансирования: собственные средства	5 271,1	5 750,7	6 290,7	7 229,5	8 132,5
привлеченные средства	5 225,2	5 531,8	5 971,5	6 411,2	6 113,0
из них:					
кредиты банков	849,9	1 174,5	1 370,1	1 531,1	1 242,2
в том числе кредиты иностранных банков	183,5	329,4	665,1	604,6	294,9
заемные средства других организаций	701,0	674,4	662,9	582,8	641,0
инвестиции из-за рубежа	120,4	86,7	95,8	86,5	64,4
бюджетные средства	1 922,7	1 856,7	2 003,4	2 085,8	2 249,4
В том числе:					
средства федерального бюджета	1 185,7	1 048,6	1 046,3	1 033,4	1 063,4
средства бюджетов субъектов Российской Федерации	600,3	681,3	824,5	902,1	1 005,3
средства местных бюджетов	136,7	126,8	132,6	150,3	180,7
средства внебюджетных фондов	27,3	27,8	24,5	27,4	29,6
средства организаций и населения на доленое строительство	334,3	340,7	400,0	478,6	532,0
В том числе средства населения	252,3	264,6	303,7	339,0	417,5
прочие	1 269,6	1 371,0	1 414,8	1 618,9	1 354,4

⁵ Составлено по: Росстат : [сайт]. URL: http://old.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/investment/nonfinancial/ (дата обращения: 23.06.2020).

О к о н ч а н и е т а б л . 4

Показатели	В процентах к итогу				
	2015	2016	2017	2018	2019
Инвестиции в основной капитал	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Всего					
В том числе по источникам финансирования:					
собственные средства	50,2	51,0	51,3	53,0	57,1
привлеченные средства	49,8	49,0	48,7	47,0	42,9
из них:					
кредиты банков	8,1	10,4	11,2	11,2	8,7
в том числе кредиты иностранных банков	1,7	2,9	5,4	4,4	2,1
заемные средства других организаций	6,7	6,0	5,4	4,3	4,5
инвестиции из-за рубежа	1,1	0,8	0,8	0,6	0,5
бюджетные средства	18,3	16,4	16,3	15,3	15,8
В том числе:					
средства федерального бюджета	11,3	9,3	8,5	7,6	7,5
средства бюджетов субъектов Российской Федерации	5,7	6,0	6,7	6,6	7,0
средства местных бюджетов	1,3	1,1	1,1	1,1	1,3
средства внебюджетных фондов	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
средства организаций и населения на долевое строительство	3,2	3,0	3,3	3,5	3,7
В том числе средства населения	2,4	2,3	2,5	2,5	2,9
прочие	12,1	12,2	11,5	11,9	9,5

1.3. Основные виды инвестиций: реальные и финансовые

В настоящее время реальные и финансовые инвестиции являются основными подвидами инвестиционного потока, существующими в любой рыночной экономике. Поскольку ключевая роль реального инвестирования заключается прежде всего в создании, воспроизводстве и наращивании материально-технической базы отдельно взятых предприятий, а значит, и экономики в целом, то такие инвестиции составляют основу деятельности любой компании, а для большинства хозяйствующих субъектов реальное инвестирование является единственным направлением инвестиционной деятельности. Благодаря реальному инвестированию, осваиваются новые товарные рынки и обеспечивается рост рыночной стоимости компании.

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, анализа состояния и основных тенденций, 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 больший, чем затраты на их создание и эксплуатацию.

Реальные инвестиции как средне- и долгосрочные вложения представляют 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, которые необходимы компании для продолжения своей деятельности. Сюда также можно отнести инвестиции, направленные на улучшение качества труда сотрудников, на экологическую безопасность деятельности компании и т. д.;

– инвестиции в повышение эффективности деятельности компании, целью которых является снижение затрат (совершенствование технологий, обновление оборудования);

– инвестиции в расширение и модернизация производства в том случае, если необходимо увеличить объем выпуска товаров или реализацию услуг в рамках существующих компаний и сформировавшихся рынков сбыта.

Основное направление реальных инвестиций – это капитальные вложения. Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений», описывает капитальные вложения как инвестиции в основной капитал (основные средства), в том числе затраты на новое строительство, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательские работы и другие затраты. Напомним, что тот или иной актив принимается организацией к бухгалтерскому учету в качестве основных средств, если одновременно выполняются следующие условия:

а) объект предназначен для использования в производстве продукции, при выполнении работ или оказании услуг, для управленческих нужд организации либо для предоставления организацией за плату во временное владение и пользование или во временное пользование;

б) объект предназначен для использования в течение длительного времени, т. е. срока продолжительностью свыше 12 месяцев или обычного операционного цикла, если он превышает 12 месяцев;

в) организация не предполагает последующую перепродажу данного объекта;

г) объект способен приносить организации экономические выгоды (доход) в будущем.

Реальные инвестиции осуществляются предприятиями в разнообразных формах. Выбор конкретных форм реального инвестирования предприятия 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). Представим основные формы осуществления реальных инвестиций в российской экономической системе (рис. 4).



Рис. 4. Основные формы реального инвестирования

Все перечисленные формы реального инвестирования можно свести к трем основным его направлениям: капитальным вложениям (новое строительство, реконструкция, приобретение имущественных комплексов); инновационному инвестированию; инвестированию в прирост материальных оборотных активов.

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

– реальное инвестирование является главной формой реализации стратегии экономического развития предприятия. Важно 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 этих инвестиционных проектов. 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 (производственной) деятельностью предприятия. Задачи увеличения объема производства и реализации продукции и услуг, расширения ассортимента производимых изделий и повышения их качества, снижения текущих операционных затрат решаются, как правило, в результате такого инвестирования;

– реальные инвестиции обеспечивают, как правило, более высокий уровень рентабельности в сравнении с финансовыми инвестициями, и 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;

– 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. Компенсировать в финансовом отношении неверные управленческие решения, связанные с осуществлением реальных инвестиций, сложно.

С целью повышения эффективности управления реальными инвестициями в рамках инвестиционной стратегии предприятия разрабатывается специальная политика управления реальными инвестициями, которая представляет собой часть общей инвестиционной политики компании и обеспечивает подготовку, оценку и реализацию наиболее эффективных инвестиционных проектов. При высокой инвестиционной активности предприятия политика управления инвестициями заключается в выработке стратегии управления реальными инвестициями в сочетании со стратегией их финансирования, что в совокупности должно обеспечить формирование оптимального размера стоимости и структуры капитала. Инвестиционная стратегия предприятия играет особую роль, включая в себя разнообразные инвестиционные кластерные подходы к реализации политики управления реальными инвестициями. К числу таких подходов относятся: реновационная инвестиционная политика, политика инновационного инвестирования, политика инвестирования в прирост 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.

Процесс формирования политики управления реальными инвестициями предприятия включает в себя следующие основные этапы (рис. 5).



Рис. 5. Основные этапы формирования политики управления реальными инвестициями

В процессе анализа состояния процесса реального инвестирования в предшествующий период оценивается уровень инвестиционной активности предприятия и степень завершенности начатых ранее реальных инвестиционных проектов и программ. Данный этап формирования политики управления реальными инвестициями осуществляется в трех стадиях:

- на первой стадии анализа изучается динамика общего объема инвестирования капитала в прирост реальных активов, удельный вес реального инвестирования в общем объеме инвестиций предприятия в предплановом периоде;
- на второй стадии анализа рассматривается степень реализации отдельных инвестиционных проектов и программ, уровень освоения инвестиционных ресурсов, предусмотренных на эти цели, в разрезе объектов реального инвестирования;
- на третьей стадии анализа определяется уровень завершенности начатых ранее реальных инвестиционных проектов и программ, уточняется необходимый объем инвестиционных ресурсов для полного их завершения.

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

Формы реального инвестирования определяются исходя из конкретных направлений инвестиционной деятельности компании, обеспечивающих воспроизводство его основных средств и нематериальных активов, а также расширения 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 многоплановым управленческим инструментом. Он предусматривает решение как стратегических, так и тактических задач, стоящих перед компанией.

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 этого этапа управления реальными инвестициями наряду с рисками отдельных инвестиционных проектов оцениваются риски, связанные с реальным инвестированием предприятия в целом. 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.

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 общим целям инвестиционной политики компании 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 роста рыночной стоимости. Если эта программа сформирована по определяющей приоритетной цели (максимизация доходности, минимизация инвестиционного риска и т. п.), то необходимости в дальнейшей оптимизации программы реальных инвестиций, как правило, не возникает. Если же необходимо сбалансировать отдельные цели, то инвестиционная программа предприятия оптимизируется по различным целевым критериям, после чего принимается к непосредственной реализации.

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 следующих важнейших принципах (табл. 5).

Т а б л и ц а 5

Принципы формирования программы реального инвестирования на предприятии

№ п/п	Принцип	Экономическое содержание
1	Многокритериальность отбора проектов в инвестиционную программу	Принцип позволяет учесть в процессе формирования инвестиционной программы всю совокупность основных целей инвестиционной стратегии предприятия, 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. При этом главный критерий отбора проектов должен быть связан с показателями их эффективности, отражающими темп или объем прироста капитала в про-

Продолжение табл. 5

№ п/п	Принцип	Экономическое содержание
		<p>цессе инвестиционной деятельности. В практике инвестиционного менеджмента такое предпочтение отдается обычно показателю чистого приведенного дохода</p>
2	Учет объективных ограничений инвестиционной деятельности предприятия	<p>При формировании программы реальных инвестиций основными из объективных ограничений инвестиционной деятельности предприятия, требующими учета, являются следующие:</p> <ul style="list-style-type: none"> – 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. <p>Система ограничений, устанавливаемая в процессе отбора реальных инвестиционных проектов в формируемую инвестиционную программу предприятия, включает обычно основные и вспомогательные нормативные показатели</p>
3	Обеспечение взаимосвязи инвестиционной программы с производственной и финансовой программами компании	<p>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. Возвратный поток инвестированного капитала, обеспечивающий предусмотриваемую эффективность каждого инвестиционного проекта и инвестиционной программы в целом, должен быть обеспечен выпуском и реализацией соответствующей продукции (услуг) в запланированных объемах и сроках</p>
4	Дифференциация критериев отбора по видам инвестиционных проектов	<p>Осуществляется в разрезе конкретных форм реального инвестирования по независимым, альтернативным, элементарным проектам и проектам, связанным отношениями замещения</p>
5	Обеспечение сбалансированности инвестиционной программы по важнейшим параметрам	<p>Внутренняя сбалансированность инвестиционной программы предприятия обеспечивается эффективным соотношением доходности, риска и ликвидности. Такое соотношение параметров инвестиционной программы в целом</p>

О к о н ч а н и е т а б л. 5

№ п/п	Принцип	Экономическое содержание
		определяется по шкалам «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

Окончательное формирование инвестиционной программы предприятия осуществляется с учетом всех трех 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, а также разработанные капитальный бюджет и календарный график реализации инвестиционного проекта. Схема финансирования проекта определяет финансовую базу его осуществления и является основой формирования необходимых инвестиционных ресурсов и разработки бюджетов выполнения отдельных работ, а капитальный бюджет планируется 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 компании 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 и предлагаемых услуг, т. е. реальное инвестирование может 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 направлений реального инвестирования – это риск морального старения, связанный с высокими темпами технологического развития и модернизации в современном мире.

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, неизвестным практике. Как было сказано выше, под реальными инвестициями раньше трактовались 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 ставится 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. Инвестиции в основной капитал по видам деятельности представлены в прил. 2.

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 следующих главах данного учебника.

Финансовые инвестиции часто рассматриваются как активная форма эффективного использования временно свободного капитала, поэтому, как правило, они представляют собой вложения в различные виды финансовых инструментов, перечень которых является достаточно широким. К наиболее традиционным объектам финансового инвестирования относят акции, облигации, банковские депозиты, производные ценные бумаги и инструменты и др. Финансовые вложения организаций по видам экономической деятельности представлены в прил. 3.

В современном мире финансовые инвестиции доступны как физическим, так и юридическим лицам. Особенностью таких инвестиций, в случае если речь идет о предприятиях, является их независимость по отношению к основному виду хозяйственной деятельности инвестора, в частности по отношению к операционной деятельности.

Уильям Ф. Шарп отмечает в своем исследовании, что 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, речь о которых пойдет в других разделах учебника.

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/Earning Ratio») – это соотношение цены акции к 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;
- спрэд, 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 максимально возможной доходности с получением минимального риска.

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.

В наиболее общем виде 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 не слишком большим доходом. Диверсифицировать инвестиционный портфель можно по различным критериям: по типам активов, отраслям, инструментам, эмитентам. В любом случае основной целью инвестора при управлении портфелем является сохранение баланса между доходностью, ликвидностью и риском.

Финансовые инвестиции можно рассматривать в двух аспектах:

- как стоимость ресурсов, потраченных на приобретение финансовых инструментов. С этой позиции финансовые инвестиции определяют финансовые потоки, представленные интервальным рядом, и определяются по сумме фактических затрат инвестора на их приобретение;
- 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 организаций может быть определена группировкой по срокам, видам активов и направлениям инвестирования (табл. 6). Темпы изменения финансовых инвестиций рассчитываются с помощью динамических показателей.

Т а б л и ц а 6

Структура финансовых вложений организаций⁶

Показатели, млрд рублей	2017			2018		
	Долго- срочные	Кратко- срочные	Всего	Долго- срочные	Кратко- срочные	Всего
Общий объем финансовых вложений организаций	18 586,5	147 082,7	165 669,2	32 636,1	213 867,3	246 503,4
В том числе:						
в паи и акции и другие формы участия в капитале	6 364,0	18 649,3	25 013,3	14 354,6	8 263,7	22 618,3
долговые ценные бумаги и депозитные сертификаты	4 764,6	37 265,2	42 029,8	7 148,0	45 390,0	52 538,0
предоставленные займы	5 541,4	19 584,3	25 125,7	7 808,5	46 463,7	54 272,2
банковские вклады	1 651,7	61 418,1	63 069,8	2 498,6	94 652,8	97 151,4
прочие долгосрочные финансовые вложения	264,8	10 165,8	10 430,6	826,4	19 097,1	19 923,5

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.

⁶ Составлено по: Росстат : [сайт]. URL: http://old.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/investment/investing/# (дата обращения: 23.06.2020).

Рассматривая инвестиции, следует подробно остановиться на инвестиционной деятельности. Анализ этого понятия позволит провести исследования сущности инвестиции более подробно.

1.4. Коллективные и венчурные 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 условиях современности коллективные инвестиции являются весьма важной частью полноценных экономических отношений. Это достаточно многоаспектная сфера экономического хозяйствования и общественной деятельности, поскольку объектом купли-продажи на этом рынке, даже на общем фоне активов и инструментов, обращающихся на финансовом рынке, является весьма специфичный и разнообразный товар. Это предопределено тем, что, в зависимости от вида коллективного инвестиционного института, товаром могут выступать выпущенные ими 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, рассматриваемая в ракурсе исторических аспектов мирового финансового рынка, является весьма неоднозначной. Это обусловлено наличием широкого спектра разнящихся 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, точка отсчета будет определяться временным моментом, когда зафиксировано создание первых инвестиционных фондов, который, в свою очередь, приходится на 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 с изменения политического строя и введения права частной собственности. Иными словами, ее образование было неотъемлемым элементом исторического процесса по переходу к капиталистическим принципам хозяйствования в национальной экономике. Основным катализатором выступило то, что коллективные

инвестиции явились необходимым инструментом в процессе приватизации государственного имущества.

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.

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 их последующего вложения с целью получения прибыли.

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

В Соединенных Штатах Америки отрасль представлена Взаимными фондами (*Mutual funds*), которые в своей основе могут иметь корпоративную (акционерную) или паевую природу, фиксированный или неограниченный капитал фонда 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, объединенных в рамках Бенилюкс, отрасль представлена в двух основных формах инвестиционных фондов, которые образованы на корпоративных (SICAF) или паевых (SICAV) началах.

На фоне негативных последствий деятельности «финансовых пирамид» государство озаботилось вопросом, как защитить инвестора от недобросовестных субъектов на рынке. В результате в 1996 г. Указом Президента РФ № 408 была утверждена Комплексная программа по обеспечению прав вкладчиков и акционеров. В рамках этой программы были определены новые перспективные формы коллективного инвестирования:

- паевые инвестиционные фонды;
- кредитные союзы;
- акционерные инвестиционные фонды;
- инвестиционные банки;
- негосударственные пенсионные фонды.

Несмотря на то, что первые инвестиционные фонды появились еще в конце XIX в., для российской экономики это был практически новый инвестиционный институт.

Согласно ст. 1 ФЗ «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 осуществляется управляющей компанией исключительно в интересах акционеров этого акционерного общества или учредителей доверительного управления.

Иными словами, инвестиционные фонды – это финансовый институт, посредством которого инвесторы передают денежные средства или иные активы в руки профессиональных менеджеров для управления. Вложения инвесторов управляются как единый портфель, в котором у каждого инвестора есть доля, пропорциональная его вкладу в «общее имущество».

Коллективное инвестирование имеет ряд преимуществ перед индивидуальным инвестированием:

1. При минимальной сумме инвестирования обеспечивается профессиональное управление;
2. Диверсификация риска и распределение риска между пайщиками;
3. Снижение затрат;
4. Дополнительная надежность за счет повышенного контроля со стороны государства.

В России традиционно сложились две формы инвестиционных фондов: это акционерные инвестиционные фонды (АИФ) и паевые инвестиционные фонды (ПИФ).

Акционерные инвестиционные фонды

Акционерный инвестиционный фонд – акционерное общество, полномочное осуществлять свою деятельность только на основании лицензии, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты.

В основе данного института лежит экономическая категория, именуемая акционерным капиталом. Одним из обязательных атрибутов АИФа является его наименование, которое в обязательном порядке должно содержать указание на то, что данное акционерное общество является инвестиционным фондом.

Имущество акционерного инвестиционного фонда подразделяется на *инвестиционные резервы*, которые должны быть переданы управляющей компании, и имущество, предназначенное для обеспечения деятельности его органов управления и иных органов, остающегося в распоряжении указанных органов.

Акционерный инвестиционный фонд не вправе размещать иные ценные бумаги, кроме обыкновенных именных акций, а также осуществлять размещение акций путем закрытой подписки.

Акции акционерного инвестиционного фонда могут оплачиваться только денежными средствами или имуществом, предусмотренным его инвестиционной декларацией. При этом, как и в обычном акционерном обществе, неполная оплата акций при их размещении не допускается.

Поскольку в основе идеи инвестиционных фондов лежит инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, АИФ не вправе осуществлять иные виды предпринимательской деятельности. В остальном правовой статус акцио-

нерного инвестиционного фонда не отличается от обычного акционерного общества и регулируется ФЗ «Об акционерных обществах» № 208-ФЗ от 26.12.1995 г.

Акционерный инвестиционный фонд обязан использовать при взаимодействии с регистратором, со специализированным депозитарием и с управляющей компанией, осуществляющей доверительное управление активами акционерного инвестиционного фонда, документы в электронной форме, подписанные электронной подписью. Вид электронной подписи и порядок ее проверки устанавливаются соглашением между участниками электронного взаимодействия (рис. 6).

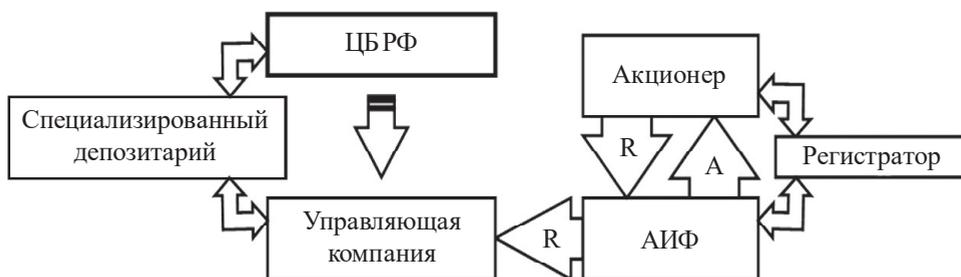


Рис. 6. Взаимодействие АИФ с участниками рынка ценных бумаг

Акционерный инвестиционный фонд обязан иметь сайт в сети Интернет, электронный адрес которого включает доменное имя, права на которое принадлежат этому фонду.

Акционерный инвестиционный фонд обязан обеспечить возможность предоставления в Банк России электронных документов, а также возможность получения от Банка России электронных документов в порядке, установленном Банком России.

Паевые инвестиционные фонды

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 которого не может превышать 15 лет.

Паевой инвестиционный фонд представляет собой обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителями (пайщиками) доверительного управления 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.

Инвестиционный пай выдается и погашается управляющей компанией на основании безотзывной заявки инвестора или пайщика.

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.

Если пай приобретается до завершения процесса формирования фонда, то его стоимость определяется исходя из объявленной цены размещения. Поскольку после окончания формирования фонда его стоимость чистых активов (СЧА) подвержена колебанию, его расчетная стоимость определяется путем деления СЧА, рассчитанной на день не ранее дня принятия заявок на приобретение, погашение или обмен паев, на количество паев, указанное в реестре.

Выпуск производных от инвестиционных паев ценных бумаг не допускается.

Необходимо обратить внимание, что кардинальным отличием паевого фонда от акционерного является то, что паевой фонд не является юридическим лицом. Здесь можно провести некоторое сравнение, например акционерный инвестиционный фонд, как и любое другое предприятие, предстает перед нами в нескольких ипостасях:

- во-первых, как мы уже отметили, предприятие – это субъект права, т. е. оно является полноценным участником хозяйственных отношений, имеет права, принимает обязательства, участвует в сделках и т. д.

- во-вторых, предприятие – это некий обособленный комплекс различного имущества, представляющий собой совокупность зданий, цехов, машин, механизмов и другого имущества.

- в-третьих, предприятие – это совокупность персонала, оно предстает перед нами в лицах директора, бухгалтеров, менеджеров и прочих сотрудников.

Паевой же фонд предстает перед нами только в одном виде – в виде имущественного комплекса, представляющего собой совокупность денежных средств, ценных бумаг, недвижимости и прочих объектов в зависимости от вида ПИФа.

Все вопросы существования ПИФа и осуществления операций с его имуществом регулируются на основе правил доверительного управления паевым фондом, принятых в соответствии с законодательством и зарегистрированных ЦБ РФ.

Законодательством установлены три типа ПИФов, которые определяют их операционную структуру: открытые, интервальные и закрытые фонды. В основе их разграничения лежит ряд отличительных черт (табл. 7).

Рассмотрим субъектов процесса коллективного инвестирования (рис. 7):

1. Пайщики.

Пайщик – это собственник инвестиционного пая, т. е. именной неэмиссионной бездокументарной ценной бумаги, удостоверяющей три основных момента:

- а) долю его владельца в праве собственности на имущество ПИФа;
- б) право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления ПИФом;
- в) право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

Т а б л и ц а 7

Сравнительный анализ паевых инвестиционных фондов

№ п/п	Наименование	Открытые	Интервальные	Закрытые
1	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 прекращении фонда
2	Вклады	Денежные средства	Денежные средства	Денежные средства и иное имущество предусмотренное инвестиционной декларацией
3	Возможность управления фондом	Не предусмотрена	Не предусмотрена	Собрание пайщиков
4	Количество выдаваемых паев	Не ограничено	Не ограничено	Определяется правилами ДУ
5	Объекты инвестирования	Государственные ценные бумаги РФ и субъектов РФ; Муниципальные ценные бумаги; Акции и облигации российских АО; Ценные бумаги иностранных государств; Акции иностранных АО и облигации иностранных коммерческих организаций; Иные ценные бумаги, предусмотренные НПА ЦБ РФ	То же самое + иное имущество предусмотренное НПА ЦБ РФ	То же самое + иное имущество предусмотренное НПА ЦБ РФ + + недвижимое имущество и имущественные права на него
6	Выплата дохода (дивидендов)	Не предусмотрена	Не предусмотрена	Если это предусмотрено правилами ДУ
7	Обмен паев	Обмен паев ОПИФа на паи другого ОПИФа этой же УК, но только если это предусмотрено правилами ДУ	Обмен паев ИПИФа на паи другого ИПИФа этой же УК, но только если это предусмотрено правилами ДУ	Не предусмотрен

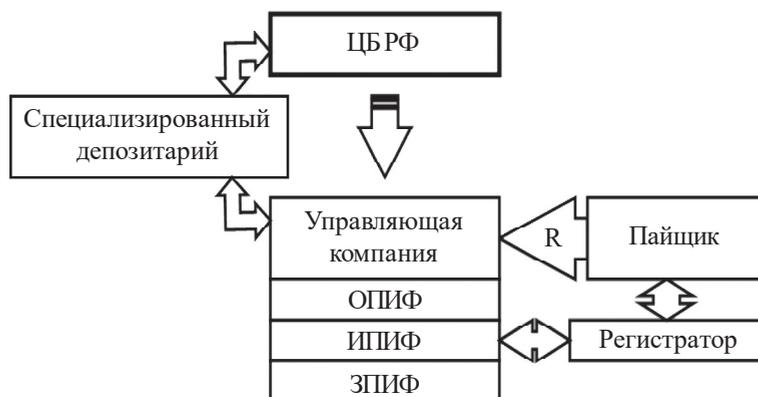


Рис. 7. Субъекты процесса коллективного инвестирования

2. Управляющая компания.

В рамках данных инвестиционных отношений этот субъект выступает в качестве доверительного управляющего, в распоряжении которого находятся средства инвесторов. В связи с этим к управляющей компании предъявляется ряд требований:

- а) организационно-правовая форма: АО, ООО;
- б) наличие лицензии;
- в) требования к объему собственных средств.

Лицензия предоставляет УК право осуществлять деятельность по доверительному управлению активами акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов, пенсионными резервами негосударственных пенсионных фондов. Совмещение деятельности УК допускается только в сфере доверительного управления ценными бумагами и страховыми резервами страховых компаний.

Для управляющей компании установлены ограничения по управлению, так как УК не имеет права:

- распоряжаться имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд, без согласия специализированного депозитария, за исключением распоряжения ценными бумагами в целях исполнения сделок, совершенных через организаторов торговли;
- приобретать за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, объекты, не предусмотренные инвестиционной декларацией паевого инвестиционного фонда;
- совершать сделки, в результате которых будут нарушены правовые нормы, регулирующие деятельность фондов, включая требования к структуре паевых инвестиционных фондов;
- безвозмездно отчуждать имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд;
- принимать на себя обязанность по передаче имущества, которое в момент принятия такой обязанности не составляет паевой инвестиционный фонд, за исключением сделок с ценными бумагами, совершаемых через организатора торговли, правила которого предусматривают поставку против платежа;

- получать на условиях договоров займа и кредитных договоров денежные средства, подлежащие возврату за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, не иначе как в целях использования этих средств для выкупа инвестиционных паев при недостаточности денежных средств, составляющих этот паевой инвестиционный фонд. При этом совокупный объем задолженности, подлежащей погашению за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по всем договорам займа и кредитным договорам не должен превышать 10 % стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда. Срок привлечения заемных средств по каждому договору займа и кредитному договору (включая срок продления) не может превышать три месяца;

- предоставлять займы за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд;

- использовать имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, для обеспечения исполнения собственных обязательств, не связанных с доверительным управлением паевым инвестиционным фондом, или для исполнения обязательств третьих лиц;

- приобретать за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, объекты инвестирования у своих аффилированных лиц, за исключением ценных бумаг, включенных в листинг организатора торговли;

- приобретать за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, инвестиционные паи иных паевых инвестиционных фондов, находящихся в ее доверительном управлении;

- приобретать имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, за исключением случаев получения вознаграждения в соответствии с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, а также возмещения суммы собственных денежных средств, использованных управляющей компанией для выкупа инвестиционных паев этого инвестиционного фонда. При этом взимание управляющей компанией процентов за пользование ее денежными средствами не допускается;

- отчуждать собственное имущество в состав имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, находящийся в ее доверительном управлении;

- приобретать в состав имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, ценные бумаги, выпущенные управляющей компанией, специализированным депозитарием, оценщиком или аудитором паевого инвестиционного фонда, а также их аффилированными лицами, за исключением ценных бумаг, включенных в листинг организатора торговли.

Управляющая компания при осуществлении своей деятельности обязана предоставлять всем заинтересованным лицам по их требованию следующую информацию:

- правила доверительного управления паевым инвестиционным фондом, а также полный текст зарегистрированных изменений и дополнений в них;

- правила ведения реестра владельцев инвестиционных паев;

- справку о стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, и соответствующие приложения к ней;

- справку о стоимости чистых активов паевого инвестиционного фонда и расчетной стоимости одного инвестиционного пая по последней оценке;
- баланс имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках управляющей компании паевого инвестиционного фонда, бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках специализированного депозитария, заключение аудитора, составленные на последнюю отчетную дату;
- отчет о приросте (об уменьшении) стоимости имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, сведения о вознаграждении управляющей компании и расходах, подлежащих возмещению за счет имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, по состоянию на последнюю отчетную дату;
- иную информацию, распространенную или управляющей компанией паевого инвестиционного фонда в соответствии с требованиями законодательства или правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

3. Специализированный депозитарий.

Данный депозитарий представляет собой организацию, основной деятельностью которой являются учет и хранение имущества ПИФа, осуществляемые на основании лицензии, выдаваемой Федеральной службой по финансовым рынкам РФ. Данный субъект имеет право совмещать свою деятельность только с деятельностью регистратора и брокера.

Специализированный депозитарий обязан осуществлять контроль за соблюдением управляющей компанией законодательства и правил доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Он не вправе давать управляющей компании согласие на распоряжение имуществом ПИФа, а также исполнять поручения управляющей компании по передаче ценных бумаг, составляющих паевой инвестиционный фонд, в случае, если такие распоряжение и передача противоречат законодательству и правилам доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Аналогичные полномочия специализированный депозитарий имеет и в отношении активов НПФ, находящихся в доверительном управлении управляющей компании.

Обязанности спецдепозитария:

- принимать на хранение и хранить имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, если для отдельных видов имущества нормативными правовыми актами Российской Федерации не предусмотрено иное;
- давать управляющей компании согласие на распоряжение имуществом, составляющим паевой инвестиционный фонд, а также исполнять поручения управляющей компании о передаче ценных бумаг, составляющих паевой инвестиционный фонд, за исключением случаев, предусмотренных законодательством;
- принимать и хранить копии всех первичных документов в отношении имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, а также подлинные экземпляры документов, подтверждающих права на недвижимое имущество;
- представлять в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг отчетность в порядке, установленном его нормативными правовыми актами;

- регистрироваться в качестве номинального держателя ценных бумаг, составляющих паевой инвестиционный фонд, если иной порядок учета прав на ценные бумаги не предусмотрен в соответствии с законодательством Российской Федерации;

- осуществлять контроль за определением стоимости чистых активов паевых инвестиционных фондов, а также расчетной стоимости инвестиционного пая, количества выдаваемых инвестиционных паев и размеров денежной компенсации в связи с погашением инвестиционных паев;

- провести конкурс для определения другой управляющей компании паевого инвестиционного фонда в случае аннулирования лицензии у управляющей компании этого паевого инвестиционного фонда;

- соблюдать иные требования, предусмотренные настоящим Федеральным законом и нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.

При наличии нарушений, выявленных специализированным депозитарием в ходе осуществления контроля, он обязан уведомить ЦБ РФ о них не позднее трех дней.

4. Агенты по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев.

Исходя из законодательства, заявки на приобретение, погашение и обмен инвестиционных паев могут быть поданы только двум субъектам: в управляющую компанию и (или) агентам по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда.

Агентами по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев могут быть только юридические лица – профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие лицензию на осуществление брокерской деятельности.

Агент по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев действует от имени и за счет управляющей компании на основании договора поручения или агентского договора, заключенного с управляющей компанией, а также выданной ею доверенности.

При осуществлении своей деятельности агент по выдаче, погашению и обмену инвестиционных паев обязан указывать, что он действует от имени и по поручению управляющей компании соответствующего паевого инвестиционного фонда, а также предъявлять всем заинтересованным лицам доверенность, выданную этой управляющей компанией.

5. Регистратор.

Функциональным назначением данного субъекта является учет данных, составляющих реестр.

Реестр владельцев инвестиционных паев – система записей о паевом инвестиционном фонде, об общем количестве выданных и погашенных инвестиционных паев этого фонда, о владельцах инвестиционных паев и количестве принадлежащих им инвестиционных паев, номинальных держателях, об иных зарегистрированных лицах и о количестве зарегистрированных на них инвестиционных паев,

дроблении инвестиционных паев, записей о приобретении, об обмене, о передаче или погашении инвестиционных паев.

Ведение реестра владельцев инвестиционных паев вправе осуществлять только юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление деятельности по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг, или специализированный депозитарий этого паевого инвестиционного фонда.

Договор о ведении реестра владельцев инвестиционных паев может быть заключен только с одним юридическим лицом.

В соответствии с законодательством паевой инвестиционный фонд не является самостоятельным субъектом права и не может участвовать в хозяйственном обороте обособленно от управляющей компании. По этой причине, а также исходя из того, что налоговое законодательство связывает категорию налогоплательщика с его правосубъектностью, налогообложение в рамках ПИФов основывается на следующих постулатах:

- 1) ПИФ не является налогоплательщиком налога на прибыль;
- 2) объекты недвижимого имущества, внесенные в паевой фонд, исключаются из состава налогооблагаемой базы по *налогу на имущество* в течение периода нахождения данного имущества на балансе ПИФа;
- 3) паевой фонд не является налогоплательщиком *по земельному налогу* в отношении земельных участков, составляющих имущество фонда;
- 4) операции, осуществляемые за счет имущества фонда, не подлежат налогообложению налогом на добавленную стоимость.

Что касается налогообложения экономических результатов, полученных инвестором от участия в ПИФе, то тут необходимо также учитывать, что инвестиционный пай является ценной бумагой и, следовательно, тут применимы общие правила налогообложения операций с ценными бумагами, а именно:

- а) доход инвестора ПИФа – физического лица – от реализации паев облагается налогом на доходы физических лиц. При этом доходом является разница между суммой дохода, полученной от реализации паев, и документально подтвержденными расходами на приобретение и реализацию паев;
- б) доход инвестора ПИФа – юридического лица – возникает при реализации или погашении пая, относится на его финансовый результат и облагается налогом на прибыль по базовой ставке (24 %).

Общая характеристика этапов деятельности ПИФа:

1. Создание ПИФа.

Данный этап реализуется путем регистрации правил ДУ ПИФа. С момента регистрации правил ДУ в ЦБ РФ начинается исчисление 6-месячного срока, в течение которого УК обязана приступить к формированию ПИФа. С момента начала формирования ПИФа начинается исчисление 3-месячного срока, в течение которого УК обязана завершить формирование ПИФа.

При подаче заявки на приобретение паев УК, если это предусмотрено правилами ДУ, имеет право предъявить пайщику надбавку к стоимости пая, не превышающую 1,5 % от расчетной стоимости пая.

2. Инвестиционная деятельность ПИФа.

Этот этап реализуется путем инвестирования средств фонда и накопления инвестиционного дохода, выражающегося в приросте стоимости чистых активов.

3. Прекращение фонда.

Этап реализуется путем проведения мероприятий, связанных с выплатой денежной компенсации владельцам инвестиционных паев погашением всех обязательств ПИФа перед третьими лицами. При этом выплата денежной компенсации в связи с погашением инвестиционного пая ПИФа должна быть осуществлена в течение срока, определенного правилами ДУ, но не позднее 15 дней со дня погашения инвестиционного пая для ОПИФов и ИПИФов, и не позднее одного месяца для ЗПИФов.

При подаче заявки на погашение паев УК, если это предусмотрено правилами ДУ, имеет право предъявить пайщику скидку от стоимости пая, не превышающую 3 % от расчетной стоимости пая.

При этом необходимо учитывать, что прекращение фонда осуществляется в соответствии с законодательно установленной последовательностью действий.

Лицо, осуществляющее прекращение паевого инвестиционного фонда (ПИФа), обязано реализовать имущество, составляющее ПИФ, и осуществить расчеты в соответствии с законодательством, если правилами доверительного управления ПИФом не предусмотрен иной срок, в течение трех месяцев со дня опубликования сообщения о прекращении ПИФа.

Денежные средства, составляющие паевой инвестиционный фонд и поступившие в него после реализации имущества, составляющего паевой инвестиционный фонд, распределяются в следующем порядке:

- в первую очередь, кредиторам, в том числе выплата вознаграждений специализированному депозитарию, регистратору, оценщику и аудитору; а также выплата компенсаций лицам, заявки которых на погашение инвестиционных паев были приняты до дня возникновения основания прекращения ПИФа;

- во вторую очередь, лицу, осуществлявшему прекращение паевого инвестиционного фонда;

- в третью очередь, выплата вознаграждения управляющей компании;

- в четвертую очередь, выплата владельцам инвестиционных паев денежной компенсации путем распределения оставшегося имущества пропорционально количеству принадлежащих им инвестиционных паев;

При этом также необходимо учитывать, что в случае прекращения ПИФа в связи с тем, что по окончании срока его формирования стоимость имущества, составляющего ПИФ, оказалась меньше стоимости имущества, определенной правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, по достижении которой паевой инвестиционный фонд является сформированным, лицо, осуществляющее прекращение паевого инвестиционного фонда, обязано реализовать имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд, и осуществить все расчеты не позднее двух недель со дня окончания срока формирования паевого инвестиционного фонда.

Негосударственные пенсионные фонды

Одним из атрибутов перехода России от плановой экономики к рыночной, стала начавшаяся в 90-х гг. XX в. пенсионная реформа. В основу реформирования системы пенсионного обеспечения легла идея создания трехуровневой конструкции. Первый уровень должен представлять собой базовые пенсии; второй уровень – трудовые пенсии (пенсии по трудовому стажу), третий уровень – негосударственные пенсии. Поэтому одна из основных задач пенсионной реформы заключается в развитии негосударственного пенсионного обеспечения посредством введения института негосударственных пенсионных фондов.

Негосударственное пенсионное обеспечение в пенсионной системе рассматривается как дополнительное по отношению к основному (государственному), поэтому может осуществляться как в форме личного пенсионного обеспечения граждан, путем накопления средств в негосударственных пенсионных фондах, так и в форме дополнительных пенсионных программ отдельных организаций, отраслей экономики либо территорий.

При этом цель введения института негосударственных пенсионных фондов не ограничивается только негосударственными пенсиями.

Согласно ФЗ «О трудовых пенсиях в РФ» № 173-ФЗ от 17.12.2001 г. существует три вида трудовых пенсий: по старости, инвалидности, потере кормильца. Пенсии по старости и инвалидности состоят из трех частей: базовая (I уровень), страховая и накопительная (II уровень).

Финансирование выплаты трудовой пенсии осуществляется за счет сумм обязательных страховых взносов, но из разных источников. В отношении базовой части пенсии – за счет средств, зачисляемых в федеральный бюджет. В отношении страховой и накопительной частей трудовой пенсии – за счет средств, поступающих в Пенсионный фонд Российской Федерации.

Базовая часть выплачивается всем гражданам вне зависимости от трудового стажа. Размер страховой части определяется из суммы страховых взносов, поступивших в течение трудовой деятельности пенсионера. Накопительная часть формируется за счет накопленных взносов и инвестиционного дохода, полученного от размещения пенсионных накоплений.

Чтобы повысить эффективность размещения этих пенсионных накоплений, влияние НПФ распространили на накопительную часть государственной пенсии, что, в свою очередь, придало деятельности фондов элемент состязательности.

Негосударственный пенсионный фонд – особая организационно-правовая форма некоммерческой организации социального обеспечения, исключительными видами деятельности которой являются (рис. 8):

- деятельность по негосударственному пенсионному обеспечению участников фонда в соответствии с договорами негосударственного пенсионного обеспечения (НПО);
- деятельность в качестве страховщика по обязательному пенсионному страхованию в соответствии с законодательством и договорами об обязательном пенсионном страховании (ОПС);

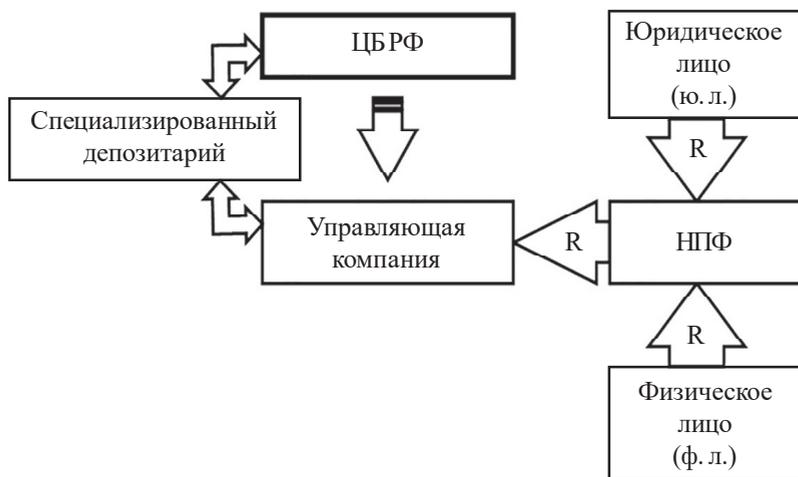


Рис. 8. Деятельность по негосударственному пенсионному обеспечению участников фонда в соответствии с договорами негосударственного пенсионного обеспечения (НПО)

- деятельность в качестве страховщика по профессиональному пенсионному страхованию в соответствии с законодательством и договорами о создании профессиональных пенсионных систем (ППС).

Фонд приобретает права юридического лица с даты государственной регистрации в соответствии с законодательством РФ. Фонд осуществляет свою деятельность на основании законодательства, устава и правил фонда.

Функции фонда (в соответствии с уставом):

- разрабатывает правила фонда;
- заключает пенсионные договоры, договоры об ОПС и договоры о создании ППС;
- аккумулирует пенсионные взносы и средства пенсионных накоплений;
- ведет пенсионные счета негосударственного пенсионного обеспечения;
- ведет пенсионные счета накопительной части трудовой пенсии с учетом требований Федерального закона от 01.04.1996 г. № 27-ФЗ «Об индивидуальном (персонифицированном) учете в системе обязательного пенсионного страхования»;
- ведет пенсионные счета профессиональных пенсионных систем;
- информирует вкладчиков, участников и застрахованных лиц о состоянии указанных счетов;
- заключает договоры с иными организациями об оказании услуг по организационному, информационному и техническому обеспечению деятельности фонда;
- оплачивает услуги и возмещает расходы иных организаций, предоставляющих услуги по организационному, информационному и техническому обеспечению деятельности фонда, отдельно по видам деятельности фонда за счет имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда, в том числе за счет части дохода, полученного от размещения средств пенсионных ре-

зервов и инвестирования средств пенсионных накоплений, направляемой на формирование имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда;

- определяет инвестиционную стратегию при размещении средств пенсионных резервов и инвестировании средств пенсионных накоплений;
- формирует имущество, предназначенное для обеспечения уставной деятельности, и размещает составляющие его денежные средства;
- формирует пенсионные резервы, организует размещение средств пенсионных резервов и размещает пенсионные резервы;
- организует инвестирование средств пенсионных накоплений;
- заключает договоры с управляющими компаниями, специализированными депозитариями, другими субъектами и участниками отношений по негосударственному пенсионному обеспечению, обязательному пенсионному страхованию и профессиональному пенсионному страхованию;
- оплачивает расходы, связанные с размещением средств пенсионных резервов, за счет части дохода от размещения средств пенсионных резервов, направляемой на формирование имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда, а также за счет имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда;
- оплачивает расходы, связанные с инвестированием средств пенсионных накоплений, за счет части дохода от инвестирования средств пенсионных накоплений, направляемой на формирование имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда, а также за счет имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда;
- оплачивает расходы, связанные с размещением имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда, за счет доходов от размещения указанного имущества;
- рассматривает отчеты управляющей компании (управляющих компаний) и специализированного депозитария о финансовых результатах деятельности по размещению средств пенсионных резервов и инвестированию средств пенсионных накоплений;
- расторгает договоры с управляющей компанией (управляющими компаниями) и специализированным депозитарием по основаниям, предусмотренным настоящим Федеральным законом и законодательством Российской Федерации;
- принимает меры, предусмотренные законодательством Российской Федерации, для обеспечения сохранности средств фонда, находящихся в распоряжении управляющей компании (управляющих компаний), с которой (которыми) расторгается (прекращается) договор доверительного управления;
- ведет в установленном порядке бухгалтерский и налоговый учет;
- ведет обособленный учет имущества, предназначенного для обеспечения уставной деятельности фонда, средств пенсионных резервов и средств пенсионных накоплений;
- осуществляет актуарные расчеты;

- производит назначение и осуществляет выплаты негосударственных пенсий участникам;
- производит назначение и осуществляет выплаты накопительной части трудовой пенсии застрахованным лицам или выплаты их правопреемникам;
- производит назначение и осуществляет выплаты профессиональных пенсий;
- осуществляет выплаты выкупных сумм вкладчикам и (или) участникам или перевод выкупных сумм в другой фонд, а также перевод средств пенсионных накоплений в случае перехода застрахованного лица в другой фонд или Пенсионный фонд Российской Федерации;
- принимает меры по обеспечению полной и своевременной уплаты вкладчиками пенсионных взносов;
- предоставляет информацию о своей деятельности в порядке, установленном уполномоченным федеральным органом;
- осуществляет иные функции для обеспечения уставной деятельности фонда.

На практике различают функционал негосударственного пенсионного обеспечения и обязательного пенсионного страхования. Сравнительный анализ указанных систем представлен в табл. 8.

Т а б л и ц а 8

**Сравнительный анализ систем
негосударственного и обязательного пенсионного страхования**

№ п/п	Наименование	НПО	ОПС
1	Основание	Пенсионный договор	Договор об ОПС
2	Взносы	Пенсионные	Страховые
3	Платательщик взносов	Вкладчик (ф. л., ю. л.)	Страхователь (ф. л., ю. л.)
4	Получатель пенсии	Участник	Застрахованное лицо
5	Активы	Пенсионные резервы	Пенсионные накопления
6	Правила деятельности	Пенсионные правила	Страховые правила
7	Распоряжение средствами	Размещение	Инвестирование
8	Статус системы	Право вкладчика	Обязанность страхователя

Необходимо учитывать, что кардинальным различием данных систем является то, что в рамках негосударственного пенсионного обеспечения договор заключается между фондом и лицом, которое будет уплачивать взносы, а в рамках обязательного пенсионного страхования договор заключается между фондом и будущим получателем пенсии.

Иными словами, *договор негосударственного пенсионного обеспечения* (пенсионный договор) – это соглашение между фондом и вкладчиком фонда, в соответствии с которым вкладчик обязуется уплачивать пенсионные взносы в фонд, а фонд – выплачивать участнику (участникам) фонда негосударственную пенсию.

Договор об обязательном пенсионном страховании – это соглашение между фондом и застрахованным лицом в пользу застрахованного лица или его правопреемников, в соответствии с которым фонд обязан при наступлении пенсионных оснований осуществлять назначение и выплату застрахованному лицу накопительной части трудовой пенсии или выплаты его правопреемникам.

Деятельность фонда по НПО осуществляется на добровольных началах и включает в себя аккумулирование пенсионных взносов, размещение и организацию размещения пенсионных резервов, учет пенсионных обязательств фонда, назначение и выплату негосударственных пенсий участникам фонда.

Деятельность фонда по ОПС и ППС включает в себя аккумулирование средств пенсионных накоплений, организацию инвестирования средств пенсионных накоплений, учет средств пенсионных накоплений застрахованных лиц, назначение и выплату накопительной части трудовой пенсии застрахованным лицам.

Система работы НПФ по негосударственному пенсионному обеспечению:

1. Формирование негосударственной пенсии.

Для возникновения основания формирования негосударственной пенсии НПФ заключает с вкладчиком пенсионный договор, который должен содержать:

- наименование сторон;
- сведения о предмете договора;
- положения о правах и об обязанностях сторон;
- положения о порядке и об условиях внесения пенсионных взносов;
- вид пенсионной схемы;
- пенсионные основания;
- положения о порядке выплаты негосударственных пенсий;
- положения об ответственности сторон за неисполнение своих обязательств;
- сроки действия и прекращения договора;
- положения о порядке и об условиях изменения и расторжения договора;
- положения о порядке урегулирования споров;
- реквизиты сторон.

С момента заключения указанного договора вкладчики начинают отчислять в НПФ пенсионные взносы в соответствии с той пенсионной схемой, которая отражена в договоре. *Пенсионная схема* представляет собой совокупность условий, определяющих порядок уплаты пенсионных взносов и выплат негосударственных пенсий.

Таким образом, негосударственная пенсия формируется за счет аккумулирования взносов и начисления по ним инвестиционного дохода. При этом все операции, будь то поступление взносов, начисление дохода, выплата пенсии или выплата выкупной суммы, учитываются на соответствующем *пенсионном счете*.

Если на одном счете ведется аналитика по нескольким участникам, то счет является *солидарным*, если аналитика ведется только по одному участнику, то счет является *именным*.

2. Выплата негосударственной пенсии.

Выплата негосударственной пенсии участнику фонда возможна не ранее момента наступления оснований для приобретения участником права на получение негосударственной пенсии (*пенсионные основания*).

В том случае, если пенсионный договор расторгается до момента наступления пенсионных оснований, НПФ выплачивает вкладчику или участнику либо переводит в другой НПФ накопленные денежные средства (выкупная сумма) в размере и на условиях, предусмотренных договором и правилами.

Субъекты и участники отношений по пенсионному обеспечению и страхованию

Согласно ФЗ «О НПФ» № 75-ФЗ от 17.05.1998 г. *субъектами отношений* по негосударственному пенсионному обеспечению, обязательному пенсионному страхованию и профессиональному пенсионному страхованию являются негосударственные пенсионные фонды, Пенсионный фонд Российской Федерации, специализированные депозитарии, управляющие компании, вкладчики, участники, застрахованные лица и страхователи.

Участниками отношений по негосударственному пенсионному обеспечению, обязательному пенсионному страхованию и профессиональному пенсионному страхованию являются брокеры, кредитные организации, а также другие организации, вовлеченные в процесс размещения средств пенсионных резервов и инвестирования средств пенсионных накоплений.

Кредитные потребительские кооперативы

Потребительский кооператив – основанное на членстве добровольное объединение граждан или граждан и юридических лиц в целях удовлетворения их материальных и иных потребностей, осуществляемое путем объединения его членами имущественных паевых взносов (ст. 123.2, п. 1 ГК).

Потребительский кооператив – некоммерческая организация граждан и юридических лиц, созданная для удовлетворения материальных и иных потребностей участников путем объединения имущественных паевых взносов. Особенностью потребительского кооператива является то, что цель его создания позволяет не только осуществлять предпринимательскую деятельность, но и распределять полученные доходы между его членами. По этой причине на деятельность потребительских кооперативов не распространяется закон о некоммерческих организациях.

Кооперативы могут создаваться двух видов: производственные и потребительские. Различие между ними заключается в том, что производственный кооператив является коммерческой организацией и его деятельность направлена на получение

прибыли, а потребительский является некоммерческой организацией, и цель его деятельности – удовлетворение определенных потребностей его членов.

Деятельность кредитных кооперативов регламентируется Федеральным законом от 18.06.2009 г. № 190-ФЗ «О кредитной кооперации» (с изменениями и дополнениями).

Кредитный потребительский кооператив (кредитный кооператив) – добровольное объединение физических и (или) юридических лиц на основе членства и по территориальному, профессиональному и (или) иному принципу в целях удовлетворения финансовых потребностей членов кредитного кооператива (пайщиков);

Кредитный кооператив осуществляет свою деятельность на основе следующих принципов:

- 1) финансовой взаимопомощи членов кредитного кооператива (пайщиков);
- 2) ограничения участия в деятельности кредитного кооператива лиц, не являющихся его членами;
- 3) добровольности вступления в кредитный кооператив и свободы выхода из него независимо от согласия других членов кредитного кооператива (пайщиков);
- 4) самоуправления кредитного кооператива, обеспечиваемого участием его членов (пайщиков) в управлении кредитным кооперативом;
- 5) равенства прав членов кредитного кооператива (пайщиков) при принятии решений органами кредитного кооператива независимо от размера внесенных членом кредитного кооператива (пайщиком) взносов (один член кредитного кооператива (пайщик) – один голос);
- 6) равенства доступа членов кредитного кооператива (пайщиков) к участию в процессе финансовой взаимопомощи и иным услугам кредитного кооператива;
- 7) равенства доступа членов кредитного кооператива (пайщиков) к информации о деятельности кредитного кооператива;
- 8) солидарного несения членами кредитного кооператива (пайщиками) субсидиарной ответственности по его обязательствам в пределах невнесенной части дополнительного взноса каждого из членов кредитного кооператива (пайщиков).

Кредитный кооператив привлекает денежные средства своих членов на основании:

- 1) договоров займа, заключаемых с юридическими лицами;
- 2) договоров передачи личных сбережений, заключаемых с физическими лицами.

Кредитный кооператив не вправе:

- 1) предоставлять займы лицам, не являющимся членами кредитного кооператива (пайщиками);
- 2) выступать поручителем по обязательствам своих членов и третьих лиц, а также иным способом обеспечивать исполнение обязательств указанными лицами;
- 3) участвовать своим имуществом в формировании имущества иных юридических лиц, за исключением юридических лиц, возможность участия в которых предусмотрена для кредитных кооперативов настоящим Федеральным законом;
- 4) выпускать эмиссионные ценные бумаги;
- 5) осуществлять операции с ценными бумагами (кроме государственных и муниципальных ценных бумаг, закладных);

б) привлекать денежные средства лиц, не являющихся членами кредитного кооператива;

7) осуществлять торговую и производственную деятельность;

8) вступать в члены других кредитных кооперативов.

Сделки кредитного кооператива, связанные с отчуждением или возможностью отчуждения находящегося в собственности кредитного кооператива имущества, а также сделки, влекущие за собой уменьшение балансовой стоимости имущества кредитного кооператива на 10 % и более балансовой стоимости активов кредитного кооператива, определенной по данным бухгалтерской (финансовой) отчетности кредитного кооператива за последний отчетный период, могут быть совершены при наличии решений правления кредитного кооператива об одобрении сделок. Сделка кредитного кооператива, совершенная с нарушением данного требования, может быть признана недействительной по иску кредитного кооператива или по иску членов кредитного кооператива (пайщиков), которые составляют не менее 1/3 общего количества членов кредитного кооператива (пайщиков).

Кредитный кооператив обязан соблюдать следующие финансовые нормативы:

1) соотношение величины резервного фонда и общего размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с привлечением кредитным кооперативом денежных средств от членов кредитного кооператива (пайщиков);

2) соотношение размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с привлечением денежных средств от одного члена кредитного кооператива (пайщика) и (или) нескольких членов кредитного кооператива (пайщиков), являющихся аффилированными лицами, и общего размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с привлечением кредитным кооперативом денежных средств от членов кредитного кооператива (пайщиков);

3) соотношение размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с предоставлением займа (займов) одному члену кредитного кооператива (пайщику) и (или) нескольким членам кредитного кооператива (пайщикам), являющимся аффилированными лицами, и общего размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с предоставлением займов кредитным кооперативом;

4) соотношение величины паевого фонда кредитного кооператива и размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с привлечением кредитным кооперативом денежных средств от членов кредитного кооператива (пайщиков);

5) соотношение задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с привлечением кредитным кооперативом займов и кредитов от юридических лиц, не являющихся его членами (пайщиками), и общего размера задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с привлечением кредитным кооперативом денежных средств от членов кредитного кооператива (пайщиков);

б) соотношение задолженности по сумме основного долга, образовавшейся в связи с предоставлением займов кредитному кооперативу второго уровня, и части

пассивов кредитного кооператива, включающей в себя паевой фонд кредитного кооператива и привлеченные денежные средства кредитного кооператива;

7) соотношение части активов кредитного кооператива, включающей в себя денежные средства, средства, размещенные в государственные и муниципальные ценные бумаги, задолженность по сумме основного долга, образовавшуюся в связи с предоставлением займов кредитным кооперативом, и общего размера денежных средств, привлеченных кредитным кооперативом;

8) соотношение суммы денежных требований кредитного кооператива, срок платежа по которым наступает в течение 12 месяцев, и суммы денежных обязательств кредитного кооператива, срок погашения по которым наступает в течение 12 месяцев.

В целях удовлетворения своих финансовых потребностей и обеспечения своей финансовой устойчивости кредитные кооперативы могут создавать кредитные кооперативы второго уровня. Кредитные кооперативы второго уровня формируют предусмотренные их уставом фонды, привлекают денежные средства своих членов и иные денежные средства в порядке, определенном настоящим Федеральным законом и своими уставами, предоставляют займы своим членам в целях удовлетворения их финансовых потребностей, осуществляют иную деятельность, предусмотренную настоящим Федеральным законом и уставами кредитных кооперативов второго уровня.

Кредитные кооперативы второго уровня создаются не менее чем пятью кредитными кооперативами на основе членства по территориальному (региональному, межрегиональному, федеральному) или иному принципу.

Кредитный кооператив обязан уведомлять о своем вступлении в кредитный кооператив второго уровня саморегулируемую организацию в сфере финансового рынка, объединяющую кредитные кооперативы, членом которой он является.

Кредитный кооператив второго уровня не вправе вступать в члены других кредитных кооперативов второго уровня.

Минимальный размер паевого фонда кредитного кооператива второго уровня должен составлять:

- 1) 10 млн руб. по истечении одного месяца с момента его создания;
- 2) 50 млн руб. по истечении одного года с момента его создания.

До момента формирования минимального размера паевого фонда кредитного кооператива второго уровня его средства не могут быть использованы для предоставления займов его членам, размещены на депозитных счетах в российских кредитных организациях, направлены на приобретение государственных и муниципальных ценных бумаг, на приобретение долей в уставном капитале или акций российских кредитных организаций.

В случае, если размер паевого фонда кредитного кооператива второго уровня по данным бухгалтерской (финансовой) отчетности по окончании периодов, установленных ч. 6 настоящей статьи, и каждого последующего квартала окажется меньше минимального размера паевого фонда, кредитный кооператив второго уровня в течение четырех календарных месяцев с даты окончания указанных

периодов, указанного квартала должен принять решение о ликвидации, за исключением случая устранения данного несоответствия до истечения следующего квартала. В случае невыполнения данного требования ликвидация кредитного кооператива второго уровня осуществляется по решению суда.

Средства кредитного кооператива второго уровня могут быть использованы для предоставления займов его членам, осуществления своих организационно-хозяйственных расходов, размещены на депозитных счетах в российских кредитных организациях, направлены на приобретение государственных и муниципальных ценных бумаг или на приобретение долей в уставном капитале либо акций российских кредитных организаций с учетом положений ст. 6 настоящего Федерального закона. При этом максимальная сумма средств, направленная на приобретение государственных и муниципальных ценных бумаг, на приобретение долей в уставном капитале или акций российских кредитных организаций, должна составлять не более 20 % величины активов кредитного кооператива второго уровня.

Кредитные кооперативы на добровольной основе вправе объединяться в союзы (ассоциации) кредитных кооперативов в целях координации деятельности кредитных кооперативов, представления и защиты их интересов, оказания им информационных, правовых и других услуг, организации подготовки работников для кредитных кооперативов, повышения квалификации работников кредитных кооперативов, осуществления научно-исследовательской и иной деятельности.

Кредитные кооперативы, за исключением кредитных кооперативов второго уровня, вступают в саморегулируемую организацию в сфере финансового рынка, объединяющую кредитные кооперативы, в порядке, предусмотренном Федеральным законом от 13.07.2015 г. № 223-ФЗ «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка» и принятыми в соответствии с ним нормативными актами Банка России, в течение 90 дней, следующих за днем наступления одного из следующих событий:

1) получение некоммерческой организацией статуса саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей кредитные кооперативы, при отсутствии до указанного дня саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей кредитные кооперативы (для кредитных кооперативов, созданных на день получения некоммерческой организацией статуса саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей кредитные кооперативы);

2) прекращение своего членства в саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей кредитные кооперативы (при наличии саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей кредитные кооперативы);

3) создание кредитного кооператива (при наличии саморегулируемой организации в сфере финансового рынка, объединяющей кредитные кооперативы).

Саморегулируемая организация в сфере финансового рынка, объединяющая кредитные кооперативы, осуществляет контроль за соблюдением кредитными кооперативами, являющимися членами этой саморегулируемой организации, требо-

ваний настоящего Федерального закона и (или) принятых в соответствии с ним нормативных правовых актов Российской Федерации и нормативных актов Банка России.

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, 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. 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 состоят во вложении 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 продажу стратегическому инвестору⁷. 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

⁷ Герасименко А. Финансовый менеджмент – это просто : Базовый курс для руководителей и начинающих специалистов. М. : Альпина Паблишерс, 2013. С. 48.

убытки⁸. В прил. 4 и 5 указаны механизм венчурного инвестирования и отличия венчурных инвестиций от традиционных (прямых) инвестиций.

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 рискованные предприятия с высоким потенциалом роста в будущем, поскольку 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 18 (включая 2 фонда в зарубежной юрисдикции), их суммарный размер — 26,1 млрд руб. Доля Российской венчурной компании составляет более 16,1 млрд руб. Эти фонды сформированы в виде закрытых паевых инвестиционных фондов. Доля Российской венчурной компании в каждом фонде – 49 %, 51 % – средства частных инвесторов. Также в рамках государственно-частного партнерства формируются и региональные венчурные фонды (на 7 лет), при этом 25 % – средства федерального бюджета, 25 % – бюджета региона и 50 % – частных инвесторов.

Таким образом, Российская венчурная компания является одним из основных участников рынка венчурных инвестиций в России. Она представляет собой государственный фонд 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 07.06.2006 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 роль государственного института развития отрасли венчурного инвестирования в Российской Федерации.

⁸ Как применять правило Парето: примеры закона 80 на 20 в бизнесе и жизни [Электронный ресурс]. URL: <https://zen.yandex.ru/> (дата обращения: 28.06.2020).

Территориальное распределение инвестиций представлено на рис. 9.

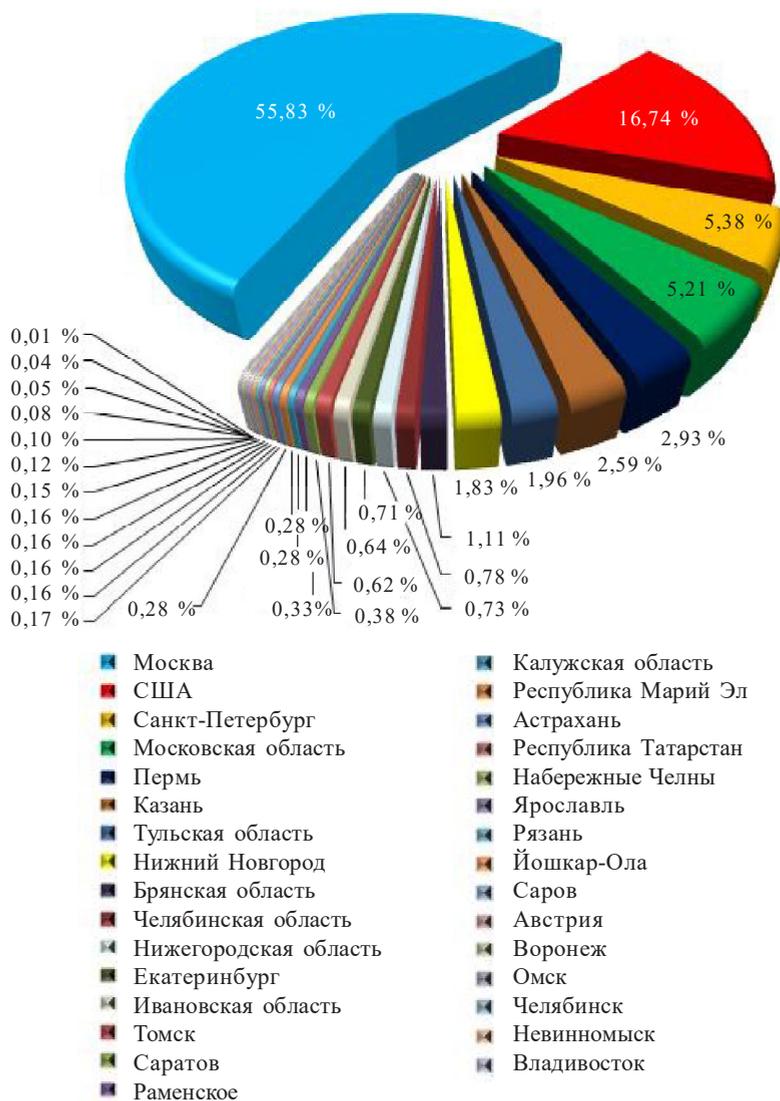


Рис. 9. Распределение венчурных инвестиций по регионам⁹

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;

⁹ РВК – Российская венчурная компания [Электронный ресурс]. URL: http://www.rusventure.ru/innovative_projects/ (дата обращения: 26.06.2020).

- живые системы (понимаемые как биотехнологии, медицинские технологии и медицинское оборудование);
- индустрия наносистем и материалов;
- информационно-телекоммуникационные системы;
- рациональное природопользование;
- транспортные, авиационные и космические системы;
- энергетика и энергосбережение¹⁰.

Российские компании проявляют заметный интерес к венчурной деятельности. В основном компании используют инструменты корпоративных венчурных инвестиций (чаще всего используют 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 документах¹¹.

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 помощью 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 предприятий¹², еще не котирующихся 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

¹⁰ РВК – Российская венчурная компания [Электронный ресурс]. URL: <http://www.rusventure.ru/company/brief/> (дата обращения: 26.06.2020).

¹¹ См.: 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.

¹² 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, 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.

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 предприятием, 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 растут¹³.

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.

¹³ 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, управляющих финансовыми средствами на сумму около 2 млрд долл.

1.5. Инвестиционная деятельность как основа экономического развития

Инвестиционная деятельность – это вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта. В условиях рыночной экономики возможностей для инвестирования довольно много. Вместе с тем любая коммерческая организация имеет ограниченную величину свободных финансовых ресурсов, доступных для инвестирования. Таким образом, является очевидным, что в качестве основного элемента инвестиционной деятельности выделяется совокупность вложения 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 после завершения проекта. На рис. 10 показана инвестиционная деятельность, разделенная по стадиям осуществления.



Рис. 10. Стадии осуществления инвестиционной деятельности¹⁴

Инвестиционная деятельность представляет собой важный элемент системы управления как отдельными корпоративными структурами, так и отраслями экономики в целом. Говоря об инвестиционной деятельности, необходимо отметить наличие отраслевой специфики инвестиционного процесса, который носит специфический характер и нуждается в дополнительных исследованиях. Инвестиции выполняют ряд необходимых функций.

На макроуровне инвестиции представляют собой фундамент для расширения производства, интенсификации научно-технического прогресса, повышения качества и конкурентоспособности товаров и услуг, сбалансированного развития отраслей

¹⁴ Колтынюк Б. А. Инвестиционное проектирование объектов социально-культурной сферы : учебник. СПб. : Изд-во В. А. Михайлова, 2000. С. 28–29.

экономики и формирования ее необходимой структуры с целью удовлетворения интересов общества, создания требуемой сырьевой базы производства, функционирования социальной сферы и решения задач, связанных с обеспечением безопасности страны и охраны окружающей среды. Инвестиции на микроуровне необходимы для стабильного функционирования компаний, улучшения их финансового состояния и повышения рентабельности.

В реальном секторе экономики отсутствие инвестиций делает невозможным поддержание конкурентоспособности товаров и услуг, обновление морально и физически устаревших основных производственных фондов, осуществление мероприятий в социальной сфере и мероприятий, направленных на охрану окружающей среды.

Предприятия реального сектора экономики задают направление экономического развития государства, формируя его финансовый, научный, технологический и производственный потенциал, который, в свою очередь, определяет уровень национального благосостояния. Определение и выбор оптимальной инвестиционной политики предприятия необходимы для эффективного распределения производственных и финансовых ресурсов с целью формирования эффективного пула инвестиционных мероприятий¹⁵.

Инвестиционная деятельность промышленных предприятий осуществляется путем практических действий, направленных на получение прибыли, увеличение рентабельности либо достижение другого необходимого эффекта. Компании при осуществлении инвестиций сталкиваются с проблемой идентификации наиболее выгодных направлений для вложения ресурсов. Разработка текущих и перспективных направлений инвестиций осуществляется в процессе разработки инвестиционной политики предприятия.

Анализ накопленного опыта инвестиционной деятельности предприятий реального сектора экономики показывает, что концентрация инвесторов, т. е. инвестирование в рамках своей отрасли, позволяет достичь максимальной отдачи от вложенных средств.

По мнению многих исследователей, инвестиционная деятельность предприятий представляет собой основной инструмент финансово-экономического развития компаний, обеспечивающий возможность модернизации производства, расширения продуктовой линейки, роста объемов производства и реализации товаров, формирования дополнительных источников дохода. Я. О. Зубов расширяет вышеназванный перечень функциональных особенностей инвестиционной деятельности. По его мнению, инвестиционная деятельность предприятий формирует страховой резерв от убытков и потерь, а также создает накопительный фонд на случай смены сферы бизнеса при неэффективности текущего рода деятельности¹⁶.

¹⁵ Вдовин С. М. Инвестиционная привлекательность как фактор устойчивого развития региона // Экономический анализ: теория и практика. 2014. № 41 (392). С. 20–27.

¹⁶ Дмитриева Е. В. Особенности финансирования инвестиционной деятельности предприятий в условиях модернизации экономики : монография. М. : АП «Наука и образование», 2015.

Следует отметить, что функции инвестиционной деятельности также зависят от отраслевых особенностей и основных параметров эффективной работы компаний. К таким параметрам можно отнести:

- 1) объемы производства и реализации продукции;
- 2) влияние на зависимые отрасли;
- 3) зачастую невысокий уровень гибкости производственной, организационной и экономической систем производственных компаний;
- 4) потребность в привлечении значительных объемов инвестиционных ресурсов для реализации запланированных проектов;
- 5) прогнозируемый эффект от инвестиционных проектов не ограничивается исключительно экономическим эффектом, так как промышленные предприятия, кроме формирования национального дохода, оказывают весомое воздействие на социальную сферу и экологическую ситуацию страны;
- 6) большое число участников, заинтересованных в эффективности инвестиций, среди которых: акционеры, менеджмент, сотрудники, государство, кредиторы;
- 7) инвестиционная деятельность предприятий реального сектора экономики нередко в качестве целевого аспекта предполагает наличие инновационного развития технологий и методов организации труда, тем самым повышая качество продукции, снижая ее себестоимость, оптимизируя цены реализации и повышая спрос на нее;
- 8) высокое влияние реального сектора на макроэкономическое состояние страны, ее структуру экспорта и импорта.

Инвестиционная деятельность предприятия реального сектора экономики представляет собой совокупность нормируемых и регламентированных экономических отношений, возникающих между многочисленными стейкхолдерами инвестиционного процесса в рамках принятой стратегии развития компании, под воздействием разнообразных внешних и внутренних факторов.

В зарубежной литературе выделяется пять этапов осуществления инвестиционной деятельности (рис. 11). Каждый из этапов характеризуется концептуальными подходами к управлению и оценке эффективности инвестиций.

Первый этап – «Формулировка инвестиционных целей» – предполагает поток обязательств. На финансовом рынке осуществляют свою деятельность пенсионные фонды, страховые компании, кредитные учреждения, представители бизнеса, корпоративного сектора экономики. У каждого формируется своя инвестиционная цель, что будущие поступления, генерируемые инвестиционным портфелем, будут в достаточной мере обеспечивать выполнения обязательств.

Второй этап – «Формирование инвестиционной политики» – начинается с принятия решения о размещении активов. Инвестор должен решить, каким образом распределить денежные фонды между основными активами. Обычно к основным финансовым активам относятся акции, облигации, недвижимость и иностранные ценные бумаги. При формировании инвестиционной политики необходимо учитывать ограничения, которые накладывают клиенты и регулирующие организации (ограниченная доля средств, класс активов, финансовая отчетность, налогообложение и т. п.).



Рис. 11. Процесс осуществления инвестиционной деятельности¹⁷

Третий этап – «Выбор портфельной стратегии» – соответствует целям и инвестиционной политике. В данной ситуации портфельные стратегии можно разделить: на активные, пассивные и структурные. Активная портфельная стратегия использует доступную информацию и методы прогнозирования для повышения эффективности инвестиций по сравнению с простой диверсификацией. Для всех активных стратегий прогнозирование факторов является наиболее существенным способом повлиять на инвестиционные характеристики финансовых активов. К примеру, активная стратегия при работе с портфелем обыкновенных акций может включать прогнозирование будущих доходов, дивидендов или показателя отношения цены к доходу. Облигационные стратегии основываются на прогнозировании будущего уровня процентных ставок, стратегии с иностранными ценными бумагами – на ожидаемых курсах валют. В свою очередь, пассивная портфельная стратегия требует минимума информации о будущем. Она основана на простой диверсификации портфеля, обеспечивающей максимальное соответствие его доходности выбранному рыночному индексу. Для данной стратегии используется доступная информация о рыночных котировках ценных бумаг. Структурная портфельная стратегия применяется в процессе управления облигациями. Данная стратегия помогает сконструировать портфель таким образом, чтобы обеспечить определенный поток платежей в будущем.

Четвертый этап – «Выбор активов». После выбора портфельной стратегии необходимо определиться с активами, которые будут включены в портфель. На данном этапе идет поиск недооцененных активов, формируется эффективный портфель, имеющий либо наибольшую ожидаемую доходность при заданном уровне риска, либо наименьший риск при заданной ожидаемой доходности.

¹⁷ Управление инвестициями / под ред. Фрэнка Дж. Фабоцци. М. : «Инфра- М», 2000. С. 3.

Пятый этап – «Оценка эффективности инвестиций». На данном этапе производится вычисление реализованной доходности портфеля и сопоставление полученного результата с выбранным базисным показателем (это может быть любой из общеизвестных фондовых индексов).

Среди ученых-экономистов существует несколько точек зрения на такие процессы, как инвестирование и финансирование. Не следует их отождествлять, поскольку эти понятия находятся в одном экономическом поле, но выполняют разные экономические функции. В экономической литературе под финансированием понимается «обеспечение необходимыми финансовыми ресурсами затрат предприятия на развитие предприятия, отраслей и экономики в целом...»¹⁸.

Под инвестированием экономисты понимают «создание или пополнение запаса капитала – ресурса, создаваемого производством большего количества экономических благ»¹⁹.

Финансирование – 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 текущие расходы предприятия, 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. В такой трактовке финансирование является первичным процессом, а инвестирование представляется как способ финансирования.

1.6. Структура инвестиционного рынка России

Инвестиционная деятельность неразрывно связана с функционированием инвестиционного рынка, который характеризуется конъюнктурой, соотношением спроса и предложения, уровнем конкурентоспособности эмитентов, степенью

¹⁸ См.: Финансово-кредитный энциклопедический словарь / под общ. ред. А. Г. Грязновой. М. : Финансы и статистика, 2004. С. 1010; *Нешиной А. С.* Инвестиции. 4-е изд., перераб. и доп. М. : Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2005. С. 138.

¹⁹ *Колтынюк Б. А.* Инвестиционное проектирование объектов социально-культурной сферы. С. 11.

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 определенным воздействием широкого спектра методов и форм государственного регулирования.

Точка зрения современных экономистов состоит в том, что инвестиционный рынок развивается циклично, последовательно проходя фазы подъема, ослабления и стагнации. Состояние рынка 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 зависит 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.

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 является чрезвычайно сложноорганизованной системой, в которой обращаются многообразные товары и инструменты, обеспечивающие инвестиционный спрос всех видов инвесторов. Инвестиционный рынок обслуживается специальными инвестиционными институтами, располагает довольно разветвленной инфраструктурой.

С учетом изложенного представляется обоснованным следующее понятие 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 на рис. 12.

1. Рынок объектов реального инвестирования, который включает следующие основные позиции:

1) рынок недвижимости (промышленные объекты, земельные участки, объекты незавершенного строительства, жилье и т. д.);

2) рынок прямых капитальных вложений (новое строительство, реконструкция, техническое перевооружение);

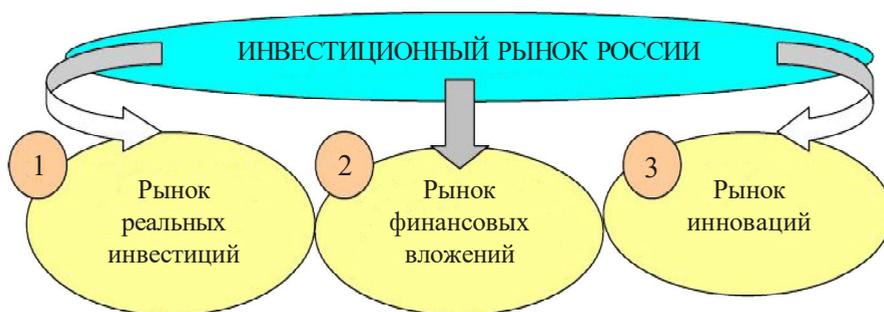


Рис. 12. Структура инвестиционного рынка России

3) рынок прочих объектов реального инвестирования (художественные ценности, драгоценные металлы и камни, изделия из них, или так называемые тезаврационные инвестиции).

2. Рынок объектов финансового инвестирования, включающий в себя:

1) фондовый рынок (акции и облигации корпораций, паи ПИФов и акции (паи) ETF, государственные ценные бумаги и производные финансовые инструменты);

2) денежный рынок (векселя, депозиты, ссуды, кредиты, валюта);

3. Рынок объектов инновационных инвестиций, состоящий:

1) из рынка интеллектуальных инвестиций (лицензии, ноу-хау, патенты);

2) рынка научно-технических инноваций (научно-технические проекты, рационализаторство, новые технологии).

Инновационные инвестиции рассматриваются финансистами как локомотив мировой экономики, поскольку обладают уникальной способностью реализации в широком спектре секторов мирового хозяйства. Инновационные инвестиции, которые принято называть венчурными, обладают повышенной степенью риска, что объясняется спецификой инновационной деятельности. Удельный вес инновационных товаров, работ, услуг в общем объеме отгруженных товаров, выполненных работ, услуг по итогам 2018 г. составляет 6,5 %, что, безусловно, не соответствует показателям развитых стран²⁰.

Инновационные инвестиции в объекты интеллектуальной собственности, которые формируют рынок интеллектуальных инвестиций, сокращаются, тогда как величина инвестиций в научно-исследовательские, опытно-конструкторские и инновационные технологии в России неуклонно растет²¹. Предпочтения инвесторов в значительной степени 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.

²⁰ Росстат : [сайт]. URL: http://old.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/science_and_innovations/science/# (дата обращения: 23.06.2020).

²¹ Куваева Ю. В., Серебrenникова А. В., Котова О. В., Воротилова О. А. Финансирование российской фундаментальной науки в контексте основных признаков постиндустриальной экономики // Дискуссия. 2017. № 9 (83). С. 21–28.

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.

Структура инвестиционного бизнеса предполагает институционально-инфраструктурный комплекс, основанный на комбинации внутреннего и внешнего управления своими портфелями (рис. 13).

Специализация деятельности участников инвестиционной деятельности определяет их категоризацию на две основные группы, в частности: участники, которые производят инвестиционные продукты, и те, которые эти продукты реализуют. Учитывая такую специализацию, участников инвестиционного рынка можно считать производителями и продавцами, каждый из которых, в свою очередь, сегментируется.



Рис. 13. Структура инвестиционного бизнеса

Производителей инвестиционных продуктов следует разделить на следующие группы:

- а) универсальные инвесторы;
- б) по видам инвестиций – реальные и финансовые;
- в) по характеру инвестиционных идей.

Среди продавцов имеет место сегментирование по продуктам и каналам продаж. В первой группе выделяют универсальных, *VIP (privatebanking)* и институциональных продавцов. В «продуктовой» группе реализуется специализация по традиционным направлениям: паевые фонды, ETF, пенсионные программы, накопительное страхование, инвестиционные маркетплейсы, монопродавцы.

Инвестиционные инновации проявляются в поиске инвестиционных идей, что ведет к появлению сложных инвестиционных продуктов, для успешных массовых продаж которых требуется соответствующее сопровождение. Сопровождение продаж 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.

1.7. Концепция мультипликатора инвестиций

Мультипликативными эффектами в экономике заинтересовались в 30-х гг. XX в., когда начали исследовать результаты политики проведения общественных работ в США в период Великой депрессии. В ходе анализа выяснилось, что первичная занятость породила вторичную, третичную и т. д., что в итоге привело к эффекту умножения занятости и совокупного спроса.

Понятие мультипликатора (от лат. *multiplicator* – умножающий) впервые было введено в экономическую теорию Р. Ф. Каном в его статье «Отношение внутренних инвестиций к безработице»²². Основное положение, из которого он исходил в этой работе, сводится к следующему: если принять, что склонность к потреблению, а также некоторые другие условия в различных гипотетических обстоятельствах заданы, и если представить себе, что монетарные органы или какие-либо другие государственные органы примут меры, направленные на стимулирование или замедление инвестиций, то изменения в величине занятости окажутся функцией от изменений в сумме чистых инвестиций. Кан видел свою цель в том, чтобы установить общие принципы, с помощью которых можно исчислить количественное отношение между приростом чистых инвестиций и вызываемым им приростом совокупной занятости.

Чуть позже достаточно емкую характеристику понятию мультипликатора дает Джон Кейнс, который в своем знаменитом труде, внесшем огромный вклад в теорию

²² Kahn R. F. The Relation of Home Investment to Unemployment // Economic J. 1931. Nr 41. P. 173–198.

инвестиций, указывает: характеристика мультипликатора инвестиций заключается в следующем: «когда происходит прирост общей суммы инвестиций, то доход увеличивается на сумму, которая в k раз превосходит прирост инвестиций»²³. Согласно кейнсианской теории любое увеличение инвестиций, приводит в *действие* мультипликативный процесс, который выражается в увеличении уровня *национального дохода на большую величину*, чем первоначальный рост инвестиций. Этот эффект Кейнс и назвал эффектом мультипликатора.

k (мультипликатор) = прирост доходов / прирост инвестиций.

От предельной склонности к сбережению и потреблению зависит сила эффекта мультипликатора. Если значения этих показателей относительно постоянны, то определить мультипликатор не составит труда.

Мультипликатор, выражая количественную связь между приростом инвестиций и приростом дохода, усиливает (множит) воздействие инвестиционного спроса на увеличение доходов. Увеличение инвестиционного спроса неизбежно сопровождается увеличением потребительского спроса, причем в большей степени, чем первого. Рост доходов работников, занятых в инвестиционном секторе, означает увеличение их спроса на потребительские товары. Следовательно, растут выпуск и доходы в отраслях, производящих предметы потребления. В свою очередь, это вызывает расширение производства и доходов в «третичном» секторе.

Иными словами, некоторое увеличение, прирост инвестиций приводит к значительно большему приросту валового внутреннего продукта (или ВВП на региональном уровне). Происходит это потому, что исходные инвестиции играют роль своеобразного толчка, увеличивающего спрос на инвестиционные товары²⁴, что приводит к росту производства и потребления соответствующих фирм, которые их производят. Они (инвестиционные товары), в свою очередь, предъявляют спрос на продукцию смежных отраслей и т. д. (равнонаправленные тренды, демонстрирующие этот тезис, можно проследить на рис. 14). Считается, что, рост занятости и доходов вызывает увеличение производства в отраслях, производящих потребительские товары.

Увеличение (в связи с ростом доходов) потребительского спроса в отрасли, куда вложены дополнительные инвестиции, например, в дорожном строительстве, стимулирует выпуск продукции в отраслях, занятых производством предметов потребления для дорожников, т. е. дополнительный выпуск в пищевой, легкой промышленности. У работников этих отраслей также увеличиваются доходы в связи с расширением производства. Отсюда растет и их спрос на соответствующую продукцию. И так процесс подталкивания вторичного, третичного, четвертичного спроса развертывается дальше.

Исследованию мультипликативных эффектов в экономике посвящены работы многих авторов: Ричарда Кана, Джона Кейнса, Джона Ричарда Хикса, Элвина

²³ Кейнс Дж. Мейранд. Общая теория занятости, процента и денег / пер. с англ. проф. Н. Н. Любимова. М. : Гелиос АРВ, 2015.

²⁴ В наиболее общем виде – это товары, которые поддерживают и увеличивают запас капитала.



Рис. 14. Динамика выпуска инвестиционных товаров в сравнении со смежными отраслями (прирост в % к декабрю 2015 г.)

Хансена, Роя Харрода, Евсея Домара, Пола Самуэльсона, Пола Кругмана, рассматривавших условия возникновения и протекания мультипликативных эффектов, виды мультипликаторов в экономике, моделировавших процесс работы механизма мультипликатора инвестиций. Российские авторы также провели ряд масштабных исследований мультипликативных эффектов в экономике (У. А. Брагина, Ф. Н. Клоцвог, В. А. Костин, А. М. Королева и др.).

Считается, что мультипликатор работает только в тех экономических системах, в которых есть неиспользованные ресурсы (т. е. безработные, свободные производственные мощности, финансовые ресурсы), а сам мультипликативный эффект основан на двух предпосылках:

- для экономики характерны повторяющиеся, непрерывные потоки доходов и расходов;
- любое изменение в доходах влечет за собой изменение в потреблении и сбережении.

На основе этих явлений дополнительное увеличение инвестиций предпринимателей превращается в дополнительный доход домохозяйств, которые часть этого дохода направляют на потребление. Таким образом, потребительские расходы одних домохозяйств являются доходами других. Поскольку домохозяйства тратят не весь располагаемый доход, то процесс расширения национального дохода (сумма доходов всех владельцев факторов производства) конечен. Он заканчивается, когда дополнительный прирост дохода становится бесконечно малой величиной.

Рассмотрим условный пример, который поможет нам проиллюстрировать суть мультипликативного эффекта. Предположим, что население расходует на потребление 80 % получаемого им дохода, а остальные 20 % сберегает. Функция потребления²⁵ $C = f(Y_d)$ имеет в нашем случае вид

²⁵ Функция потребления – это функция, описывающая взаимосвязь между потреблением и располагаемым доходом.

$$C = 80Y_d,$$

где Y_d – уровень располагаемого дохода (доход после обязательных платежей, таких как налоги и трансфертные платежи);

C – уровень потребления.

Допустим, что в какой-то момент времени объем инвестиционной деятельности увеличился первоначально на 100 млрд усл. ден. ед.²⁶ Кейнсианская теория связывает это с дальнейшим непосредственным увеличением доходов, затронутых инвестиционной деятельностью лиц на аналогичную сумму. Следствием увеличения доходов становится увеличение потребительских расходов. В соответствии со сделанным выше предположением эти расходы возрастут следующим образом: 100 млрд усл. ден. ед. $\times 0,8 = 80$ млрд усл. ден. ед. (при этом на 20 млрд усл. ден. ед. увеличиваются сбережения). Такое увеличение спроса отразится на доходах еще какой-либо группы лиц, которые тоже увеличатся на аналогичную сумму. Эти лица, в свою очередь, увеличат свои потребительские расходы на сумму 80 млрд усл. ден. ед. $\times 0,8 = 64$ млрд усл. ден. ед., что свидетельствует о возрастании на 64 млрд усл. ден. ед. еще чьих-то доходов, что заставит увеличить потребление дополнительно: 64 млрд усл. ден. ед. $\times 0,8 = 51,2$ млрд усл. ден. ед. и т. д. Понятно, что этот процесс не бесконечен, и он заканчивается, когда дополнительный прирост дохода становится бесконечно малой величиной. Поэтому сумма увеличения дохода будет сходиться к определенному пределу и его можно подсчитать. Общее увеличение дохода составит:

$$\begin{aligned} 100 + 80 + 64 + 51,2 + \dots &= 100(1 + 0,8 + 0,8^2 + 0,8^3 + \dots) = \\ &= 100(1/(1 - 0,8)) = 100/0,2 = 500 \text{ млрд усл. ден. ед.} \end{aligned}$$

Таким образом, первоначальное увеличение инвестиций на 100 млрд усл. ден. ед. вызвало посредством мультипликационного эффекта пятикратное увеличение дохода.

В макроэкономике с понятием «мультипликатор» непосредственно связано понятие «акселератор», под которым понимается коэффициент приростной *капиталоемкости* национального дохода, дополнительный доход, полученный в результате *мультипликативного* воздействия первоначальных инвестиций, приводящий к росту спроса на потребительские товары.

Отрасли, их производящие, расширяют производство, что вызывает увеличение инвестиционного спроса на *инвестиции в основные средства*, и при этом изменения в спросе на потребительские товары вызывают более сильные изменения в спросе на инвестиционные товары.

Принцип акселерации – это процесс выпуска дополнительной продукции, зависящий от роста спроса на инвестиции из-за роста продаж товаров и дохода, и требующий большего количества капитала, вызывая тем самым новые *капиталовложения*.

²⁶ Миллиардов условных денежных единиц.

Коэффициент акселерации (акселератор) – коэффициент приростной капиталоемкости национального дохода, числовой множитель, на который каждая условная денежная единица приращенного дохода увеличивает инвестиции²⁷.

Очевидно, что описанные эффекты мультипликации и акселерации взаимосвязаны, поэтому модель мультипликатора-акселератора представляют собой единую систему, в которой причины становятся следствиями и наоборот.

Безусловно, ни одна из существующих научных теорий не является всеобъемлющей и самодостаточной. Реалии современного мира показывают, что на инвестиционную активность влияют многие факторы, которые во времена Дж. М. Кейнса попросту не учитывались. Однако это не означает, что мультипликатор и акселератор устарели и должны быть отправлены «на свалку истории».

Контрольные вопросы

1. Что такое инвестиции и в чем заключается их экономическая сущность?
2. Какую оценку дает Дж. М. Кейнс при определении сущности инвестиций?
3. В чем заключается российская методология определения сущности инвестиций? Приведите экономическое и финансовое определение инвестиций.
4. Что представляют собой активные и пассивные инвестиции?
5. В чем заключаются место и роль инвестиций на финансовых рынках?
6. Назовите функции инвестиций. Дайте краткую характеристику каждой.
7. Что может являться объектом инвестиционной деятельности?
8. Что такое инвестиционная деятельность?
9. Дайте краткую характеристику субъектов инвестиционной деятельности.
10. Назовите основные классификационные признаки инвестиций.
11. Охарактеризуйте особенности инвестиций в современной цифровой экономике.
12. Кто может выступать в качестве инвестора? Какими правами наделен инвестор?
13. Перечислите формы реального инвестирования.
14. Кто выступает субъектами косвенного (опосредованного) инвестирования?
15. Что представляют собой реальные и финансовые инвестиции? Приведите примеры реальных и финансовых инвестиций.
16. Дайте характеристику структуры инвестиционного рынка.
17. Перечислите основные этапы управления финансовым инвестированием.
18. Опишите роль инвестиций в экономике.
19. В чем заключается принцип мультипликатора инвестиций?
20. Дайте понятие коэффициента акселерации и поясните, как он связан с мультипликатором инвестиций.

Список рекомендуемой литературы

Аскинадзи В. М. Инвестиционное дело / В. М. Аскинадзи, В. Ф. Максимова. – Москва : Университетская книга, 2012. – 764 с. – ISBN 978-5-9130-4245-3.

²⁷ См.: Хансен Э. Экономические циклы и национальный доход // Классики кейнсианства : 2 т. М. : Экономика, 1997. Т. 1.

Балдин К. В. Инвестиционный анализ / К. В. Балдин, В. А. Ногай. – Москва : Флинта : МПСУ, 2016. – 304 с. – ISBN 978-5-9765-2135-3.

Берзон Н. И. Рынок ценных бумаг : учебник для академического бакалавриата / Н. И. Берзон и др. ; под общ. ред. Н. И. Берзона. – Москва : Юрайт, 2019. – 514 с. – ISBN 978-5-5341-1196-5.

Галанов В. А. Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Галанов. – Москва : ИНФРА-М, 2016. – 379 с. – ISBN 978-5-16-003490-4.

Грэхем Б. Анализ ценных бумаг / Б. Грэхем, Д. Додд. – Москва : Вильямс, 2016. – 880 с. – ISBN 978-5-8459-1945-8.

Инвестиции : учебник / [Л. И. Юзвович и др.] ; под ред. Л. И. Юзвович. – 2-е изд., испр. и доп. – Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2018. – 610 с. – ISBN 978-5-7996-2452-1.

Ковалев В. В. Инвестиции / В. В. Ковалев, В. В. Иванов, В. А. Лялин. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : Проспект, 2016. – 592 с. – ISBN 978-5-392-20262-1.

Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В. В. Ковалев. – 3-е изд., перераб. и доп. – Москва : Проспект, 2016. – 1103 с. – ISBN 978-5-392-21433-4.

Колмыкова Т. С. Инвестиционный анализ / Т. С. Колмыкова. – Москва : ИНФРА-М, 2015. – 204 с. – ISBN 978-5-16-009798-5.

Леонтьев В. Е. Инвестиции / В. Е. Леонтьев, В. В. Бочаров, Н. П. Радковская. – Москва : Юрайт, 2019. – 455 с. – ISBN 978-5-9916-3957-6.

Липсиц И. В. Инвестиционный анализ: подготовка и оценка инвестиций в реальные активы / И. В. Липсиц, В. В. Колосова. – Москва : ИНФРА-М, 2017. – 320 с. – ISBN 978-5-16-004656-3.

Лукасевич И. Я. Инвестиции / И. Я. Лукасевич. – Москва : Вузовский учебник ; ИНФРА-М, 2017. – 413 с. – ISBN 978-5-9558-0129-2.

Николаева И. П. Рынок ценных бумаг : учебник / И. П. Николаева. – Москва : Дашков и К°, 2015. – 256 с. – ISBN 978-5-394-02413-9.

Финансовые инструменты / [У. Дж. Адамс и др.] ; под ред. Ф. Дж. Фабоцци ; пер. с англ. Е. Л. Востриковой, Д. В. Ковалевского, М. Ю. Орлова). – Москва : Эксмо, 2010. – 860 с. – (Финансовая энциклопедия). – ISBN 978-5-699-25891-8.

Хазанович Э. С. Инвестиции : учебное пособие / Э. С. Хазанович. – Москва : КНОРУС, 2013. – 318 с. – ISBN 978-5-406-03134-6.

Шапкин А. С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций : произв. практ. изд. / А. С. Шапкин, В. А. Шапкин. – 8-е изд. – Москва : Дашков и К, 2018. – 544 с. – ISBN 978-5-394-02150-3.

Шарп У. Ф. Инвестиции : учебник / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. Бэйли ; пер. с англ. А. Н. Буренина, А. А. Васина. – Москва : ИНФРА-М, 2014. – 1028 с. – ISBN 978-5-16-002595-7.

Глава 2

ЭВОЛЮЦИОННОЕ РАЗВИТИЕ ИНВЕСТИЦИЙ

Хронологические рамки эволюционной парадигмы инвестиционной деятельности в России условны. Однако границами разделения послужили переломные моменты в развитии инвестиционной деятельности, вызванные проявлением общегосударственных, экономических, социально-политических и иных процессов в обществе. Процессы развития инвестиционной деятельности имеют циклический характер, причем каждому из периодов присущи отличающиеся социально-экономические особенности.

С позиции хронологии авторам видится возможным выделить следующие периоды развития инвестиционной деятельности в России.

- I этап: со второй половины XVIII в. до 1917 г. (дореволюционный);
- II этап: с 1917 г. по 1991 г. (советский);
- III этап: с 1991 г. по настоящее время (современный).

Выделение отдельных периодов является во многом результатом суждений, которые основываются на авторском видении, оценке и понимании процессов, происходящих в обществе.

2.1. Дореволюционный период развития инвестиций

Развитие инвестиционной деятельности в России со второй половины XVIII в. до 1917 г. можно охарактеризовать как дореволюционный период. До второй половины XVIII столетия 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 правительства 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 являлась постоянно действовавшим театром военных действий, в результате которых часто менялись границы государств, их правительства, монархи. Европейские государства боялись представлять друг другу деньги в займы, 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 20 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 императрицы Екатерины II, Александр I, а также члены его семьи стали акционерами Русско-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 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, либерализации 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.

В результате выкупной операции по отмене крепостного права помещики получили на руки огромные средства не только наличными, но и ценными бумагами – выкупными свидетельствами. 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 нем появились новые субъекты, которые предъявляли спрос на инвестиции. Ими 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.

(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 дивидендов по акциям и процентов 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 из 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 пошатнулся 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 выбраться 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, для которых в стране была создана надежная система 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 императорского 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 стоила российскому правительству потери системы дореформенных казенных банков, не приспособленных к работе в условиях подлинного рынка.

В результате выкупной операции по отмене крепостного права (1861) помещики получили на руки огромные средства не только наличными деньгами, но и ценными бумагами – выкупными свидетельствами. Сборы с крестьян смени-

лись гарантированными доходами от ценных бумаг. 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 граф Шереметьев обладал ценными бумагами на сумму 7,57 млн руб. Однако следует отметить, что значительная часть ценных бумаг, находящихся в обороте на фондовом рынке дореволюционной России, относилась к государственным. Так стала развиваться частная инвестиционная деятельность в России.

В стране началось развитие акционерных коммерческих банков (первый из них учрежден в 1864 г.). В ноябре 1864 г. был выпущен первый в российской истории выигрышный заем. Государство предполагало разместить заем на сумму 100 млн руб. кредитными билетами 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, что 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 по 1900 г. возникло 24 биржи. На них аккумулировались накопления российских промышленников, купцов, государства, банков, обычных граждан и направлялись на производительное (строительство, машиностроение и торговля) и непроизводительное вложение капиталов. Санкт-Петербургская биржа впервые начала использовать эти вложения в качестве важного механизма, обеспечивающего финансирование промышленности. Благодаря посредничеству бирж, отечественные, главным образом, иностранные капиталы устремились в значи-

тельных для того времени объемах в акции промышленных предприятий. За эти годы акционерные капиталы всех 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 – со 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.

Для того, чтобы создать систему, адекватную запросам рынка, требовалось внести изменения в конструкцию ипотечного кредитования. Во-первых, нужно было установить отношения между получателем ипотечного кредита и владельцем свободного капитала. Их связало изобретение механизма ипотечного кредита в форме выдачи ипотечных облигаций, которые заемщику следовало продать на вторичном рынке облигаций. Во-вторых, создать кредитные общества (Санкт-Петербургское, московские городские кредитные общества на облигациях). Заемщик, получив ссуду облигациями общества, продавал их на вторичном рынке. С 1862 г. для того, чтобы повысить рыночный курс облигаций по просьбе Санкт-Петербургского городского кредитного общества Министерство финансов 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 со стороны 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, находящиеся 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 1/3 (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 1/3 суммы, определенной залоговой оценкой.

Вслед за Санкт-Петербургом и Москвой городские кредитные общества были созданы в других городах, в том числе Кронштадтское (1875), Тифлиское (1881), Минское (1896), Николаевское (1898), Бакинское и Кишиневское (1900), Ростовское-на-Дону (1904), Симферопольское (1906). Однако необходимо 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. Причем 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. Для того 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 изменилось к худшему. 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 этих земельных банка 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 возросшим 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 способствовал 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 существовании системы государственных гарантий, поддержке ипотечного кредитования и т. д.

Таким образом, данный период явился уникальным и неповторимым временем в истории развития инвестиционной деятельности в России. Еще в начале рассматриваемого 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 переход к развитым рынкам товаров, труда и капиталов, устойчивой золотой валюте заставил российское правительство создать и практически применить широкий арсенал рыночных способов получения ресурсов для покрытия дефицита государственного бюджета.

Новая кредитная политика российского правительства заключалась в использовании ряда новаций в организации государственного кредита, в частности, выигранных, золотых и рентных займов, в умелом обращении к отечественным и зарубежным рынкам капиталов.

2.2. Советский период развития инвестиций

Советский период развития инвестиций и инвестиционной деятельности начался с 1917 г. и продолжался по 1991 г. 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 обуславливало 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 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 России.

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

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. В числе причин этого следует прежде всего назвать противоречивость 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 представляет собой 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., по нашему мнению, соответствует экономической ситуации 20-х гг. XX в., но только на уровень выше. Поэтому исследование новой экономической политики, предложенное 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. возглавил Концессионный комитет. 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 Наркомата 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. создан целый ряд специализированных банков: 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; организованные на паях общества сельскохозяйственного кредита, замыкавшиеся

на республиканские и центральный сельскохозяйственные 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.

В итоге острых дискуссий к концу 1922 г. было решено проводить денежную реформу на основе золотого стандарта. Для стабилизации рубля была проведена деноминация денежных знаков, т. е. изменение их нарицательной стоимости по определенному соотношению старых и новых знаков. Сначала 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. создаются 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 стала 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 стал 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. 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 был 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 путем предоставления 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 уже в сентябре 1925 г. рост товарных цен 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.

Тем самым центральная власть пыталась регулировать основные пропорции экономического роста. Но на практике это привело к глубоким диспропорциям и «ножницам цен». Если в 1913–1922 гг. 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 %. 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 толкало работников ВСНХ, руководителей трестов и синдикатов до предела поднять 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 становится настоящей «победой над разрухой». В то же время отсутствие высококвалифицированных кадров явилось 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 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 обобщественного сектора, достигло 86 налогов и сборов. Систему налогов и сборов при нэпе составляли:

1) прямые налоги: промысловый, единый натуральный, денежный подворный, сельскохозяйственный, 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 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 уравнильный сбор дифференцировался в зависимости от типа предприятия (государственное, кооперативное, частное) и являлся действенным рычагом вытеснения частного капитала.

Другим важнейшим прямым налогом был подоходно-поимущественный налог. 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, подворно-денежного, общегражданского 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 пере-

строен 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, исчисляющуюся 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, 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 су-

дебными 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. Судебная 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 следующие сборы:

- патентный;
- прописочный;
- канцелярский;
- гербовый.

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. Буквеевского, 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 поступления неналоговых доходов возрастали. 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 обуславливало 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 России.

Учитывая сложившиеся обстоятельства, советское правительство выдвигало концессию как компромисс, который мог предоставить иностранному предпринимателю необходимые ему гарантии в форме договора на эксплуатацию конкретного промышленного предприятия, а России – необходимые ей капиталы для восстановления и развития промышленности.

Под концессиями понимается 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 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 оставлялось 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 Алапавских 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 Чиатурских залежей 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 концессионной политики была столь велика, что разрабатывается 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.

За 6 лет (период с 1921–1927 гг.) статистика по созданным концессионным предприятиям представлена в табл. 9.

Т а б л и ц а 9

Динамика концессионных предприятий в России в период нэпа

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

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 простотой 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 данных 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 обеспечивать 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 предприятий. 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 концессионеру 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 концессии, объекты которых находятся на территории РСФСР и имеют 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. XX в. 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-Англо-

лес» и «Рус-Голландлес», 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 из-за стремления ограничить размер иностранной собственности на советской территории, так как «чистая» концессия, в отличие от смешанного общества, не создавала для иностранцев права собственности, поскольку 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 реализованной концессионерами продукции 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 1 руб. 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, и весной 1924 г. была успешно завершена денежная реформа, 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 даже сохранялась концепция социализма как строя, не совместимого с частной собственностью, но было бы понимание того, что для строительства такого общества потребуется много лет. Тогда можно было бы, исходя из экономической целесообразности и соображений экономии сил и времени, находить оптимальные размеры привлечения иностранного капитала. Но руководство страны пошло другим пу-

тем. И хотя удалось без внешней помощи восстановить довоенный уровень производства, а затем провести индустриализацию, это было достигнуто путем 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 путем игнорирования запросов партнеров превращается в свою противоположность, фактически блокируя приток капиталов.

2.3. 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, т. е. либерализация цен, в начале 1992 г. привело к гиперинфляции. Большой рост цен обесценивал копившие многие годы сбережения большинства россиян в считанные дни и недели. Производящие предприятия, поменяв статус с государственного на частный, эффективнее работать не стали, зато оказались без оборотных средств. Главным направлением перестроенных 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 подверглась ослаблению, спаду. 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 экономических реформ через установление статуса 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 перестроить весь народнохозяйственный комплекс на рыночную основу, модернизировать экономику и укрепить ее социальную ориентацию, необходимы были огромные капиталовложения. Безусловно, при переходе от одной системы управления к другой появляется потребность в огромном количестве инвестиций. В условиях глубокого экономического кризиса российская экономика утратила все возможные источники вложения капитала. Капитальные вложения 1991–1994 гг. сократились на 2/3 и продолжали сокращаться. В этой сложной ситуации иностранные инвестиции являлись

одним из основных направлений 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. XX в. снизились в 6 раз, а уровень этих инвестиций составлял примерно 10 % ВВП и уступал развитым и быстро развивающимся странам, где этот показатель достигал 30 % и выше. При этом следует учесть, что ВВП в нашей стране за годы экономической реформы сократился в 2 раза и до сих пор является очень низким. Это не обеспечивало даже простое воспроизводство в России. Внутренний рынок России 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 в ходе экономической реформы 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 1980-х гг. Наибольший спад капиталовложений произошел в инновационных отраслях.

Более 60 % промышленного оборудования России нуждалось в срочной замене, обновления основных фондов не происходило. По уровню индустриального развития Россия переместилась из первого десятка в шестой десяток государств. Таким образом, если не обеспечить приток инвестиций в экономику, то через 3–4 года страна столкнется с массовым выходом из строя устаревших производственных фондов. Все это свидетельствовало о глубоком кризисе в инвестиционной сфере экономики страны, причины которого представлены ниже:

- во-первых, негативные тенденции, сложившиеся в 70–80-е гг. XX в. в экономике нашей страны;
- во-вторых, просчеты в государственной экономической политике 1990-х гг., приведшие к полной потере управляемости народным хозяйством;
- в-третьих, реформы привели к децентрализации управления инвестициями, демонтажу системы планирования, переходу к управлению на базе рыночных отношений;
- в-четвертых, в ходе приватизации был нанесен тяжелый удар по крупным предприятиям, на базе которых было создано 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 нет 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 составляет 0,3 %, в то время как в ней проживает 13 % ученых мира. Необходимо интенсивно наращивать инвестиции в инновационную сферу, которая в России за годы кризиса претерпела особо сильный спад. В нашей стране наблюдается слабое развитие постиндустриальных технологий. Вместе с тем в 1995–1998 гг. в промышленности задержана реализация 1 896 инновационных проектов, приостановлены или прекращены 1 098 проектов, а 1 447 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 наращивание инновационно-технологического обновления физически изношенного и обесцененного кризисом производственного аппарата. Таким образом, можно будет повысить конкурентоспособность отечественных товаропроизводителей, а для этого необходимы 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 структуре 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 хозяй-

ство, 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 сопровождается всеобщим ухудшением социально-экономического положения в стране и обуславливается 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 вызвано 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.

Инвестиционная деятельность занимает важное место в бизнесе организации, так как без нее становится невозможным не только развитие компании (увеличение объемов производства, выход на новые рынки и т. д.), но даже поддержание текущих позиций в долгосрочной и среднесрочной перспективе вследствие постоянного увеличения конкуренции, необходимости периодически осуществлять значительные капиталовложения для замещения выходящего из строя оборудования. К формированию и реализации инвестиционной политики акционерам и менеджменту компании стоит подходить максимально ответственно, так как правильная политика способна вывести компанию в лидеры своей отрасли и помочь долго сохранять это место, а ошибочная инвестиционная политика способна за считанные годы поставить в прошлом успешную компанию на грань выживания.

Контрольные вопросы

1. Дайте характеристику дореволюционного периода развития инвестиций в России.
2. Что означает процесс демополизации рынка капитала?
3. Что способствовало развитию первых акционерных коммерческих банков?
4. Каковы 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 на данном этапе развития инвестиций.
7. В чем заключается отличительная черта дореволюционного периода развития инвестиций?

8. Дайте краткую характеристику советского периода 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. Какие основные условия выполнялись в рамках привлечения иностранного капитала в советскую промышленность на концессионной основе?
15. Дайте краткую характеристику современного этапа развития инвестиций.
16. Назовите этапы реформирования экономики любой страны.
17. Какие задачи внешней инвестиционной политики ставились перед государством в 1991–1994 гг.?
18. Перечислите причины инвестиционного кризиса в конце 1990-х гг.
19. Какая модель развития инвестиционного бизнеса нужна российской экономике в рамках улучшения инвестиционного климата страны?
20. 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. – Москва : Дело, 1997. – 1008 с.

Голицын Ю. Частные инвесторы дореволюционной России / Ю. Голицын // Эксперт. – 2000. – № 14 [Электронный ресурс]. URL: https://expert.ru/expert/2000/14/14ex-cover-4_23769/ (дата обращения: 23.06.2020).

Динкевич А. И. Россия 90-х: системный кризис переходной экономики / А. И. Динкевич, М. А. Игнацкая // Деньги и кредит. – 1998. – № 8. – С. 45–58.

Колтынюк Б. А. Инвестиционное проектирование объектов социально-культурной сферы : учебник / Б. А. Колтынюк. – Санкт-Петербург : Изд-во В. А. Михайлова, 2000. – 430 с. – ISBN 5-8016-0190-2.

Нешиной А. С. Инвестиции : учебник / А. С. Нешиной. – 5-е изд., перераб. и доп. – Москва : Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2007. – 372 с. – ISBN 5-91131-168-2.

Плакин В. Кризис инвестиционной сферы российской экономики и пути его предотвращения / В. Плакин // Вопросы экономики. – 1996. – № 12 [Электронный ресурс]. URL: <https://socionet.ru/publication.xml?h=герес:rus:voprec:1996-12-0853> (дата обращения: 28.06.2020).

Фабоцци Фрэнк Дж. Управление инвестициями / Фрэнк Дж. Фабоцци при участии Т. Даниэля Коггина [и др.] ; пер. с англ. – Москва : ИНФРА-М, 2000. – 930 с. – (Университетский учебник). – ISBN 5-86225-864-7.

Финансово-кредитный энциклопедический словарь / колл. авторов ; под общ. ред. А. Г. Грязновой. – Москва : Финансы и статистика, 2002. – 1168 с. – ISBN 5-279-02303-X.

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

Раздел 2

ФИНАНСИРОВАНИЕ
И ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ
ИНВЕСТИЦИОННЫХ
ПРОЕКТОВ

Глава 3

ФИНАНСИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

3.1. Источники финансирования инвестиционных проектов

Согласно ст. 1 ФЗ «Об инвестиционной деятельности в РФ, осуществляемой в форме капитальных вложений» инвестиционный проект – это обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимая проектная документация, разработанная в соответствии с законодательством Российской Федерации, а также описание практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план). Данное определение затрудняет использование важных терминов и характеристик инвестиционного проекта. Исходя из этого, сложно, например, ввести такие основополагающие понятия, как «эффективность инвестиционного проекта», «денежные потоки инвестиционного проекта», «окупаемость инвестиционного проекта» и т. д. Поэтому в инвестиционной теории и практике термин «инвестиционный проект» обычно применялся как комплекс действий (работ, услуг, управленческих решений), направленных на достижение поставленной цели. В нормативно-правовом поле определение, близкое этому, появилось совсем недавно в ФЗ «О защите и поощрении капитальных вложений в Российской Федерации» от 01.04.2020 г. № 69-ФЗ, где инвестиционный проект описывается как ограниченный по времени осуществления и затрачиваемым ресурсам комплекс взаимосвязанных мероприятий и процессов, направленный на создание (строительство) и последующую эксплуатацию новых либо модернизацию и (или) реконструкцию и последующую эксплуатацию существующих объектов недвижимого имущества и (или) комплекса объектов движимого и недвижимого имущества, связанных между собой, и (или) на создание и использование результатов интеллектуальной деятельности и (или) средств индивидуализации в целях извлечения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта, в том числе предотвращения или минимизации негативного влияния на окружающую среду.

Разнообразие целей, объектов и форм реального инвестирования в рыночной экономике обуславливает разнообразие классификационных признаков инвестиционных проектов. Некоторые из них представлены на рис. 15.

Как независимые, проекты рассматриваются тогда, когда решение о принятии одного проекта не влияет на решение о принятии другого проекта.

Альтернативными (взаимоисключающими) считаются проекты, когда два или более анализируемых проекта не могут быть реализованы одновременно. Так, на конкретном участке земли может быть построен либо производственный цех, либо стоянка для автомобилей. При этом принятие одного из проектов делает невозможным реализацию другого.



Рис. 15. Классификация инвестиционных проектов

К комплементарным относят проекты, если принятие одного проекта приводит к росту доходов по другим проектам. В качестве примера комплементарных проектов можно рассмотреть первоначальный проект по производству оконных рам из пластика и вторичный проект по производству стекол. Вероятнее всего, пластиковые оконные рамы будут иметь более высокий потребительский спрос при наличии стекол.

Проекты связаны между собой отношениями замещения, когда принятие нового проекта приводит к некоторому снижению доходов по одному или нескольким уже действующим проектам. Рассмотрим такой пример. Планируется к реализации инвестиционный проект – небольшой завод по производству электрооборудования. Потребители будут с большей долей вероятности приобретать этот товар, зная, что на заводе существует цех гарантийного ремонта. И в этой связи приходится реализовывать второй инвестиционный проект – цех гарантийного ремонта, за счет чего снижается реализация вновь произведенного оборудования и, как следствие, доходы по первоначальному проекту (завод по производству электрооборудования). В целом такая политика способствует тому, что потребители остаются лояльными к самому товару.

Глобальные проекты – это такие проекты, реализация которых существенно влияет на экономическую, социальную или экологическую ситуацию во всем мире или в группе стран. Примеры: строительство трансконтинентальных нефте- и газопроводов, строительство железнодорожного транзита и т. д.

Народнохозяйственные проекты оказывают влияние на страну в целом или на отдельные регионы (общефедеральные автодороги, крупные электростанции и т. д.).

Крупномасштабные проекты охватывают отдельные отрасли или крупные территориальные образования (субъект Федерации, город, район). В качестве примеров таких проектов можно привести строительство крупных предприятий, мостов, региональных информационных систем и др.

К локальным инвестиционным проектам относят проекты, действие которых ограничивается рамками одного предприятия (модернизация оборудования в рамках конкретного цеха на предприятии, техническое перевооружение всего завода и т. п.).

Что касается сроков реализации инвестиционных проектов, то в данном случае градация такая же, как и в целом для реальных инвестиций.

В отношении классификационного признака «цели вложения капитала» отдельных пояснений не требуется, так как особенности таких целей очевидны из самой классификации на рис. 15.

В зависимости от видов (классификационных признаков) инвестиционных проектов дифференцируются требования к их разработке и используются различные источники их финансирования. Российская экономика постепенно эволюционирует в сторону западной модели финансирования роста, при этом наличие источников финансирования инвестиционных проектов в настоящее время является одной из главных проблем в инвестиционной деятельности. С переходом России на рыночные отношения наблюдается острый дефицит источников финансирования. Источники финансирования реальных инвестиций представляют собой денежные средства, которые преобразуются в инвестиционные ресурсы. В общем виде их подразделяют на внутренние (собственный капитал) и внешние (привлеченный и заемный капитал).

Финансирование инвестиционных проектов может осуществляться как из одного, так и из нескольких источников. В целом все источники финансирования подразделяют также 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.

С точки зрения статистического подхода в оценке инвестиций и инвестиционной деятельности выделяют следующие источники финансирования:

- собственные средства (амортизация и прибыль, остающаяся в распоряжении организации);
- привлеченные средства (кредиты банков, в том числе иностранных, заемные средства других организаций, бюджетные средства и др.).

Более подробная аналитическая информация представлена в табл. 10.

Т а б л и ц а 10
Инвестиции в основной капитал в Российской Федерации по источникам финансирования¹

Показатели	2015	2016	2017	2018
Инвестиции в основной капитал – всего, в млрд руб.	10 496,3	11 282,5	12 262,2	13 618,0
В том числе по источникам финансирования:				
– собственные средства (амортизация и прибыль)	5 271,1	5 750,7	6 290,7	7 231,1
– привлеченные средства	5 225,2	5 531,8	5 971,5	6 386,9
Из них:				
– кредиты банков	849,9	1 174,5	1 370,1	1 527,9
– в том числе кредиты иностранных банков	183,5	329,4	665,1	604,6
– заемные средства других организаций	701,0	674,4	662,9	582,8
– инвестиции из-за рубежа	120,4	86,7	95,8	86,6
– бюджетные средства	1 922,7	1 856,7	2 003,4	2 085,8
В том числе:				
– средства федерального бюджета	1 185,7	1 048,6	1 046,3	1 032,7
– средства бюджетов субъектов Российской Федерации	600,3	681,3	824,5	902,0
– средства местных бюджетов	136,7	126,8	132,6	151,1
– средства государственных внебюджетных фондов	27,3	27,8	24,5	27,5
– средства организаций и населения на доленое строительство	334,3	340,7	400,0	476,6
– в том числе средства населения	252,3	264,6	303,7	338,3

¹ Составлено по: Росстат : [сайт]/ URL: http://old.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/investment/nonfinancial/# (дата обращения: 23.06.2020).

Продолжение табл. 10

Показатели	2015	2016	2017	2018
– прочие	1 269,6	1 371,0	1 414,8	1 599,7
В том числе:	...	...	...	...
– средства вышестоящих организаций	...	...	...	...
– средства от выпуска корпоративных облигаций	...	...	...	...
– средства от эмиссии акций ²	...	...	...	...
Инвестиции в основной капитал – всего, в % к итогу	100,0	100,0	100,0	100,0
В том числе по источникам финансирования:				
– собственные средства	50,2	51,0	51,3	53,1
– привлеченные средства	49,8	49,0	48,7	46,9
Из них:				
– кредиты банков	8,1	10,4	11,2	11,2
– в том числе кредиты иностранных банков	1,7	2,9	5,4	4,4
– заемные средства других организаций	6,7	6,0	5,4	4,3
– инвестиции из-за рубежа	1,1	0,8	0,8	0,6
– бюджетные средства	18,3	16,4	16,3	15,3
В том числе:				
– средства федерального бюджета	11,3	9,3	8,5	7,6
– средства бюджетов субъектов Российской Федерации	5,7	6,0	6,7	6,6

² Средства вышестоящих организаций, средства от выпуска корпоративных облигаций и средства от эмиссии акций учитываются в других формах статистической отчетности.

Окончание табл. 10

Показатели	2015	2016	2017	2018
– средства местных бюджетов	1,3	1,1	1,1	1,1
– средства государственных внебюджетных фондов	0,3	0,2	0,2	0,2
– средства организаций и населения на долевое строительство	3,2	3,0	3,3	3,5
– в том числе средства населения	2,4	2,3	2,5	2,5
– прочие	12,1	12,2	11,5	11,8
В том числе:				
– средства вышестоящих организаций	...	...	...	...
– средства от выпуска корпоративных облигаций	...	...	...	...
– средства от эмиссии акций	...	...	...	...

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.

Наличие собственных средств финансирования инвестиционных проектов свидетельствует о хорошем финансовом состоянии предприятия и создает определенные преимущества перед конкурентами. Амортизация основного капитала представляет собой сложное экономическое явление. Она выполняет три важнейшие функции:

- определение текущей оценки изношенной части основных средств;
- распределение на стоимость готовой продукции затрат, основных средств;
- накопление 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 производства отчислений, в расчет которого берется повышение темпов морального старения оборудования в результате научно-технического прогресса (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.

Амортизируемым имуществом в РФ, согласно Налогового кодекса, признаются:

- имущество;
- результаты интеллектуальной деятельности;
- иные объекты интеллектуальной собственности, которые находятся у налогоплательщика на праве собственности (если иное не предусмотрено НК РФ) и используются им для извлечения дохода.

Амортизируемым имуществом признаются: имущество, результаты интеллектуальной деятельности и иные объекты интеллектуальной собственности со сроком полезного использования более 12 месяцев и первоначальной стоимостью более 100 000 руб. Амортизируемым имуществом признаются также капитальные вложения в предоставленные в аренду объекты основных средств в форме

неотделимых улучшений, произведенных арендатором с согласия арендодателя, капитальные вложения в предоставленные по договору безвозмездного пользования объекты основных средств в форме неотделимых улучшений, произведенных организацией-ссудополучателем с согласия организации-ссудодателя.

Амортизируемое имущество, полученное организацией от собственника имущества или созданное в соответствии с законодательством Российской Федерации об инвестиционных соглашениях в сфере деятельности по оказанию коммунальных услуг или законодательством Российской Федерации о концессионных соглашениях, подлежит амортизации у данной организации в течение срока действия инвестиционного соглашения или концессионного соглашения в порядке, установленном настоящей главой.

Не подлежат амортизации земля и иные объекты природопользования (вода, недра и другие природные ресурсы), а также материально-производственные запасы, товары, объекты незавершенного капитального строительства, ценные бумаги, производные финансовые инструменты (в том числе форвардные, фьючерсные контракты, опционные контракты).

Не подлежат амортизации следующие виды амортизируемого имущества:

1) имущество бюджетных организаций, за исключением имущества, приобретенного в связи с осуществлением предпринимательской деятельности и используемого для осуществления такой деятельности;

2) имущество некоммерческих организаций, полученное в качестве целевых поступлений или приобретенное за счет средств целевых поступлений и используемое для осуществления некоммерческой деятельности;

3) имущество, приобретенное (созданное) за счет бюджетных средств целевого финансирования. Указанная норма не применяется в отношении имущества, полученного налогоплательщиком при приватизации;

4) объекты внешнего благоустройства (объекты лесного хозяйства, объекты дорожного хозяйства, сооружение которых осуществлялось с привлечением источников бюджетного или иного аналогичного целевого финансирования, специализированные сооружения судоходной обстановки) и другие аналогичные объекты;

5) приобретенные издания (книги, брошюры и иные подобные объекты), произведения искусства. При этом стоимость приобретенных изданий и стоимость культурных ценностей, приобретенных музеями, являющимися бюджетными учреждениями, в Музейный фонд Российской Федерации, включаются в состав прочих расходов, связанных с производством и реализацией, в полной сумме в момент приобретения указанных объектов;

6) приобретенные права на результаты интеллектуальной деятельности и иные объекты интеллектуальной собственности, если по договору на приобретение указанных прав оплата должна производиться периодическими платежами в течение срока действия указанного договора;

7) объекты основных средств, в отношении которых налогоплательщик использовал право на применение инвестиционного налогового вычета, с учетом особенностей, установленных ст. 286.1, п. 7 НК РФ;

8) имущество, созданное в результате работ, по переносу, переустройству объектов основных средств, принадлежащих налогоплательщику на праве собственности или оперативного управления, выполненных сторонними организациями в связи с созданием или реконструкцией иного объекта (объектов) капитального строительства либо линейных объектов государственной или муниципальной собственности, финансируемых полностью или частично за счет средств бюджетов бюджетной системы Российской Федерации;

9) медицинские изделия, расходы на приобретение которых учтены налогоплательщиком в соответствии с п.п. 48.12 п. 1 ст. 264 НК РФ³.

Следует отметить, что под основными средствами в целях амортизации понимается часть имущества, используемого в качестве средств труда для производства и реализации товаров (выполнения работ, оказания услуг) или для управления организацией первоначальной стоимостью более 100 000 руб. Первоначальная стоимость основного средства определяется как сумма расходов на его:

– приобретение (а в случае, если основное средство получено налогоплательщиком безвозмездно либо выявлено в результате инвентаризации, – как сумма, в которую оценено такое имущество в соответствии с требованиями п. 8 и 20 ст. 250 НК РФ);

– сооружение;

– изготовление;

– доставку;

– доведение до состояния, в котором оно пригодно для использования, за исключением налога на добавленную стоимость и акцизов, кроме случаев, предусмотренных НК РФ.

В целях начисления амортизации нематериальными активами признаются приобретенные и (или) созданные налогоплательщиком результаты интеллектуальной деятельности и иные объекты интеллектуальной собственности (исключительные права на них), используемые в производстве продукции (выполнении работ, оказании услуг) или для управленческих нужд организации в течение длительного времени (продолжительностью свыше 12 месяцев).

Для признания нематериального актива необходимо наличие способности приносить налогоплательщику экономические выгоды (доход), а также наличие надлежаще оформленных документов, подтверждающих существование самого нематериального актива и (или) исключительного права у налогоплательщика на результаты интеллектуальной деятельности (в том числе патенты, свидетельства, другие охранные документы, договор уступки (приобретения) патента, товарного знака).

К нематериальным активам, в частности, относятся:

1) исключительное право патентообладателя на изобретение, промышленный образец, полезную модель;

³ Налоговый кодекс РФ. Ст. 256 [Электронный ресурс]. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_28165/df53ee1751d3e93dbf8c0d34076675da18a2fd06/ (дата обращения: 28.06.2020).

- 2) исключительное право автора и иного правообладателя на использование программы для ЭВМ, базы данных;
- 3) исключительное право автора или иного правообладателя на использование топологии интегральных микросхем;
- 4) исключительное право на товарный знак, знак обслуживания, наименование места происхождения товаров и фирменное наименование;
- 5) исключительное право патентообладателя на селекционные достижения;
- 6) владение «ноу-хау», секретной формулой или процессом, информацией в отношении промышленного, коммерческого или научного опыта;
- 7) исключительное право на аудиовизуальные произведения⁴.

Первоначальная стоимость амортизируемых нематериальных активов определяется как сумма расходов на их приобретение (создание) и доведение их до состояния, в котором они пригодны для использования, за исключением налога на добавленную стоимость и акцизов, кроме случаев, предусмотренных Налоговым кодексом.

Все амортизируемое имущество распределяется по амортизационным группам в соответствии со сроками его полезного использования. Сроком полезного использования признается период, в течение которого объект основных средств или объект нематериальных активов служит для выполнения целей деятельности налогоплательщика. Срок полезного использования определяется налогоплательщиком самостоятельно на дату ввода в эксплуатацию данного объекта амортизируемого имущества в соответствии с положениями НК РФ и с учетом классификации основных средств, утверждаемой Правительством Российской Федерации.

Налогоплательщик вправе увеличить срок полезного использования объекта основных средств после даты ввода его в эксплуатацию в случае, если после реконструкции, модернизации или технического перевооружения такого объекта увеличился срок его полезного использования. При этом увеличение срока полезного использования основных средств может быть осуществлено в пределах сроков, установленных для той амортизационной группы, в которую ранее было включено такое основное средство.

Следует отметить, что российское законодательство особое внимание уделяет особенностям амортизации капитальных вложений в арендованные объекты основных средств, а также амортизации капитальных вложений в объекты полученных по договору безвозмездного пользования основных средств.

Все амортизируемое имущество предприятия объединяется в следующие амортизационные группы:

- первая группа – все недолговечное имущество со сроком полезного использования от 1 года до 2 лет включительно;
- вторая группа – имущество со сроком полезного использования свыше 2 лет до 3 лет включительно;

⁴ Налоговый кодекс РФ. Ст. 257.

- третья группа – имущество со сроком полезного использования свыше 3 лет до 5 лет включительно;
- четвертая группа – имущество со сроком полезного использования свыше 5 лет до 7 лет включительно;
- пятая группа – имущество со сроком полезного использования свыше 7 лет до 10 лет включительно;
- шестая группа – имущество со сроком полезного использования свыше 10 лет до 15 лет включительно;
- седьмая группа – имущество со сроком полезного использования свыше 15 лет до 20 лет включительно;
- восьмая группа – имущество со сроком полезного использования свыше 20 лет до 25 лет включительно;
- девятая группа – имущество со сроком полезного использования свыше 25 лет до 30 лет включительно;
- десятая группа – имущество со сроком полезного использования свыше 30 лет⁵.

Нематериальные активы включаются в амортизационные группы исходя из срока полезного использования, определенного в соответствии со ст. 258, п. 2 НК РФ. Для тех видов основных средств, которые не указаны в амортизационных группах, срок полезного использования устанавливается налогоплательщиком в соответствии с техническими условиями или рекомендациями изготовителей.

Процесс начисления амортизации строго регламентирован законодательством РФ, которое предоставляет налогоплательщику права выбора линейного либо нелинейного метода амортизации⁶. При этом метод начисления амортизации устанавливается налогоплательщиком самостоятельно применительно ко всем объектам амортизируемого имущества (за исключением объектов, амортизация по которым начисляется линейным методом в соответствии с Налоговым кодексом) и отражается в учетной политике для целей налогообложения. Изменение метода начисления амортизации допускается с начала очередного налогового периода. При этом налогоплательщик вправе менять метод начисления амортизации не чаще одного раза в пять лет.

Вне зависимости от установленного налогоплательщиком в учетной политике для целей налогообложения метода начисления амортизации линейный метод начисления амортизации применяется в отношении зданий, сооружений, передаточных устройств, нематериальных активов, входящих в восьмую-десятую амортизационные группы, независимо от срока ввода в эксплуатацию соответствующих объектов, а также амортизируемых основных средств, используемых налогоплательщиками, указанными в ст. 275.2, п. 1 Налогового кодекса, исключительно при осуществлении деятельности, связанной с добычей углеводородного сырья на новом морском месторождении углеводородного сырья.

⁵ В соответствии с требованиями ст. 258 НК РФ классификация основных средств, включаемых в амортизационные группы, утверждается Правительством Российской Федерации.

⁶ Налоговый кодекс РФ. Ст. 259.

В отношении прочих объектов амортизируемого имущества независимо от срока введения объектов в эксплуатацию применяется только метод начисления амортизации, установленный налогоплательщиком в учетной политике для целей налогообложения.

Следует отметить, что организации, осуществляющие деятельность в области информационных технологий, имеют право не применять установленный настоящей статьей порядок амортизации в отношении электронно-вычислительной техники. На театры, музеи, библиотеки и концертные организации, являющиеся бюджетными учреждениями, также распространяется аналогичное право, за исключением объектов недвижимого имущества.

Рассмотрим более подробно порядок расчета сумм амортизации при применении линейного метода начисления амортизации, определенный Налоговым кодексом РФ. В случае установления налогоплательщиком в учетной политике предприятия для целей налогообложения линейного метода начисления амортизации, а также при применении линейного метода начисления амортизации в отношении некоторых объектов амортизируемого имущества⁷, сумма начисленной за один месяц амортизации в отношении объекта амортизируемого имущества определяется как произведение его первоначальной (восстановительной) стоимости и нормы амортизации, определенной для данного объекта.

Норма амортизации по каждому объекту амортизируемого имущества определяется по формуле

$$K = \frac{1}{n} \times 100 \%, \quad (1)$$

где K – норма амортизации в процентах к первоначальной (восстановительной) стоимости объекта амортизируемого имущества;

n – срок полезного использования данного объекта амортизируемого имущества, выраженный в месяцах (без учета сокращения (увеличения) срока)⁸.

Порядок расчета сумм амортизации при применении нелинейного метода начисления амортизации выглядит следующим образом. На 1-е число налогового периода, с начала которого учетной политикой для целей налогообложения установлено применение нелинейного метода начисления амортизации, для каждой амортизационной группы (подгруппы) определяется суммарный баланс, который рассчитывается как суммарная стоимость всех объектов амортизируемого имущества, отнесенных к данной амортизационной группе (подгруппе)⁹.

В дальнейшем суммарный баланс каждой амортизационной группы (подгруппы) определяется на 1-е число месяца, для которого определяется сумма начисленной амортизации. При этом для амортизационных групп и входящих в их состав подгрупп суммарный баланс определяется без учета объектов амортизируе-

⁷ В соответствии со ст. 259, п. 3 НК РФ.

⁸ Согласно правилам ст. 259.1 НК РФ.

⁹ Расчет производится в порядке, установленном ст. 322 НК РФ с учетом положений ст. 259.2.

мого имущества, амортизация по которым начисляется линейным методом в соответствии со ст. 259, п. 3 НК РФ.

По мере ввода в эксплуатацию объектов амортизируемого имущества первоначальная стоимость таких объектов увеличивает суммарный баланс соответствующей амортизационной группы (подгруппы). При этом первоначальная стоимость подобных объектов включается в суммарный баланс соответствующей амортизационной группы (подгруппы) с 1-го числа месяца, следующего за месяцем, когда они были введены в эксплуатацию. В случае изменения первоначальной стоимости основных средств в результате достройки, дооборудования, реконструкции, модернизации, технического перевооружения, частичной ликвидации объектов суммы, на которые изменяется первоначальная стоимость указанных объектов, учитываются в суммарном балансе соответствующей амортизационной группы (подгруппы). Суммарный баланс каждой амортизационной группы (подгруппы) ежемесячно уменьшается на суммы начисленной по этой группе (подгруппе) амортизации, а сумма начисленной за один месяц амортизации для каждой амортизационной группы (подгруппы) определяется исходя из произведения суммарного баланса соответствующей амортизационной группы (подгруппы) на начало месяца и норм амортизации, установленных настоящей статьей, по следующей формуле:

$$A = B \times \frac{k}{100}, \quad (2)$$

где A – сумма начисленной за один месяц амортизации для соответствующей амортизационной группы (подгруппы);

B – суммарный баланс соответствующей амортизационной группы (подгруппы);

k – норма амортизации для соответствующей амортизационной группы (подгруппы). Нормы амортизации указаны в табл. 11.

При выбытии объектов амортизируемого имущества суммарный баланс соответствующей амортизационной группы (подгруппы) уменьшается на остаточную стоимость таких объектов. В случае, если в результате выбытия амортизируемого имущества суммарный баланс соответствующей амортизационной группы (подгруппы) был уменьшен до достижения суммарным балансом нуля, такая амортизационная группа (подгруппа) ликвидируется. В случае, если суммарный баланс амортизационной группы (подгруппы) становится менее 20 000 руб., в месяце, следующем за месяцем, когда указанное значение было достигнуто, если за это время суммарный баланс соответствующей амортизационной группы (подгруппы) не увеличился в результате ввода в эксплуатацию объектов амортизируемого имущества, налогоплательщик вправе ликвидировать указанную группу (подгруппу), при этом значение суммарного баланса относится на внереализационные расходы текущего периода.

По истечении срока полезного использования объекта амортизируемого имущества, определенного в соответствии со ст. 258 Налогового кодекса, налогоплательщик может исключить данный объект из состава амортизационной группы

Т а б л и ц а 11

**Нормы амортизации в целях применения
нелинейного метода начисления амортизации¹⁰**

Амортизационная группа	Норма амортизации (месячная)
Первая	14,3
Вторая	8,8
Третья	5,6
Четвертая	3,8
Пятая	2,7
Шестая	1,8
Седьмая	1,3
Восьмая	1,0
Девятая	0,8
Десятая	0,7

(подгруппы) без изменения суммарного баланса этой амортизационной группы (подгруппы) на дату вывода этого объекта амортизируемого имущества из ее состава. При этом начисление амортизации исходя из суммарного баланса данной амортизационной группы (подгруппы) продолжается в порядке, установленном настоящей статьей.

Для целей настоящего пункта срок полезного использования объектов амортизируемого имущества, введенных в эксплуатацию до 1-го числа налогового периода, с начала которого учетной политикой для целей налогообложения установлено применение нелинейного метода начисления амортизации, принимается с учетом срока эксплуатации соответствующих объектов до указанной даты.

В России с 1994 г. введен механизм ускоренной амортизации или так называемые специальные коэффициенты к норме амортизации. Такой механизм позволяет предприятиям существенно увеличивать суммы амортизационных отчислений и направлять их на обновление основных фондов.

Ускоренная амортизация оказывает влияние на инвестиции по следующим каналам:

- 1) увеличивает общую сумму амортизационных отчислений в начальный период эксплуатации основного капитала;
- 2) ускоряет оборот основного капитала и соответственно снижает степень риска долгосрочных вложений;

¹⁰ Составлено по: Налоговый кодекс РФ. Ст. 259.2.

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.

На сегодняшний день применение повышающих коэффициентов к норме амортизации регламентируется Налоговым кодексом РФ, согласно которому налогоплательщики вправе применять к основной норме амортизации специальный коэффициент, но не выше 2:

1) в отношении амортизируемых основных средств, используемых для работы в условиях агрессивной среды и (или) повышенной сменности;

2) в отношении собственных амортизируемых основных средств налогоплательщиков – сельскохозяйственных организаций промышленного типа (птицефабрики, животноводческие комплексы, зверосовхозы, тепличные комбинаты);

3) в отношении собственных амортизируемых основных средств налогоплательщиков – организаций, имеющих статус резидента промышленно-производственной или туристско-рекреационной особой экономической зоны либо участника свободной экономической зоны;

4) в отношении амортизируемых основных средств, относящихся к объектам (за исключением зданий), имеющим высокую энергетическую эффективность, в соответствии с перечнем таких объектов, установленным Правительством Российской Федерации, или к объектам (за исключением зданий), имеющим высокий класс энергетической эффективности, если в отношении таких объектов в соответствии с законодательством Российской Федерации предусмотрено определение классов их энергетической эффективности;

5) в отношении амортизируемых основных средств, относящихся к основному технологическому оборудованию, эксплуатируемому в случае применения наилучших доступных технологий, согласно утвержденному Правительством Российской Федерации перечню основного технологического оборудования;

6) в отношении амортизируемых основных средств, включенных в первую-седьмую амортизационные группы и произведенных в соответствии с условиями специального инвестиционного контракта. Порядок отнесения амортизируемых основных средств к произведенным в соответствии с условиями специального инвестиционного контракта определяется Правительством Российской Федерации.

Налогоплательщики вправе применять к основной норме амортизации специальный коэффициент, но не выше 3:

1) в отношении амортизируемых основных средств, являющихся предметом договора финансовой аренды (договора лизинга), налогоплательщиков, у которых данные основные средства должны учитываться в соответствии с условиями договора финансовой аренды (договора лизинга);

2) в отношении амортизируемых основных средств, используемых только для осуществления научно-технической деятельности;

3) в отношении амортизируемых основных средств, используемых налогоплательщиками, указанными в Налоговом кодексе РФ, исключительно при осуществлении деятельности, связанной с добычей углеводородного сырья на новом морском месторождении углеводородного сырья.

4) в отношении амортизируемых основных средств, используемых в сфере водоснабжения и водоотведения, по перечню, установленному Правительством Российской Федерации¹¹.

Таким образом, очевидно, что государство должно стимулировать применение ускоренной амортизации в качестве инструмента эффективного стимулирования инвестиционной деятельности.

Преимущество амортизационных отчислений как источника инвестиций, по сравнению с другими источниками, 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 важных функции развития предприятий:

- ожидаемая прибыль является основой принятия инвестиционных решений;
- полученная прибыль выступает мерилем успеха деятельности предприятий.

Данные функции взаимосвязаны между собой и составляют основу оценки эффективности инвестиций.

По укрупненным позициям привлеченные источники финансирования инвестиций, как видно из табл. 10, включают в себя кредиты банков, заемные средства других организаций, инвестиции из-за рубежа, бюджетные средства, средства государственных внебюджетных фондов, средства организаций и населения на долевое строительство и прочие источники.

Возврат привлеченных 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 может быть требование залога, гарантий третьих лиц или административных органов, контроль над хозяйственной деятельностью заемщика и т. д.

Российский опыт свидетельствует о том, что кредитование предприятий и сферы материально-технического производства не всегда входит в круг интересов банковских структур. Еще менее банки склонны заниматься поиском и отбором инвестиционных проектов. Высокие банковские проценты за кредитные ресур-

¹¹ Налоговый кодекс РФ. Ст. 259.3.

сы не позволяют многим компаниям, особенно малого и среднего бизнеса, пользоваться этим направлением финансирования инвестиционных проектов.

Заемные средства, полученные в долг от других организаций, могут быть привлечены в оборот на условиях платности и возвратности, и такая возможность предусмотрена ГК РФ.

Особенностям иностранных инвестиций будет посвящена отдельная глава учебника, поэтому в данном случае отметим лишь безусловную важность данного инструмента в рамках любой современной экономики.

Что касается бюджетного финансирования инвестиционных проектов, то оно, как правило, реализуется посредством:

- финансирования в рамках Федеральных адресных инвестиционных программ (ФАИП);
- ведомственных целевых программ и региональных инвестиционных фондов, возможность создания которых предусмотрена Бюджетным кодексом РФ;
- инвестиций в уставные капиталы действующих или вновь создаваемых предприятий;
- бюджетных кредитов (в том числе инвестиционного налогового кредита);
- предоставления гарантий и субсидий¹².

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 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 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.

Средства государственных внебюджетных фондов, как правило, используются в качестве инвестиционных ресурсов для социально-ориентированных инвес-

¹² Бюджетный кодекс РФ. Ст. 179 [Электронный ресурс]. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19702/71ca40dc63d9a84157b4afc7189f705a813d8a56/ (дата обращения: 28.06.2020).

тиционных проектов. К числу таких фондов можно отнести дорожный фонд, фонд развития¹³.

Средства организаций и населения привлекаются застройщиками жилых домов на условиях долевого строительства, которое в наиболее общем виде также может рассматриваться в качестве объекта для инвестирования.

К числу прочих источников финансирования инвестиционных проектов в контексте статистического учета относят средства вышестоящих организаций, средства от выпуска корпоративных облигаций и средства компаний от эмиссии акций.

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. Преимущества и недостатки основных источников финансирования реальных инвестиций: собственного и заемного капитала показаны в табл. 12. Влияние преимуществ и недостатков некоторых видов финансирования реальных инвестиций на факторы успеха или роста представлено в прил. 6.

Т а б л и ц а 12

**Преимущества и недостатки собственного и привлеченного капитала
при финансировании реальных инвестиций**

Источник финансирования	Преимущества	Недостатки
Собственный капитал	<ol style="list-style-type: none"> 1. Легкость, доступность и быстрота мобилизации. 2. Снижение риска неплатежеспособности и банкротства. 3. Сохранение собственности и управления учредителей 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Ограниченность объема привлечения, а следовательно, и возможностей существенного расширения инвестиционной деятельности предприятия в период благоприятной конъюнктуры рынка. 2. Отвлечение собственных средств от хозяйственного оборота. 3. Ограниченность независимого контроля за использованием средств со стороны третьих лиц, например, банка
Привлеченный капитал	<ol style="list-style-type: none"> 1. Достаточно широкие возможности привлечения, особенно при высоком 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Использование этого капитала генерирует наиболее опасные инвестиционные риски в хозяйственной деятельности предприятия –

¹³ Бюджетный кодекс РФ. Ст. 195.4, 195.5.

О к о н ч а н и е т а б л. 12

Источник финансирования	Преимущества	Недостатки
	<p>кредитном рейтинге предприятия, наличии залога или гарантии поручителя.</p> <p>2. Наличие независимого контроля за эффективностью использования инвестиционных ресурсов.</p> <p>3. Более низкая стоимость в сравнении с собственным капиталом за счет обеспечения эффекта «налогового щита» (изъятия затрат на его обслуживание из налогооблагаемой базы при уплате налога на прибыль)</p>	<p>риск снижения финансовой устойчивости и потери платежеспособности.</p> <p>2. Активы, сформированные за счет заемного капитала, генерируют меньшую норму прибыли, которая снижается на сумму выплаченного процента за кредит.</p> <p>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.</p> <p>4. Сложность процедуры привлечения (так как предоставление кредитных ресурсов зависит от решения кредиторов, требует в ряде случаев соответствующих сторонних гарантий или залога)</p>

3.2. Современные методы и формы финансирования инвестиционных проектов

Следует различать понятия «источники финансирования инвестиционных проектов», «методы финансирования инвестиционных проектов» и «формы финансирования инвестиционных проектов». Источники финансирования – это денежные средства, которые могут использоваться в качестве инвестиционных ресурсов. Методы финансирования – особые механизмы привлечения инвестиционных ресурсов с целью финансирования инвестиционного процесса. Под формой финансирования инвестиций понимается внешнее проявление того или иного метода (рис. 16).

В экономической литературе существуют различные взгляды на вопрос о составе методов финансирования реальных инвестиций. Вместе с тем большинство исследователей сходятся во мнении, что целесообразно рассматривать, и на практике применяют следующие методы:

- самофинансирование;
- долевое (акционерное) финансирование;
- заемное (долговое) финансирование;
- лизинг;
- венчурное финансирование;



Рис. 16. Источники, методы и формы финансирования инвестиционных проектов

- проектное финансирование;
- государственное финансирование;

В последнее время в мировой практике все активнее используется так называемое альтернативное финансирование с использованием инвестиционных цифровых платформ (краудфинансирование, краудфандинг).

Каждый из используемых методов финансирования обладает определенными достоинствами и недостатками, а 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 финансирования инвестиционного проекта 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. 17). Проанализируем некоторые из них более подробно.

Самофинансирование заключается в том, что после исключения из прибыли и уплаты налогов и других обязательных платежей в бюджет все остальные денежные ресурсы остаются в распоряжении предприятия. При самофинансировании



Рис. 17. Классификация форм и методов финансирования инвестиционных проектов

за счет собственных источников обеспечивается расширенное воспроизводство, а также решение социальных задач предприятия. Вместе с тем в связи с тем, что объем собственных источников компании ограничен, такой метод может быть использован для локальных инвестиционных проектов.

Для финансирования более масштабных инвестиционных проектов компании используют другие методы, к числу которых следует отнести метод долевого

(акционерного) финансирования, который в мировой практике является основной формой привлечения инвестиционных ресурсов.

Формами привлечения инвестиционных ресурсов в рамках акционерного финансирования является эмиссия обыкновенных и привилегированных акций. В соответствии с российским законодательством номинальная стоимость размещенных привилегированных акций общества не должна превышать 25 % от уставного капитала общества¹⁴.

Считается, что эмиссия привилегированных акций как форма акционерного финансирования – более дорогой источник, чем эмиссия обыкновенных акций. Данное обстоятельство является следствием экономико-правовой природы привилегированных и обыкновенных акций. Дело в том, что акционеры – владельцы привилегированных акций общества не имеют права голоса на общем собрании акционеров (за исключением ряда случаев, установленных законом). При этом акционеры наделяются правом гарантированного получения дивиденда, размер которого определяется уставом акционерного общества. В соответствии с российским законодательством размер дивиденда определяется в уставе компании в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости привилегированных акций. Размер дивиденда считается также определенным, если уставом установлен порядок его определения или минимальный размер дивиденда, в том числе в процентах от чистой прибыли общества. При этом размер дивиденда не считается определенным в случае, если в уставе общества указан только его максимальный размер¹⁵. Такая норма позволяет гарантировать права владельцев привилегированных акций, исключая возможность выплаты дивидендов по обыкновенным акциям в большем объеме, чем по привилегированным.

В отличие от владельцев привилегированных акций, владельцы обыкновенных акций наделяются правом на участие в общем собрании акционеров, при этом гарантированное право на получение дивидендов у них отсутствует.

Таким образом, очевидно, что наличие обязательства компании-эмитента, выпускающего на рынок привилегированные акции, выплачивать дивиденды, в отличие от отсутствия такого обязательства по обыкновенным акциям, делает эмиссию привилегированных акций более дорогим инструментом привлечения финансирования.

К основным преимуществам акционерного метода финансирования инвестиционных проектов относят следующие:

- выплаты за пользование привлеченными ресурсами (в случае обыкновенных акций) 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;

¹⁴ Об акционерных обществах (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2020 г.) : Федеральный закон от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ (ред. от 04.11.2019 г., с изм. от 07.04.2020 г.). Ст. 25.

¹⁵ Там же. Ст. 32.

– 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 после завершения размещения выпуска акций, а это требует времени, дополнительных расходов, доказательств финансовой устойчивости предприятия, информационной прозрачности и др. Процедура дополнительной эмиссии акций сопряжена с регистрацией выпуска ценных бумаг в Банке России, 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.

Наиболее часто метод долгового или заемного финансирования реализуется посредством кредитного финансирования и выпуска облигаций.

Кредиты банков выступают как одна из наиболее распространенных 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. К формам кредитного инвестиционного финансирования относят:

- инвестиционные кредиты;
- синдицированные кредиты;
- ипотечные кредиты.

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 на основе составления соответствующего кредитного соглашения (договора). В ряде случаев на этот срок банк открывает заемщику кредитную линию.

Инвестиционное кредитование – это большой риск для банков, поэтому они предъявляют к заемщикам повышенные требования:

- обязательно наличие бизнес-плана с четкими и обоснованными экономическими расчетами;

- платежеспособность заемщика, которая подтверждается документами о доходности предприятия, лицензиями на осуществление деятельности, контрактами с контрагентами. Также оценивается количество человек в штате, стабильность поставок сырья, рынок сбыта;

- наличие собственных средств для вложений. Обычно кредиторы требуют от 25 %, но некоторым нужно финансирование из бюджета клиента от 50 %;

- предоставление обеспечения. Залогом может стать имущество и иные активы организации;

- отсутствие долгов. Если у юридического лица есть задолженность перед государством или кредиторами, шансы на одобрение кредита сводятся к минимуму.

В табл. 13 для сравнения представлены несколько банковских предложений по инвестиционным кредитам.

Т а б л и ц а 13

Предложения по инвестиционным кредитам в российских банках

Название банка	Срок	Ставка	Цели	Форма предоставления кредита	Сумма
Россельхозбанк (только для юридических лиц)	До 96 месяцев	Индивидуально	Покупка транспорта, недвижимости, оборудования, пополнение основных средств, реконструкция помещений	Единовременной суммой или в виде кредитной линии с лимитом	До 60 000 000 руб.
ВТБ	До 12 лет	От 10 %	Приобретение товаров, оборудования, недвижимости, транспорта	Разовый кредит или кредитная линия без возобновления	До 150 000 000 руб.
Сбербанк	До 15 лет		Финансирование лизинговых сделок, инвестиционных проектов, импорт	Разовый кредит или все виды кредитных линий	Рассчитывается индивидуально

О к о н ч а н и е т а б л. 13

Название банка	Срок	Ставка	Цели	Форма предоставления кредита	Сумма
			товаров, пополнение оборотных средств и другие цели		
ЮниКредит Банк	1–10 лет	Индивидуально	Товары, оборудование, расширение бизнеса, недвижимость, транспорт	Разовый кредит	До 73 000 000 руб.

К положительным моментам инвестиционного кредитования следует относить:

- появление дополнительных финансовых потоков, что при грамотном подходе позволяет увеличить доходность предприятия;
- возможность получить большие суммы, по сравнению с другими видами кредитов;
- предоставление льготного периода (отсрочки платежей) на срок до 18 месяцев в среднем.

Среди минусов обычно рассматривают:

- обязательное предоставление залога: недвижимость предприятия, транспорт, иные необоротные активы. Обременения снимаются только после возврата долга;
- высокие процентные ставки;
- большие сроки погашения кредитов;
- такие кредиты выдаются далеко не всем компаниям, и получать их достаточно сложно.

В случае длительного и тесного сотрудничества банка-кредитора и заемщика для финансирования реальных инвестиций банк может открывать заемщику инвестиционную кредитную линию, которая 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.

Для финансирования реальных инвестиций может использоваться форма долгового финансирования – коммерческая ипотека. Согласно российского законодательства к имуществу, которое может выступать объектом коммерческой ипотеки, могут относиться:

- земельные участки;

- предприятия, а также здания, сооружения и иное недвижимое имущество, используемое в предпринимательской деятельности;
- воздушные и морские суда, суда внутреннего плавания;
- машино-места.

На западе и предприниматели, и банки широко пользуются таким инструментом, как коммерческая ипотека. В России же данный вид кредитования пока не пользуется большой популярностью. На это существует ряд причин:

- к заемщику предъявляются очень высокие требования;
- отсутствует эффективный механизм оценки имущества;
- сложности в реализации предмета залога;
- длительность оформления;
- большое количество необходимых документов.

Еще одной формой долгового финансирования инвестиционных проектов является синдицированное кредитование. Синдицированное кредитование – это не вид кредита, а форма организации его предоставления.

Синдицированное кредитование является распространенным явлением в мировой практике. Рынок данного вида кредитования начал развиваться с 1960 г. Первые синдицированные кредиты были номинированы в долларах США. Ставка LIBOR являлась базовой ставкой для предоставления международными банками кредита заемщикам с различным уровнем риска. Постепенно для заемщиков стали доступны кредиты в нескольких валютах. В 1980 г. синдицированное кредитование достигло пика на американском рынке за счет большого количества сделок по финансированию выкупов компаний с использованием заемных средств. Несмотря на то, что в России рынок синдицированного кредитования стал развиваться с конца 1995 г., законодательно правоотношения, связанные с синдицированным кредитованием, на уровне закона были оформлены только в 2017 г.¹⁶

По договору синдицированного кредита (займа) несколько кредиторов обязуются согласованно друг с другом предоставить или предоставлять в собственность заемщика денежные средства в размере и сроки, предусмотренные договором для каждого кредитора, а заемщик обязуется возратить кредиторам полученные от них денежные средства, уплатить проценты за пользование денежными средствами, а также иные платежи, если обязанность их уплаты предусмотрена договором¹⁷.

В настоящее время кредиторами по договору синдицированного кредита (займа) (участниками синдиката кредиторов) могут быть:

- 1) кредитные организации, государственная корпорация развития «ВЭБ.РФ»;
- 2) иностранные банки, международные финансовые организации, а также иностранные юридические лица, которые в соответствии со своим личным законом вправе заключать кредитные договоры;

¹⁶ О синдицированном кредите (займе) и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : Федеральный закон от 31.12.2017 г. № 486-ФЗ (ред. от 28.11.2018 г.).

¹⁷ Там же. Ст. 2.

3) негосударственные пенсионные фонды, управляющие компании инвестиционного фонда, паевого инвестиционного фонда и негосударственного пенсионного фонда, специализированные депозитарии инвестиционного фонда, паевого инвестиционного фонда и негосударственного пенсионного фонда;

4) иные российские юридические лица в случаях, предусмотренных Федеральным законом¹⁸.

Преимущества банков-участников при синдицированном кредитовании:

- распределение кредитного риска между несколькими кредиторами;
- расширение круга потенциальных заемщиков и клиентов;
- диверсификация портфеля отдельного банка и т. д.

Преимущества заемщиков при синдицированном кредитовании:

- возможность получения гораздо большей суммы, чем при обычном кредитовании;
- возможность установления индивидуального графика погашения задолженности;
- возможность в ходе одной сделки выстроить отношения с несколькими банками ;
- снижение транзакционных издержек.

К недостаткам обычно относят высокие требования к заемщику, поскольку для получения синдицированного кредита необходимо соответствовать целому ряду критериев: иметь достаточные объемы капитала, хорошую кредитную историю и т. д.

В случае длительного и тесного сотрудничества банка-кредитора и заемщика для финансирования реальных инвестиций банк может открывать заемщику инвестиционную кредитную линию, которая 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. 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

¹⁸ О синдицированном кредите (займе) и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : Федеральный закон от 31.12.2017 г. № 486-ФЗ (ред. от 28.11.2018 г.). Ст. 2.

этих изменений он обязан выполнить свои обязательства перед заемщиком и предоставить ему кредит в полном соответствии с соглашением о кредитной линии.

Говоря о долговых фондовых инструментах заимствования средств для финансирования инвестиционных проектов представляется интересным рассмотреть мировую практику. Так, например, в США компании выпускают различные типы финансовых инструментов в целях привлечения средств. В частности, долговые инструменты включают в себя облигации и среднесрочные ноты.

Выпуск корпоративных обязательств может быть обеспеченным или необеспеченным. Обеспеченное долговое обязательство возникает, когда некоторая форма обеспечения закладывается в качестве гарантии выплаты долга. Долговые обязательства, обеспеченные объектами недвижимости, такими как здания, сооружения или оборудование, называют ипотечными долговыми обязательствами. Самыми крупными эмитентами подобных инструментов выступают электроэнергетические компании. Другие коммунальные структуры, компании, предоставляющие услуги связи, газотранспортные компании и распределительные предприятия также используют ипотечные долги в качестве источников капитала, но в гораздо меньшей степени¹⁹. Среди компаний, не связанных коммунальным сектором, доля предложений секьюритизированных²⁰ ипотечных долгов невелика. Такие компании предпочитают несекьюритизированные формы долгового финансирования.

Долговое обязательство компании в американской практике может быть обеспечено различными активами, а не только зданием, сооружениями и оборудованием: в качестве залога могут выступать денежные средства, дебиторская задолженность, долговые обязательства или ранее выпущенные облигации. В свое время железные дороги и авиалинии профинансировали большую часть своего подвижного состава и авиапарка через секьюритизацию своих долговых обязательств. Выпущенные бумаги проходили под различными названиями. Для железнодорожных компаний это были трастовые сертификаты на оборудование (*equipment trust certificates*), а авиакомпании США выпускали сертификаты на секьюритизированное оборудование (*secured equipment certificates*), сертификаты гарантированных займов (*guaranteed loan certificates*) и заемные сертификаты (*loan certificates*)²¹.

¹⁹ Финансовые инструменты / под ред. Ф. Фабоцци ; пер. с англ. Е. Востриковой, Д. Ковалевского, М. Орлова. М. : Эксмо, 2010. (Финансовая энциклопедия). С. 254.

²⁰ Термин «секьюритизация» (*securitization*) получил широкое распространение на международных финансовых рынках в 80-х гг. XX в. Этот термин подчеркивает значимость процессов замещения операций с традиционными финансовыми инструментами новыми финансовыми инструментами, обеспечивающими привлечение финансовых ресурсов путем эмиссии ценных бумаг. Этот термин впервые появился в колонке «Слухи со стрит» «Wall Street Journal» в 1977 г., когда Льюис Раньери, глава ипотечного департамента Salomon Brothers, предложил использовать этот термин репортеру «Wall Street Journal» Анн Монро в статье, посвященной описанию андеррайтинга первого выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом прав требований по ипотечным кредитам.

²¹ Финансовые инструменты. С. 259.

Американские компании также наделены правом выпускать необеспеченные долговые обязательства в целях привлечения финансовых ресурсов. Некоторые эмитенты долговых ценных бумаг делают гарантами своих займов другие компании. Обычно так делается, когда дочерняя компания выпускает долговые обязательства, а инвесторы хотят иметь дополнительную защиту со стороны внешнего поручителя. Наличие гарантий упрощает и делает более удобным финансирование инвестиционных проектов.

Среднесрочная нота (*medium-term notes* – MTN) – достаточно молодой инструмент в сравнении, например, с классическими акциями и облигациями. Первая кредитная нота была выпущена в 1972 г., эмитентом стала фирма *General Motors* (GM). GM использовала ноты для финансирования краткосрочных автомобильных ссуд со сроком погашения до 5 лет. Среднесрочные ноты были призваны заполнить разрыв в финансировании между коммерческими ценными бумагами и долгосрочными облигациями – отсюда и характеристика «среднесрочная». MTN – это альтернатива краткосрочному финансированию на рынке коммерческих бумаг и долгосрочным заимствованиям на рынке облигаций.

Среднесрочные ноты в современном виде появились в 1981 г. благодаря совместным усилиям компании *Ford Motors* и агентской фирмы *Merrill Lynch* – такие инструменты стали предлагаться не лично эмитентами, а через агентов. Через два года к *Ford* присоединились другие автомобильные гиганты – *Chrysler* и *General Motors*. *Merrill Lynch* и остальные банковские структуры стали активно поддерживать вторичный рынок нот.

Обычно выделяют два основных отличия между нотами и облигациями. Первое отличие заключается в следующем: андеррайтеры при выпуске облигаций часто обязуются выкупить всю эмиссию при недостатке спроса. Сотрудничество между эмитентом нот и агентами происходит по схеме *best efforts*, т. е. сами агенты не дают эмитенту никаких гарантий, кроме того, что обещают приложить все усилия для распределения наибольшего числа нот среди инвесторов. Второе отличие: среднесрочные ноты размещаются на интервальной основе, т. е. небольшими партиями, тогда как облигации – крупными выпусками.

В России в настоящее время подобные инструменты заимствования не применяются, а характерным способом привлечения инвестиционных долговых ресурсов через фондовый рынок выступают лишь облигации, которых, в соответствии с российским законодательством, существует несколько видов: биржевые, коммерческие, облигации, обеспеченные залогом, и т. д.

В соответствии с российским законодательством правом на выпуск облигаций обладают хозяйственные общества, созданные в организационно-правовой форме обществ с ограниченной ответственностью и акционерных обществ; государственные корпорации и государственные компании; международные финансовые организации; унитарные предприятия.

В табл. 14 для сравнения представлены данные о количестве зарегистрированных в России юридических лиц, потенциально обладающих правом на выпуск такого инструмента, как облигация, и данные о фактическом количестве эмитентов,

осуществивших облигационный займ. Обращает на себя внимание колоссальный разрыв между количеством эмитентов и общим числом компаний, наделенных правом заимствования через рынок ценных бумаг.

Т а б л и ц а 14

**Сведения о количестве юридических лиц,
имеющих право выпускать облигации, и количестве компаний,
фактически осуществивших такие выпуски²²**

Период	Количество эмитентов корпоративных облигаций, зарегистрированных на ПАО «Мосбиржа»	Количество акционерных обществ	Количество обществ с ограниченной ответственностью
2015	349	126 074	3 962 627
2016	337	102 293	3 742 114
2017	335	86 440	3 597 536
2018	348	73 730	3 345 098
2019	354	63 015	3 002 487

По состоянию на 1 мая 2020 г. на ПАО «Мосбиржа» обращались облигации таких эмитентов, как Банк ВТБ (ПАО), ПАО Сбербанк, ПАО «ФСК ЕЭС», ПАО «Ленэнерго», ООО «Ломбард “Мастер”», ПАО «МТС», ООО «РОЛЬФ», ПАО «ГК “Самолет”», ПАО «Уралкалий» и др. Таким образом очевидно, что несмотря на незначительное количество компаний, осуществляющих привлечение финансовых ресурсов посредством облигационных займов, сфера деятельности этих компаний абсолютно разнородная.

Преимущества облигаций проявляются в случае значительных объемов заимствования, которые могут позволить себе лишь достаточно крупные компании. Это объясняется не только значительными эмиссионными затратами 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.

²² Финансовые инструменты. С. 259.

К достоинствам выпуска облигационных займов относят:

- привлечение значительных объемов средств без залога на длительный период;
- формирование публичной кредитной истории эмитента, что позволяет в будущем снижать стоимость заимствований;
- диверсификация источников заимствования за счет увеличения числа инвесторов;
- гибкое и оперативное управление структурой, объемом, стоимостью и сроком долга, в том числе за счет операций на вторичном рынке (досрочный выкуп облигаций эмитентом).

Среди недостатков следует отметить:

- сложность подготовки и регистрации эмиссии облигаций;
- выплата комиссии биржевой площадке при размещении и обращении ценных бумаг.
- оплата услуг депозитария.

По своей экономической природе лизинг имеет признаки и производственного инвестирования, и кредита. Его двойственная природа заключается в том, что он является своеобразной инвестицией капитала, поскольку предполагает вложение средств в материальное имущество в целях получения дохода, и сохраняет при этом черты кредита (предоставляется на началах платности, срочности, возвратности). Лизинговая деятельность – вид инвестиционной деятельности по приобретению имущества и передаче его в лизинг.

В РФ отношения участников лизинговой сделки регламентируются федеральным законодательством, согласно которому лизинг (финансовая аренда) – это совокупность экономических и правовых отношений, возникающих в связи с реализацией договора лизинга, в том числе приобретением предмета лизинга. Договор лизинга представляет собой договор, в соответствии с которым арендодатель (лизингодатель) обязуется приобрести в собственность указанное арендатором (лизингополучателем) имущество у определенного им продавца и предоставить лизингополучателю это имущество за плату во временное владение и пользование²³.

Основными формами лизинга, реализуемыми на территории РФ, являются внутренний лизинг и международный лизинг. При осуществлении внутреннего лизинга лизингодатель и лизингополучатель являются резидентами Российской Федерации. При осуществлении международного лизинга лизингодатель или лизингополучатель является нерезидентом Российской Федерации.

В международной практике выделяют следующие особенности:

- при классическом лизинге лизингополучатель несет все расходы, связанные с содержанием и эксплуатацией арендованного оборудования;
- при оперативном лизинге лизингодатель несет полностью или часть расходов по содержанию и ремонту арендованного лизингополучателем оборудования;

²³ О финансовой аренде (лизинге) : Федеральный закон от 29.10.1998 г. № 164-ФЗ (ред. от 16.10.2017). Ст. 2.

- в случае полного лизинга лизингодатель принимает на себя полную ответственность за обслуживание, ремонт, замену объекта лизинговой сделки;
- в возвратном лизинге (от англ. *lease-back* – обратная аренда) предусматривается сделка, при которой лизинговая компания выкупает оборудование у клиента с последующей продажей его обратно на условиях лизингового контракта.

Особенности лизинговых операций, по сравнению с традиционной арендой, заключаются в следующем:

1. Срок лизинга, как правило, меньше срока физического износа оборудования.
2. По окончании действия контракта лизингополучатель может продолжить аренду по льготной ставке или приобрести арендуемое имущество по остаточной стоимости.
3. В роли лизингодателя обычно выступает кредитно-финансовый институт – лизинговая компания, банк.

На практике преимущества и недостатки лизинга оценивают, сравнивая его с традиционным кредитованием. В этой связи к преимуществам лизинга относятся следующие:

- лизинг не предполагает одновременного привлечения крупных сумм собственных средств для закупки предмета лизинга;
- лизинговые платежи распределяются наиболее удобным способом для лизингополучателя и соответствуют срокам, когда компания уже начала получать прибыль от использования предмета лизинга, и он уже окупается;
- лизинг позволяет экономить денежные средства за счет налоговых преференций (налог на прибыль, НДС, налог на имущество).

Среди недостатков обычно выделяют то обстоятельство, что график погашения задолженности (график лизинговых платежей) отличается гибкостью. Лизингополучатель не производит выплат до ввода предмета лизинга в эксплуатацию, а предмет лизинга может учитываться либо на балансе лизингодателя, либо на балансе лизингополучателя.

Понятие «венчурный капитал», или «венчурное финансирование» (от англ. *venture* – риск), означает рисковый капитал, инвестируемый прежде всего в новые сферы деятельности, связанные с большим риском.

Венчурное финансирование позволяет привлечь средства для осуществления начальных стадий реализации инвестиционных проектов инновационного характера (разработка и освоение новых видов продукции, услуг и технологических процессов), характеризующихся повышенными рисками, но вместе с тем возможностями существенного возрастания стоимости предприятий, созданных в целях реализации данных проектов.

В качестве форм венчурного финансирования можно рассматривать вложение инвестиционных ресурсов через венчурные фонды, а также их привлечение от частных венчурных инвесторов, так называемых бизнес-ангелов.

Особенностью венчурных инвестиций является то, что они обычно предназначены для запуска, роста, развития той или иной компании, деятельность которой носит хотя бы небольшой оттенок оригинальности, уникальности,

т. е. при венчурном финансировании средства вкладываются в реализацию какой-либо новой идеи, работоспособность которой еще не была доказана рынком. В связи с этим венчурные инвестиции предполагают достаточно высокий риск потери капитала инвестором; в то же время, в случае благоприятного развития событий, позволяют рассчитывать на существенную прибыль. Чаще всего венчурные инвестиции привлекаются с целью развития различных видов инноваций (операционных, продуктовых, технологических). Таким образом, венчурные инвестиции обычно становятся актуальными там, где имеет место некий эксперимент, некая доля риска (связанная с возможностью неудачной реализации задуманной идеи). Соответственно венчурные инвестиции, как правило, являются долгосрочными, ведь они привлекаются с целью «изобрести», создать и вывести на рынок тот или иной продукт (услугу), которые впоследствии займут на рынке соответствующую нишу.

По итогам девяти месяцев 2019 г. в статистику венчурных инвестиций в РФ было включено шесть новых венчурных фондов (два из которых созданы в рамках программ государственно-частного партнерства, а остальные сформированы частными инвесторами). При этом отмечено множество новостей, касающихся планируемых запусков фондов, которые в подавляющем большинстве исходили от структур, так или иначе связанных с государством. В этом смысле ключевыми ньюсмейкерами стали Российский фонд прямых инвестиций, Российская венчурная компания, Минэкономразвития, Росгеология, Ростех, РЖД, Газпром нефть, Газпромбанк, ВЭБ Инновации (VEBVENTURES), Минпромторг, Государственная транспортная лизинговая компания, которые совместно с партнерами планируют в ближайшее время запустить новые фонды. Отдельно стоит отметить пример серийного фонда, создаваемого в рамках государственно-частного партнерства. В целом можно прогнозировать, что по итогам 2019 г. число венчурных фондов, включенных в статистику, превысит отметку 200 фондов. По результатам девяти месяцев 2019 г. число зафиксированных инвестиций, осуществленных фондами PE&VC, составило 59 %, объем – 610 млн долл. (соответственно 29 % и 63 % от значения соответствующих показателей за весь 2018 г.). Характерно, что столь значительный объем инвестиций был обеспечен за счет усилий фондов с государственным капиталом (73 % от объема инвестиций за девять месяцев 2019 г.), прежде всего РФПИ и фондов, созданных при его участии. При этом РФПИ становится все более заметным игроком в венчурном сегменте инвестиций²⁴.

Основной фокус инвесторов традиционно сосредоточен в секторе ИКТ (информационно-коммуникационные технологии), а тройка лидеров по объему инвестиций по сегментам выглядела следующим образом: решения для бизнеса, образование и медицина (рис. 18).

²⁴ Обзор рынка: прямые и венчурные инвестиции за 9 месяцев 2019 года : [сайт]. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-9-2019-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf> (дата обращения: 15.05.2020).

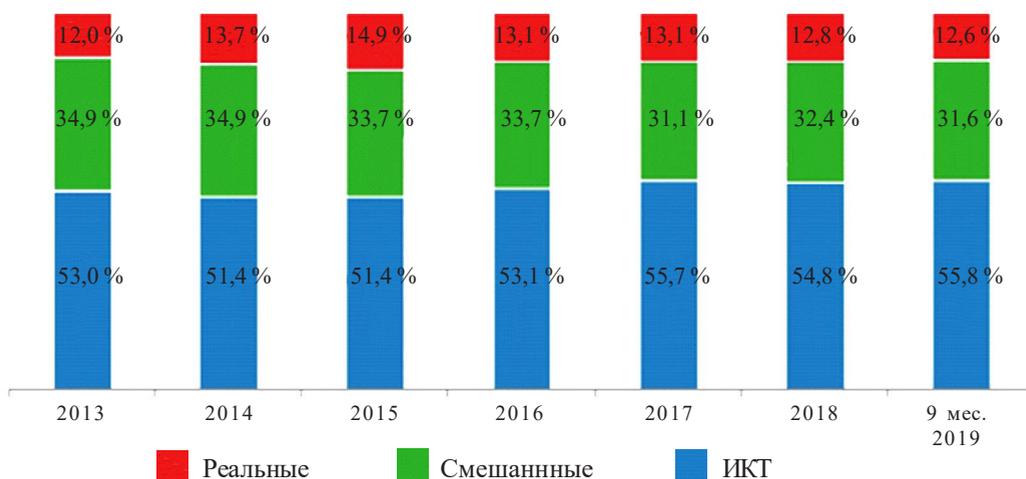


Рис. 18. Отраслевые предпочтения венчурных фондов в РФ²⁵

Данный метод финансирования инвестиционных проектов имеет ряд преимуществ:

- способствует росту компаний за счет предоставления значительной финансовой поддержки;
- в течение всего срока реализации проекта венчурные инвесторы не требуют выплаты процентов на вложенный капитал и его полного возмещения;
- инвестирование средств в венчурные проекты осуществляется на длительный период;
- в случае удачного вложения средств венчурные проекты позволяют получать максимальную отдачу от инвестированных средств;
- венчурные инвесторы становятся деловыми партнерами фирмы и передают ей не только финансовые средства, но и свой опыт, деловые связи, способствуют юридической и консультационной поддержке предприятия;
- посредством венчурного финансирования осуществляется очень важная функция коммерциализации научно-исследовательских разработок, новых идей, их реального продвижения в жизнь;
- венчурный капитал способствует созданию условий по внедрению новых разработок, повышению технического и технологического уровня производства.

Среди недостатков венчурного инвестирования можно выделить следующие основные:

- высокие риски, особенно на первоначальном этапе инвестиционного проекта, в который осуществляется финансирование;
- сравнительно долгий срок выхода проекта на точку безубыточности (2–3 года);

²⁵ Обзор рынка: прямые и венчурные инвестиции за 9 месяцев 2019 г. : [сайт]. URL: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-9-2019-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf> (дата обращения: 15.05.2020).

- отсутствие залогового обеспечения, так как основным активом, имеющимся у компании, является интеллектуальная собственность;
- отсутствие сформировавшегося сегмента рынка при осуществлении начальных поставок продукции (услуг) на рынок.

Реализация долгосрочных проектов, как правило, требует больших объемов инвестиций, привлечение которых может стать достаточно сложной задачей для инициаторов проекта. В этом случае в международной практике применяют метод проектного финансирования, под которым понимается финансирование инвестиционных проектов, характеризующееся особым способом обеспечения возвратности вложений, в основе которого лежат инвестиционные качества самого проекта, те доходы, которые получит создаваемое или реструктурируемое предприятие в будущем. В рамках проектного финансирования инициаторами инвестиционного проекта создается специальная проектная компания (*special purpose vehicle* – SPV), которой поручается поиск финансирования проекта. При этом сами инициаторы проекта, как правило, финансируют 30–40 % от общего объема инвестиций.

Основной идеей проектного финансирования с использованием SPV является отделение (обособление) активов SPV от имущества инициатора сделки (оригинатора). Наличие активов у SPV нивелирует риск обращения на них взыскания по долгам originатора (в том числе при банкротстве).

В зависимости от способа построения схем проектного финансирования выделяют его формы:

- параллельное финансирование;
- последовательное финансирование.

В случае параллельного финансирования отдельно выделяют независимое финансирование и софинансирование. При независимом параллельном финансировании каждый банк заключает с заемщиком кредитное соглашение и финансирует свою часть инвестиционного проекта. В случае софинансирования создается банковский консорциум (синдикат). Участие каждого банка лимитировано определенным объемом кредита и консорциума (синдиката). Подготовку и подписание кредитного соглашения осуществляет банк-менеджер; в дальнейшем контроль за осуществлением кредитного соглашения (а нередко и реализацией инвестиционного проекта), необходимые расчетные операции осуществляет специальный банк-агент из состава консорциума (синдиката), получая за это комиссионное вознаграждение.

Реализация сделок проектного финансирования в российском правовом поле была и остается затруднительной, даже несмотря на то, что российское законодательство с 2013 г. допускает секьюритизацию активов, не обеспеченных ипотекой в рамках так называемого специализированного общества проектного финансирования (СОПФ).

По замыслу законодателя, целями и предметом деятельности специализированного общества проектного финансирования являются:

- финансирование долгосрочного (на срок не менее трех лет) инвестиционного проекта путем приобретения денежных требований по обязательствам, которые

возникнут в связи с реализацией имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, с оказанием услуг, производством товаров и (или) выполнением работ при использовании имущества, созданного в результате осуществления такого проекта, а также путем приобретения иного имущества, необходимого для осуществления или связанного с осуществлением такого проекта;

– осуществление эмиссии облигаций, обеспеченных залогом денежных требований и иного имущества²⁶.

Исходя из этого, основными элементами, определяющими деятельность СОПФ, являются следующие:

– СОПФ в соответствии с законодательством должно выполнять функцию финансирования по отношению к третьему лицу;

– такое финансирование должно осуществляется путем приобретения прав требования, а также иного имущества, возникающего в ходе реализации проекта (а не путем предоставления денежных средств в заем);

– по смыслу закона, финансирование должно использоваться для целей реализации инвестиционного проекта, в частности, для создания нового имущества;

– СОПФ на определенной стадии проекта финансируется (рефинансируется) за счет эмиссии облигаций.

Таким образом, описанные в законодательстве механизмы позволяют финансировать через выпуск облигаций как крупные инфраструктурные проекты (в том числе по созданию дорог, мостов, многоквартирных домов для их сдачи в аренду), так и проекты локального значения.

Вместе с тем, несмотря на то, что законодательная база для использования СОПФ действует с 1 июля 2014 г., по состоянию на начало 2020 г. активность СОПФ в части финансирования инвестиционных проектов пока не зафиксирована.

Как было отмечено ранее, бюджетное финансирование инвестиционных проектов реализуется в следующих основных формах:

– финансирование инвестиционных проектов в рамках Федеральных адресных инвестиционных программ (ФАИП);

– финансирование инвестиционных проектов в рамках ведомственных целевых программ и региональных инвестиционных фондов, возможность создания которых предусмотрена Бюджетным кодексом РФ;

– инвестиций в уставные капиталы действующих или вновь создаваемых предприятий;

– бюджетные кредиты (в том числе инвестиционного налогового кредита);

– предоставление гарантий и субсидий государством.

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

²⁶ О внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ : Федеральный закон от 21.12.2013 г. № 379-ФЗ.

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 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 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.

Средства государственных внебюджетных фондов, как правило, используются в качестве инвестиционных ресурсов для социально-ориентированных инвестиционных проектов. К числу таких фондов можно отнести дорожный фонд, фонд развития.

Приобретение акций хозяйствующих субъектов государством для российской экономико-правовой системы – обычная практика. По разным оценкам, доля государства в экономике России составляет от 47–48 % до 60–70 %²⁷.

Инвестиционный налоговый кредит представляет собой специфическую форму отчуждения потенциальных налоговых поступлений на счета казначейства, которые проявляются в следующем:

- уменьшаются текущие налоговые обязательства организаций в течение определенного срока;
- суммы не оплачиваемых 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.

²⁷ Кудрин заявил о росте доли государства в экономике России почти до 50 % [Электронный ресурс]. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/4164560>, <https://www.kommersant.ru/doc/3961250> (дата обращения: 15.05.2020).

Порядок предоставления гарантий и субсидий со стороны государства в качестве мер поддержки инвестиционной деятельности определяется Бюджетным кодексом РФ. Допускается предоставление государственных гарантий Российской Федерации в обеспечение исполнения обязательств российских юридических лиц по кредитам (займам) международных финансовых организаций, участником которых является Российская Федерация. Условия, порядок предоставления и исполнения государственных гарантий Российской Федерации определяются Федеральным законом о федеральном бюджете на соответствующий финансовый год и плановый период²⁸.

Субсидии юридическим лицам и индивидуальным предпринимателям – производителям товаров, работ, услуг – предоставляются на безвозмездной и безвозвратной основе в целях возмещения недополученных доходов и (или) финансового обеспечения (возмещения) затрат в связи с производством (реализацией) товаров (за исключением подакцизных товаров, кроме автомобилей легковых и мотоциклов, алкогольной продукции, предназначенной для экспортных поставок, винограда, винодельческой продукции, произведенной из указанного винограда: вин, игристых вин (шампанских), ликерных вин с защищенным географическим указанием, с защищенным наименованием места происхождения (специальных вин, виноматериалов), выполнением работ, оказанием услуг²⁹.

В последнее время все чаще в качестве альтернативного метода финансирования инвестиционных проектов рассматривают краудфинансирование. В трактовке Международной организации комиссий по ценным бумагам (*International Organization of Securities Commissions – IOSCO*) краудфандинг (от англ. *crowd* – толпа; *crowdfunding* – финансирование толпы) – общий термин, описывающий использование небольших сумм денег, полученных от большого числа частных лиц или организаций, для финансирования проекта, бизнеса или личного кредита и других потребностей через интернет-платформу на базе Интернета³⁰. В 2014 г. IOSCO описывала четыре подкатегории краудфандинга:

- краудфандинг пожертвований;
- краудфандинг вознаграждений;
- пиринговое (одноранговое) P2P кредитование;
- акционерный (долевой) краудфандинг.

Стремительное развитие рынка альтернативного финансирования в развитых странах на базе технологии краудфандинга и его массовое применение предопределило появление различных модельных типов краудфинансирования. В этой связи Кембриджский центр альтернативных финансов при Кембриджском университете с 2013 г. проводит мониторинг рынка краудфинансирования. В очередном докладе, представленном общественности в 2018 г., отмечается серьезная

²⁸ Бюджетный кодекс РФ. Ст. 115.1-1.

²⁹ Там же. Ст. 78.

³⁰ Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast Report [Электронный ресурс]. URL: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD459.pdf> (дата обращения: 20.05.2020).

трансформация модельных типов краудфандинга в Европейском регионе в сравнении с тем, что было отмечено IOSCO в 2014 г., а также существенные изменения объемов привлечения денежных средств с помощью альтернативных финансовых моделей (прил. 7).

Таким образом, очевиден все возрастающий интерес к такому альтернативному методу финансирования, как краудфандинг, который, в свою очередь, в развитых странах включает в себя множество модельных типов.

Что касается России, то законодательное регулирование процесса альтернативного финансирования началось только с 01.01.2020 г., с даты вступления в силу Федерального закона «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные нормативные акты Российской Федерации» от 02.08.2019 г. № 259-ФЗ. Несмотря на данное обстоятельство, в России достаточно давно действуют цифровые платформы, посредством которых реализуются такие виды краудфандинга, как краудфандинг пожертвований и краудфандинг вознаграждений. В последнее время начали развиваться платформы, с помощью которых осуществляется одноранговое кредитование.

Контрольные вопросы

1. Что такое инвестиционный проект? Приведите примеры инвестиционных проектов.
2. Какие классификационные признаки инвестиционных проектов существуют?
3. Дайте определение источника, метода и формы финансирования инвестиционных проектов. Приведите конкретные примеры.
4. Поясните, каковы принципиальные отличия финансирования инвестиционного проекта собственными и заемными средствами.
5. Дайте сравнительную характеристику внутренним и внешним источникам финансирования инвестиционных проектов.
6. Перечислите основные источники формирования собственного капитала компании.
7. Дайте характеристику лизинга как метода финансирования инвестиционного проекта.
8. В чем заключается особенность венчурного финансирования инвестиционных проектов?
9. Назовите формы долгового (акционерного) финансирования.
10. В чем заключаются особенности реализации альтернативного финансирования посредством краудфандинга?
11. Перечислите известные модельные типы краудфандинга.
12. Укажите основные формы проектного финансирования в развитых странах.
13. В чем заключаются особенности проектного финансирования и для каких инвестиционных проектов применяют такой метод?
14. Что представляет собой синдицированное кредитование и в чем заключаются его особенности?
15. Опишите основные отличительные черты инвестиционного кредита от прочих видов кредитования компаний.

Список рекомендуемой литературы

Анализ ценных бумаг / Б. Грэхем, Д. Додд ; пер. с англ. А. В. Назаренко, О. Л. Пелявского. – 3-е изд. – Москва : Вильямс, 2012. – 878 с. – ISBN 878-5-8459-1552-8.

Аскинадзи В. М. Инвестиционное дело / В. М. Аскинадзи, В. Ф. Максимова. – Москва : Университетская книга, 2012. – 764 с. – ISBN 978-5-91304-245-3.

Балдин К. В. Инвестиционный анализ / К. В. Балдин, В. А. Ногай. – Москва : Флинта ; МПСУ, 2016. – 304 с. – ISBN 978-5-9765-2135-3.

Берзон Н. И. Рынок ценных бумаг : учебник для академического бакалавриата / Н. И. Берзон и др. ; под общ. ред. Н. И. Берзона. – Москва : Юрайт, 2019. – 541 с. – ISBN 978-5-534-11196-5.

Галанов В. А. Рынок ценных бумаг : учебник / В. А. Галанов. – Москва : ИНФРА-М, 2016. – 379 с. – ISBN 978-5-16-003490-4.

Инвестиции : учебник / [Л. И. Юзвович и др.] ; под ред. Л. И. Юзвович. – 2-е изд., испр. и доп. – Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2018. – 610 с. – ISBN 978-5-7996-2452-1.

Ковалев В. В. Инвестиции / В. В. Ковалев, В. В. Иванов, В. А. Лялин. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : Проспект, 2016. – 592 с. – ISBN 978-5-392-20262-1.

Ковалев В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика / В. В. Ковалев. – 3-е изд., перераб. и доп. – Москва : Проспект, 2017. – 1103 с. – ISBN 978-5-392-21433-4.

Колмыкова Т. С. Инвестиционный анализ / Т. С. Колмыкова. – Москва : ИНФРА-М, 2015. – 204 с. – ISBN 978-5-16-009798-5.

Леонтьев В. Е. Инвестиции / В. Е. Леонтьев, В. В. Бочаров, Н. П. Радковская. – Москва : Юрайт, 2016. – 455 с. – ISBN 978-5-9916-3957-6.

Липсиц И. В. Инвестиционный анализ: подготовка и оценка инвестиций в реальные активы / И. В. Липсиц, В. В. Колосова. – Москва : ИНФРА-М, 2017. – 320 с. – ISBN 978-5-16-004656-3.

Лукасевич И. Я. Инвестиции / И. Я. Лукасевич. – Москва : Вузовский учебник ; ИНФРА-М, 2017. – 413 с. – ISBN 978-5-9558-0129-2.

Николаева И. П. Рынок ценных бумаг : учебник / И. П. Николаева. – Москва : Дашков и К°, 2015. – 256 с. – ISBN 978-5-394-02413-9.

Финансовые инструменты / [У. Дж. Адамс и др.] ; под ред. Ф. Фабозци ; пер. с англ. Е. Л. Востриковой, Д. В. Ковалевского, М. Ю. Орлова). – Москва : Эксмо, 2010. – 860 с. – (Финансовая энциклопедия). – ISBN 978-5-699-25891-8.

Хазанович Э. С. Инвестиции : учебное пособие / Э. С. Хазанович. – Москва : КНОРУС, 2013. – 318 с. – ISBN 978-5-406-03134-6.

Шапкин А. С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций : произв.-практ. изд. / А. С. Шапкин, В. А. Шапкин. – 8-е изд. – Москва : Дашков и К, 2018. – 544 с. – ISBN 978-5-394-02150-3.

Шарп У. Ф. Инвестиции : учебник / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. Бэйли ; пер. с англ. А. Н. Буренина, А. А. Васина. – Москва : ИНФРА-М, 2014. – 1028 с. – ISBN 978-5-16-002595-7.

Глава 4

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА 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 методикам¹, разработанным коллективами ученых и принятыми органами управления экономикой.

При рассмотрении эволюции (генезиса) методов определения экономической эффективности инвестиций авторами предлагается 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 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.

¹ См.: 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 // Экон. газ. 1977. № 10; Методика определения эффективности капитальных вложений. М., 1988; Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования : офиц. издание. М., 1994.

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;
- изменение 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 и части единовременных затрат, 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 увеличения 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 и содержаний основного положения экономичности: «Не все то дешево потом, за что заплачено сейчас дешевле»². Необходимо тщательное обоснование выгодности первоначального капитала, которое перекрывается избытком постоянных затрат, необходимых для эксплуатации сооружений. В книге Ю. В. Ломоносова «Научные проблемы эксплуатации железных дорог», вышедшей в 1912 г., указывается на целесообразность оценки сроков погашения стоимости строительства экономией годовых издержек при эксплуатации железных дорог.

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 фор-

² Игошин Н. В. Инвестиции. Организация управления и финансирование : учебник для вузов. М. : Финансы ; ЮНИТИ, 2000. С. 320.

мировании этого плана для обоснования экономической эффективности варианта развития были выполнены расчеты по приведенным затратам с добавлением к текущим издержкам 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 другие нуждались в более глубоком анализе инвестиционных вложений 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 проектировании крупных промышленных проектов, при котором должны быть взаимосвязаны все части проекта (экономические, технологические, организационные). Этот комплексный подход направлен как на расширение выпуска продукции и обеспечение благоприятных условий труда, техники безопасности, так и на экономию общественно необходимых издержек.

Далее научное развитие показателей оценки экономической эффективности инвестиций носило коллективный характер. В 1949–1954 гг. экономисты проводили дискуссии по экономическим проблемам социализма, в которых обсуждался вопрос об определении эффективности капитальных вложений, но положительные научно обоснованные решения 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 в методике 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, наконец, целый ряд важнейших теоретических и методологических вопросов проблемы определения эффективности инвестиций. К их числу относятся:

– 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;

³ Игошин Н. В. Инвестиции. Организация управления и финансирование. С. 321.

- 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 и другие вопросы.

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 сущность экономической эффективности капитальных вложений и новой техники заключается в повышении производительности общественного труда, т. е. снижении стоимости продукции. Этим была признана необходимость учета действия закона стоимости при определении эффективности капитальных вложений.

Результатом данной конференции были рекомендации, обсуждающейся проблемы, 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 протекания 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 эффективности капитальных вложений⁴. Как известно 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:

$$S = \frac{K_2 - K_1}{Z_1 - Z_2}, \quad (3)$$

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 считается выгодным на объеме капиталовложений ($K_1 < K_2$), а другой – на издержках производства, реализации ($Z_2 > Z_1$). Выбор конкретного

⁴ Политическая экономия : словарь. М. : Изд-во полит. лит., 1990. С. 604–605.

варианта производился в зависимости от результата сравнения полученного фактического срока окупаемости с нормативным значением этого показателя. Если $S < S_{н}$, то более выгодным признается 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 (Ξ) является обратным показателем эффективности капитальных вложений, определяется в коп/руб. по следующей формуле:

$$\Xi = \frac{Z_1 - Z_2}{K_2 - K_1}. \quad (4)$$

Отсюда следует, что показатель сравнительной эффективности отражает величину экономии от снижения себестоимости выпускаемой продукции, приходящейся на 1 руб. 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 ($\Xi_{н}$) 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 ($\Xi_{н}$) было установлено для 11-й пятилетки⁵.

3. Затраты (Z). 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):

$$Z = K_i \Xi_{н} + Z_i, \quad (5)$$

где $\Xi_{н}$ – нормативный коэффициент сравнительной эффективности капитальных вложений;

$K_i Z_i$ – капитальные вложения и издержки производства, приходящиеся на единицу продукции по сравниваемым вариантам.

Затраты, рассчитанные за весь срок окупаемости проектов, определяются следующим образом:

$$Z_1 = Z S_{н} + K, \quad (6)$$

где $S_{н}$ – нормативный срок окупаемости ($1/\Xi_{н}$);

⁵ Башмаков В. М. Норматив экономической эффективности капитальных вложений : лекция. М., 1983. С. 38.

K, Z – капитальные вложения и издержки производства на общий объем продукции по сравниваемым вариантам. Лучшим вариантом является тот, по которому величина затрат наименьшая.

4. Годовой экономический эффект (Θ_r) – это обобщающий показатель экономической эффективности организационно-технических мероприятий, который определяется по формуле

$$\Theta_r = (Z_1 - Z_2) \cdot V, \quad (7)$$

где V – объем годового выпуска продукции, соответствующей выбранному оптимальному варианту;

Z_1, Z_2 – затраты по вариантам капитальных вложений.

Чем выше абсолютное значение показателя Θ_r , тем более обоснованным считается выбор оптимального варианта из имеющихся в распоряжении инвестора вариантов.

5. Коэффициент приведения (K_n) использовали, когда финансирование того или иного варианта капитальных вложений предусматривало не одновременные 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:

$$K_n = (1 + \Theta_n)^{n_T - n}. \quad (8)$$

При необходимости пересчета абсолютного значения планируемых в будущем показателей к настоящей оценке рассчитывали коэффициент дисконтирования⁶:

$$D = \frac{1}{(1 + \Theta_n)^n}, \quad (9)$$

где n_T – расчетный год;

n – год, затраты и результаты которого приводятся к расчетному году;

Θ_n – норматив сравнительной эффективности капитальных вложений.

Таким образом, разность ($n_T - n$) 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 ($d_{\text{сум}}$).

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).

Он рассчитывается по следующей формуле:

$$d_{\text{сум}} = \sum K_n \cdot d_n, \quad (10)$$

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 явление экономики на затратах 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, жесткого нормативного распределения доходов и расходов предприятий, отсутствия рынков 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)» неравнозначно явлению «увеличение прибыли в распоряжении предприятия», а в условиях становления конкурентной экономики именно максимизация прибыли выступает главным мотивом деятельности предпринимателей. Неравнозначность явлений снижения себестоимости и увеличения 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 $\Theta_{\text{н}}$. Сегодня в связи с изменением мотивации осуществления предпринимательской деятельности, в силу своего экономического содержания показатель $\Theta_{\text{н}}$ утрачивает роль основы для расчета показателей, характеризующих эффективность инвестиционных проектов. Совершенно закономерно в этой связи то, что сравнительные расчеты, включающие показатели, исчисленные как на базе критерия минимума затрат (прежняя методика), так и на базе критерия максимума дохода (прибыли) по зарубежной методике, 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. А объективность и всесторонность оценки эффективности инвестиционных проектов, в свою очередь, в значительной мере определяются использованием современных методов проведения такой оценки.

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 марта 1994 г. № 7-12/47, содержат следующие принципы, используемые в зарубежной практике некоторых стран.

1. 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.

2. 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 сегодня. Поэтому за исключением денег, вложенных сегодня, все последующие инвестируемые суммы должны быть приведены к настоящей стоимости.

3. 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.

4. 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 инвестиции 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;

- учет особенностей реализации отдельных видов инвестиционного проекта, обуславливающих использование нестандартных методов оценки эффективности;

– установление требований к экономическому сопоставлению вариантов технических, организационных и финансовых решений, разрабатываемых в составе отдельного инвестиционного проекта.

Методические рекомендации предназначены для предприятий и организаций всех форм собственности, участвующих в разработке, экспертизе и реализации инвестиционных проектов⁷.

Рекомендации могут быть приняты в качестве основы для создания нормативно-методических документов по разработке и оценке эффективности отдельных видов инвестиционных проектов, учитывающих их специфику. Они используются:

- для оценки эффективности и финансовой реализуемости инвестиционных проектов;
- для оценки эффективности участия в инвестиционном проекте хозяйствующих субъектов;
- для принятия решений о государственной поддержке инвестиционных проектов;
- для сравнения альтернативных инвестиционных проектов, вариантов инвестиционных проектов и оценки экономических последствий выбора одного из них;
- для оценки экономических последствий отбора для реализации группы инвестиционных проектов из некоторой их совокупности при наличии фиксированных финансовых и других ограничений;
- для 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) возмещения вложенных денежных средств за счет доходов от реализации товаров и услуг;
- 2) получения 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, что порождается рядом факторов:

- во-первых, инвестиционные расходы могут осуществляться либо разово, либо неоднократно на протяжении достаточно длительного периода времени;

⁷ Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов: (Вторая редакция) / авт. колл.: В. В. Косов, В. Н. Лившиц, А. Г. Шахназаров. М. : ОАО «НПО» Изд-во «Экономика», 2000. С. 11.

- во-вторых, длителен и процесс получения результатов от реализации инвестиционных проектов (т. е. более одного года);
- в-третьих, осуществление 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 были разработаны методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования⁸. Эти рекомендации основываются на методологии, применяемой в современной международной практике. Используются также подходы, выработанные при создании отечественных методик⁹.

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? Кратко их можно обозначить как финансовая состоятельность вложений (финансовая оценка) и эффективность инвестиций (экономическая оценка). По этим критериям проводят соответственно финансовую и экономическую оценки инвестиционных проектов.

Оба подхода, или метода, взаимно дополняют друг друга. Первый используется для анализа ликвидности (платежеспособности) инвестиций в ходе его реализации. Во втором заключается потенциальная способность инвестиций сохранить покупательную ценность вложенных средств и обеспечить достаточный темп их прироста.

Рассмотрим коммерческую оценку инвестиционных проектов (рис. 19). Финансовая оценка инвестиций должна обеспечить достижение двух главных целей:

- получение приемлемой прибыли на вложенный капитал;
- 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.

⁸ Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования : офиц. изд. М., 1994 [Электронный ресурс]. URL: <https://normativ.kontur.ru/document?moduleId=1&documentId=15578> (дата обращения: 16.06.2020).

⁹ Методические рекомендации по комплексной оценке эффективности мероприятий, направленных на ускорение научно-технического прогресса. М., 1998 [Электронный ресурс]. URL: <https://docviewer.yandex.ru/view/> (дата обращения: 01.07.2020).



Рис. 19. Коммерческая оценка инвестиций

Для решения вышеуказанных задач используются следующие группы коэффициентов финансовой оценки проекта:

- рентабельности;
- оборачиваемости (деловой активности);
- ликвидности (финансовой устойчивости).

В прил. 8 представлены наиболее часто используемые коэффициенты финансовой оценки инвестиций. Все показатели оборачиваемости используются для определения скорости движения денежных 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 ($O_{ок}$). Показатели, входящие в только что рассмотренные категории, отражают успешность предполагаемой к осуществлению производственной и маркетинговой политики.

Для России рекомендуется использовать следующие значения коэффициентов ликвидности: $L_{общ} = 1,5 - 2,0$; $L_{сроч} = 0,5 - 1,2$; $L_{аос} = 0,2 - 0,25$.

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 этом случае следует пользоваться формами бухгалтерской отчетности предприятия, а 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. 20).



Рис. 20. Методы оценки эффективности инвестиционных проектов

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 обоснованных принципов. Их можно разделить на три группы:

1) *методологические*, наиболее общие, обеспечивающие при их применении рациональное поведение экономических субъектов независимо от характера и целей проекта;

2) *методические*, обеспечивающие экономическую обоснованность оценок эффективности проектов и решений, принимаемых на их основе;

3) *операционные*, соблюдение которых облегчит и упростит процедуру оценки эффективности проектов и обеспечит необходимую точность расчетов.

Группировка содержательного контента принципов оценки эффективности инвестиций и их распределение указаны в табл. 15.

Принципы оценки эффективности инвестиций

№ п/п	Методологические	Методические	Операционные
1	Измеримость	Сравнение ситуаций с «проектом» и «без проекта»	Взаимосвязь параметров
2	Сравнимость	Уникальность	Моделирование
3	Выгодность	Субоптимизация	Организационно-экономический механизм реализации проекта
4	Согласованность интересов	Неуправляемость прошлого	Многостадийность оценки
5	Платность ресурсов	Динамичность	Информационная и методическая согласованность
6	Неотрицательность и максимум эффекта	Временная ценность денег	Симплификация
7	Системность	Неполнота информации	
8	Комплексность	Структура капитала	
9	Неопровергаемость методов	Многовалютность	

Подробное рассмотрение этих принципов содержится во многих научных изданиях по вопросу 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 основанные на практическом опыте или конкретизирующие общие принципы применительно к определенной ситуации, в случае необходимости излагаются при описании соответствующих этапов расчета. Современные методы оценки инвестиций позволяют принимать достаточно обоснованные управленческие решения с минимально возможным уровнем погрешности (ошибок).

4.2. Методы оценки реальных инвестиций

В основе процесса принятия управленческих решений инвестиционного характера лежат оценка и сравнение объема предполагаемых инвестиций и будущих денежных поступлений.

Поскольку сравниваемые показатели относятся к различным моментам времени, ключевой проблемой здесь является их сопоставимость. Воспринимать ее можно по-разному, в зависимости от существующих объективных и субъективных условий: темпа инфляции, размера инвестиций и генерируемых поступлений, горизонта прогнозирования, уровня квалификации аналитика и т. п.

При оценке притока денежных средств по годам может возникнуть проблема в отношении последних лет реализации проекта: чем более протяжен он во времени, тем более неопределенными и рискованными являются притоки денежных средств отдаленных лет. В отношении значений поступлений последних лет могут вводиться понижающие коэффициенты либо эти поступления могут исключаться из анализа.

Наглядным инструментом при анализе инвестиционных проектов является графическое представление соответствующего денежного потока (рис. 21).

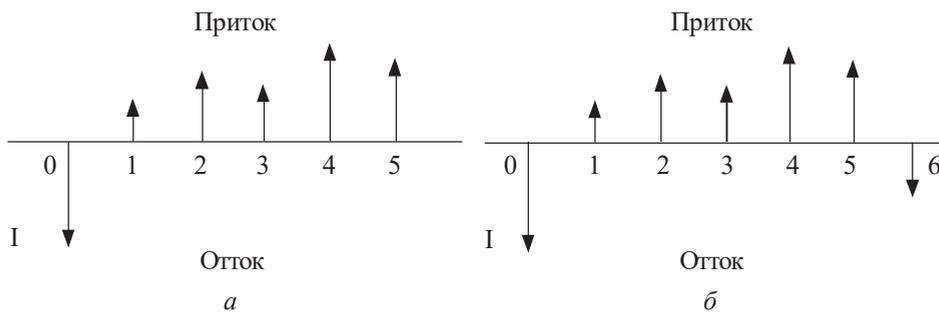


Рис. 21. Графическое представление денежного потока:

a – обычный (ординарный) денежный поток;
б – необычный (неординарный) денежный поток

В наиболее общем виде инвестиционный проект P представляет собой следующую модель:

$$P = \{I_i, S_t, n, r\}, \quad (11)$$

где I_i – инвестиции в i -м году; $i = 1, 2, \dots, m$ (чаще всего считается, что $m = 1$);

S_t – приток (отток) денежных средств в год t ; $t = 1, 2, \dots, n$;

n – продолжительность проекта;

r – коэффициент дисконтирования.

При анализе инвестиционных проектов следует учитывать ряд положений:

- с каждым инвестиционным проектом принято связывать денежный поток, элементы которого представляют собой либо чистые оттоки, либо чистые притоки денежных средств, иногда в анализе используется не денежный поток, а последовательность прогнозных значений чистой годовой прибыли, генерируемой проектом;

- чаще всего анализ ведется по годам, хотя его можно проводить по равным базовым периодам любой продолжительности (месяц, квартал). Необходимо

при этом увязать величины элементов денежного потока, процентную ставку и длину периода.

- предполагается, что весь объем инвестиций делается в конце года, предшествующего первому году генерируемого проектом притока денежных средств (инвестиции могут быть сделаны в течение ряда последующих лет);

- приток (отток) денежных средств оценивается на конец очередного года.

Методы оценки инвестиционных проектов можно подразделить на следующие группы в зависимости от того, учитывается или нет временный параметр.

1. *Методы, основанные на дисконтированных оценках:*

- оценки проектов по чистой приведенной стоимости (*Net Present Value – NPV*);

- расчета индекса чистой доходности (рентабельности) инвестиций (*Profitability Index – PI*);

- оценки проектов по внутренней норме доходности (*Internal Rate of Return – IRR*);

- расчета проектов по дисконтированному сроку окупаемости (*Discounted Payback Period – DPP*).

2. *Методы, основанные на учетных оценках:*

- оценки проектов по сроку окупаемости (*Payback Period – PP*);

- расчета дохода (прибыли) от инвестиций (*Return on investment – ROI*);

- оценки проектов по бухгалтерской норме доходности (коэффициент эффективности инвестиций) (*Accounting Rate of Return – ARR*).

Метод оценки проектов по чистой приведенной стоимости (*Net Present Value – NPV*)

Этот метод основан на сопоставлении величины исходной инвестиции I_0 с общей суммой дисконтированных чистых денежных поступлений, генерируемых ею в течение прогнозируемого срока.

$$NPV = \sum_{t=0}^{t=n} S_t (1+r)^{-t}, \quad (12)$$

$$NPV = \sum_{t=1}^{t=n} S_t (1+r)^{-t} - I_0, \quad (13)$$

где S_t – поток реальных денег в год t (приток имеет знак «+», отток – знак «-»), ден. ед.;

n – срок действия проекта (горизонт расчета), годы;

r – ставка дисконта (относительные единицы);

$I_0 = S_0$ – первоначальные инвестиции, ден. ед.

Коэффициент $\frac{1}{(1+r)^t}$ называется коэффициентом дисконтирования (или дисконтированным множителем).

контрированным множителем).

NPV следует рассматривать как приведенный к моменту начала реализации проекта экономический эффект от его функционирования.

Проект может быть принят к реализации, если его $NPV > 0$.

Из двух проектов выбирают тот, который характеризуется наибольшей чистой приведенной стоимостью NPV.

NPV – это критерий аддитивный, т. е. $NPV(A + B) = NPV(A) + NPV(B)$.

Следовательно, NPV совокупности проектов равна сумме NPV каждого проекта.

Если проект предполагает не разовую инвестицию, а последовательное инвестирование финансовых ресурсов в течение m лет, то формула для расчета NPV модифицируется следующим образом:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{S_t}{(1+r)^t} - \sum_{j=1}^m \frac{I_j}{(1+i)^j}, \quad (14)$$

где i – прогнозируемый средний уровень инфляции.

Особый интерес представляет использование критерия NPV для оценки инвестиционных проектов по периодической замене оборудования. Если проект предусматривает установку оборудования определенного типа, требующего замены каждые m лет, то для периода $T \rightarrow \infty$, его NPV равна

$$NPV = NPV_m \frac{(1+r)^m}{(1+r)^{m-1}},$$

где $NPV_m = \sum_{t=0}^m S_t (1+r)^{-t}$.

Метод расчета индекса чистой доходности (рентабельности) инвестиций (*Profitability Index* – PI)

Индекс чистой доходности используют при выборе инвестиционного проекта из нескольких имеющихся альтернативных проектов:

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^n S_t (1+r)^{-t}}{I_0}, \quad (15)$$

где PI – относительный показатель, который характеризует уровень доходов на единицу затрат, т. е. экономическую эффективность инвестиций. Условие выбора варианта $PI \rightarrow \max$.

В числителе дроби выражения (15) указана чистая приведенная стоимость плюс непосредственно стоимость проекта (первоначальные инвестиции). Поэтому формулу расчета можно записать следующим образом:

$$PI = \frac{NPV + I_0}{I_0}, \text{ или } PI = \frac{NPV}{I_0} + 1.$$

Дробь $\frac{NPV}{I_0}$, называемая *индексом относительного обогащения*, или *удельным дисконтированным доходом*, иногда используется вместо индекса рентабельности и приводит к тем же выводам.

Метод оценки проектов по внутренней норме доходности (окупаемости) (*Internal Rate of Return – IRR*)

Метод внутренней нормы доходности использует концепцию дисконтированной стоимости. Он сводится к нахождению такой ставки дисконтирования, при которой текущая стоимость ожидаемых от инвестиционного проекта доходов будет равна текущей стоимости необходимых денежных вложений. Иными словами, IRR – это значение коэффициента дисконтирования, при котором $NPV = 0$.

Внутренняя норма доходности IRR находится путем решения относительно IRR уравнения

$$\sum_{t=1}^n S_t (1 + R)^{-t} - I_0 = 0. \quad (16)$$

Решение уравнения производится методом итераций.

Проект может быть принят, если IRR превышает величину существующей учетной ставки (используемой при расчете NPV) или равен ей.

Для более наглядного понимания природы критерия IRR воспользуемся графическим методом (рис. 22).

Рассмотрим функцию

$$y = f(r) = \sum_{t=0}^n \frac{S_t}{(1 + r)^t}. \quad (17)$$

Эта функция имеет ряд свойств:

1) $y = f(r)$ – нелинейная функция; это свойство может иметь серьезные последствия при расчете критерия;

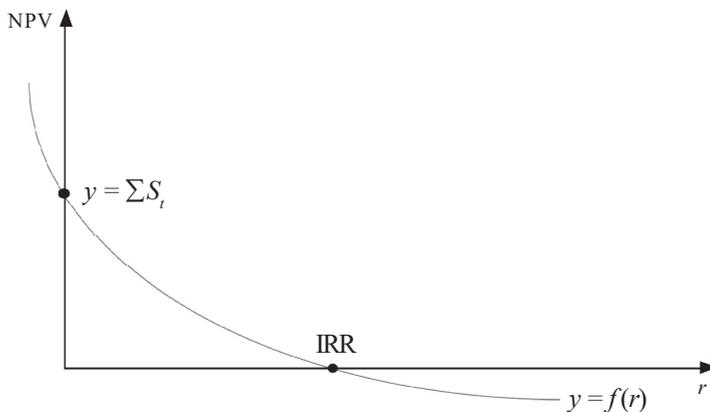


Рис. 22. График NPV классического инвестиционного проекта

2) при $r = 0$ выражение в правой части преобразуется в сумму элементов исходного денежного потока, т. е. график NPV пересекает ось ординат в точке, равной сумме всех элементов дисконтированного денежного потока, включая величину исходных инвестиций;

3) для проекта с обычным денежным потоком (отток сменяется притоком) функция $y = f(r)$ является убывающей, т. е. с ростом r график функции стремится к оси абсцисс и пересекает ее в точке IRR;

4) ввиду нелинейности функции $y = f(r)$, а также возможных различных комбинаций знаков элементов денежного потока, функция может иметь несколько точек пересечения с осью абсцисс.

Смысл расчета внутренней нормы доходности при анализе эффективности планируемых инвестиций заключается в следующем: IRR показывает ожидаемую доходность проекта и, следовательно, максимально допустимый относительный уровень расходов, которые могут быть ассоциированы с данным проектом.

Например, если проект полностью финансируется за счет ссуды коммерческого банка, то значение IRR показывает верхнюю границу допустимого уровня банковской процентной ставки, превышение которого делает проект убыточным. В качестве критерия сравнения может использоваться средневзвешенная стоимость капитала при условии, что предприятие использует несколько источников финансирования инвестиционного проекта.

Практическое применение данного метода осложняется, если в распоряжении аналитика нет специализированного финансового калькулятора. В этом случае применяется метод последовательных итераций с использованием коэффициентов дисконтирования. Для этого с помощью таблиц выбираются два коэффициента дисконтирования $r_1 < r_2$ таким образом, чтобы в интервале (r_1, r_2) функция $NPV = f(r)$ меняла свое значение с «+» на «-» или с «-» на «+». Далее применяют формулу

$$IRR = r_1 + \frac{f(r_1)}{f(r_1) - f(r_2)} \times (r_2 - r_1), \quad (18)$$

где r_1 – значение табулированного коэффициента дисконтирования, при котором $f(r_1) > 0$; ($f(r_1) < 0$);

r_2 – значение табулированного коэффициента дисконтирования, при котором $f(r_2) < 0$; ($f(r_2) > 0$);

точность вычислений обратно пропорциональна длине интервала (r_1, r_2) , а наилучшая аппроксимация с использованием табулированных значений достигается в случае, когда длина интервала равна 1 %, т. е. r_1, r_2 – ближайшие друг к другу значения коэффициента дисконтирования, удовлетворяющие условиям (в случае изменения знака функции $y = f(r)$ с «+» на «-»);

r_1 – значение табулированного коэффициента дисконтирования, минимизирующее положительное значение показателя NPV;

r_2 – значение табулированного коэффициента дисконтирования, максимизирующее отрицательное значение показателя NPV.

Сравнительная характеристика критериев NPV и IRR

Основным недостатком метода IRR является предположение, что поступающие денежные потоки реинвестируются по ставке $r = \text{IRR}$ проекта. Использование критерия NPV предполагает, что доступной процентной ставкой, по которой могут быть реинвестированы поступающие денежные средства, является цена капитала. Таким образом, по критерию NPV дисконтирование выполняется по цене капитала, тогда как по критерию IRR – по величине IRR проекта. Однако доступной и возможной ставкой реинвестирования является цена капитала. Этим обосновывается предпочтительность критерия NPV.

Рассмотрим некоторые особенности использования методов NPV и IRR.

1. Альтернативные проекты, различающиеся по масштабу

В сравнительном анализе альтернативных инвестиционных проектов критерий IRR можно использовать достаточно условно. Так, если расчет критерия IRR для двух проектов показал, что его значение для проекта А больше, чем для проекта В, то чаще всего проект А может рассматриваться как более предпочтительный, поскольку допускает большую гибкость в варьировании источниками финансирования инвестиций, цена которых может существенно различаться. Однако такое предпочтение носит весьма условный характер. Поскольку IRR является относительным показателем, на его основе невозможно сделать правильные выводы об альтернативных проектах с позиции их возможного вклада в увеличение капитала фирмы, особенно если проекты существенно различаются по масштабу (т. е. величине инвестиций).

Пример 1

Проанализируем два альтернативных проекта, если цена капитала компании составляет 10 %. Исходные данные и результаты расчетов приведены в табл. 16.

Т а б л и ц а 16

Исходные данные

Проект	Величина инвестиций	Денежный поток		IRR, %	NPV, при 10 %
		1-й год	2-й год		
А	250	150	700	100	465
В	15 000	5 000	19 000	30,4	5 248

Фирма может отдать предпочтение проекту А с более высоким значением IRR. Однако из-за небольшого объема первоначальных инвестиций проект А дает небольшой доход (на порядок меньше, чем проект В). Поэтому, если фирма имеет возможность профинансировать проект В, его следует предпочесть.

2. Резерв безопасности проекта

Основной недостаток критерия NPV в том, что это абсолютный показатель, поэтому он не может дать информации о так называемом резерве безопасности проекта. Возникает вопрос: если допущена ошибка в прогнозе денежного потока или коэффициента дисконтирования, насколько велика опасность того, что проект, который ранее рассматривался как прибыльный, окажется убыточным?

Информацию о резерве безопасности дают критерии IRR и PI. Так, при прочих равных условиях:

– чем больше IRR по сравнению с ценой капитала проекта, тем больше резерв безопасности;

– чем более значение PI превосходит единицу, тем больше резерв безопасности.

Иными словами, с позиции риска можно сравнивать два проекта по критериям IRR и PI, но нельзя по критерию NPV.

Рассмотрим следующую ситуацию.

Пример 2

Проект С имеет прогнозные значения денежного потока, млн долл.: –100; 20; 25; 40; 70. Требуется проанализировать целесообразность включения его в инвестиционный портфель при условии, что цена капитала $r = 15\%$.

Расчеты показывают, что $NPV_C = 2,6$ млн долл. Можно сделать вывод, что проект обеспечивает высокий прирост капитала компании (в абсолютном выражении).

Однако $IRR_C = 16\%$, т. е. очень близко к прогнозируемой цене капитала. Очевидно, что проект С является весьма рисковым.

Если предположить, что в оценке прогнозируемой цены источника допущена ошибка и реальное ее значение $r = 17\%$, проект С принять нельзя, так как $NPV_C = -2,3$ млн долл.

Данный пример показывает, что ориентация на критерий NPV не всегда оправдана. Высокое значение NPV может быть сопряжено с достаточно высоким риском.

Высокое значение IRR во многих случаях указывает на наличие определенного резерва безопасности в отношении данного проекта.

3. Альтернативные проекты, различающиеся по интенсивности притока денежных средств

Противоречие между NPV и IRR может также возникать из-за различий в распределении общей суммы притока денежных средств во времени, даже если два проекта имеют одинаковую величину исходных инвестиций.

Кроме того, поскольку зависимость NPV от ставки дисконтирования r нелинейная, значение NPV может существенно зависеть от r , причем степень этой зависимости различна и также определяется динамикой элементов денежного потока.

Пример 3

Рассмотрим два независимых проекта, млн рублей.

А: –200; 150; 80; 15; 15; 10;

В: –200; 20; 50; 50; 90; 110.

Требуется ранжировать их по степени приоритетности при условии, что планируемая цена источника финансирования весьма неопределенна и может варьировать в интервале от 5 до 20 %. В табл. 17 приведены результаты расчетов для различных возможных ситуаций.

Т а б л и ц а 17

Результаты расчетов, %

Проект	Значение NPV при				IRR
	$r = 5$	$r = 10$	$r = 15$	$r = 20$	
А	48,6	30,2	14,3	0,5	20,2
В	76,5	34,3	0,7	–26,3	15,1

Проекты А и В не одинаковым образом реагируют на изменение значения коэффициента дисконтирования. Причина – проект А имеет убывающий денежный поток, проект В – нарастающий. Поскольку интенсивность возмещения инвестиции в проекте А существенно выше, чем в проекте В, он в меньшей степени реагирует на негативное увеличение коэффициента дисконтирования.

Анализируя проекты при различных значениях коэффициента дисконтирования, можно сделать вывод, что при $r = 5\%$ по критерию NPV наиболее предпочтительным является проект В, а по критерию IRR – проект А. Однако при увеличении r до 20 % и по критерию NPV, и по критерию IRR предпочтение следует отдать проекту А.

Судя по значению IRR, проект В является более рискованным.

4. Влияние коэффициента дисконтирования на ранжирование проектов по критерию NPV

Для проектов классического характера (с ординарным денежным потоком) критерий IRR показывает лишь максимальный уровень затрат, который может быть ассоциирован с оцениваемым проектом. Если цена инвестиций в оба альтернативных проекта меньше, чем значение IRR для них, выбор может быть сделан с помощью дополнительных критериев. Критерий IRR не позволяет различить ситуации, когда цена капитала меняется.

Пример 4

В табл. 18 приведены исходные данные по двум альтернативным проектам. Требуется выбрать один из них при условии, что цена капитала, предназначенного для инвестирования проекта А – 8 %; Б – 15 %.

Т а б л и ц а 18

Исходные данные, млн рублей

Проект	Величина инвестиции	Денежный поток по годам			IRR, %	Точка Фишера	
		1-й	2-й	3-й		r , %	NPV
А	-100	90	45	9	30	9,82	26,06
В	-100	10	50	100	20,4	9,82	26,06
А – В	0	-80	5	91	9,82	–	–

Исходя из критерия IRR, оба проекта равноправны. На первый взгляд, сделать выбор невозможно. Построим графики функции $NPV = f(r)$ для обоих проектов (рис. 23).

На рис. 23 видно, что с ростом r графики NPV проектов А и В убывают.

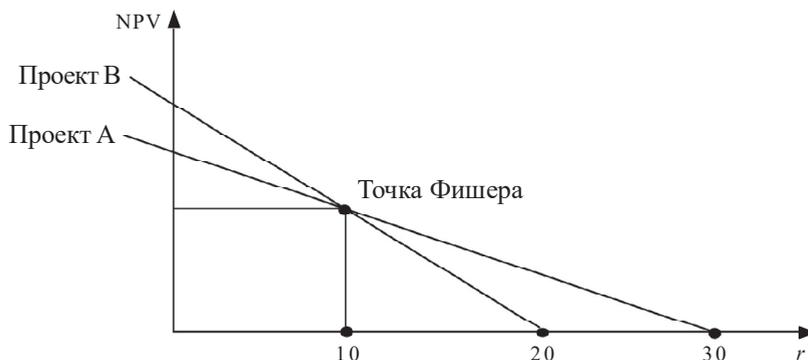


Рис. 23. Сравнительный анализ проектов

Заметим, что проект В имеет более высокое значение NPV при низких значениях r ; при $r > 9,8\%$ проект А имеет более высокие значения NPV. Можно сделать вывод, что NPV проекта В «более чувствителен» к изменению ставки дисконта, чем NPV проекта А, поскольку с ростом r NPV_B убывает более высокими темпами. Это связано с тем, что приток денежных средств в проекте А идет более быстрыми темпами. Если проект имеет большую часть поступлений в начальные годы, его NPV с ростом r будет убывать значительно медленнее по сравнению с проектом, в котором в первые годы поступает относительно меньшая часть общего притока денежных средств.

Следовательно, проект В, который имеет большую часть поступлений, в последние годы невыгоден, если дисконтная ставка повышается, тогда как проект А, в котором приток денежных средств идет более быстрыми темпами в первые годы, в меньшей степени реагирует на увеличение ставки.

Точка пересечения двух графиков ($r = 9,82\%$), показывающая значение коэффициента дисконтирования, при котором оба проекта имеют одинаковый NPV, называется *точкой Фишера*. Она служит пограничной точкой. Исходя из этого, можно сделать вывод, что в случае а) следует предпочесть проект А; в случае б) – проект В.

Точка Фишера для потоков А и В может быть найдена как IRR разностного потока (А – В) или (В – А).

5. Свойство аддитивности

Одним из существенных недостатков критерия IRR является то, что, в отличие от критерия NPV, он не обладает свойством аддитивности, т. е. для двух инвестиционных проектов А и В, которые могут быть осуществлены одновременно:

$$NPV(A + B) = NPV(A) + NPV(B),$$

но $IRR(A + B) \neq IRR(A) + IRR(B)$.

6. Множественность IRR

Критерий IRR совершенно непригоден для анализа неординарных инвестиционных потоков. В этом случае может возникнуть множество значений IRR, возможны ситуации, когда положительного значения IRR не существует (рис. 24).

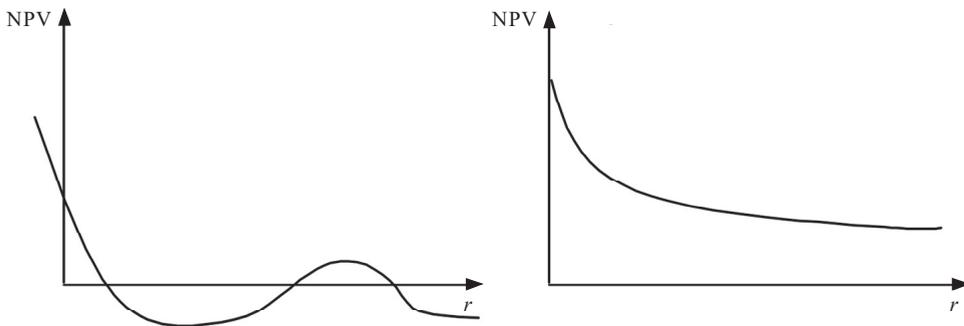


Рис. 24. Множественность IRR

7. Сложность вычисления

С точки зрения процедуры вычисления, вычисление IRR значительно сложнее, чем NPV.

Модифицированная внутренняя норма доходности (*Modified Internal Rate of Return – MIRR*).

Основной недостаток, присущий IRR, в отношении оценки проектов с неординарными денежными потоками, не является критическим и может быть преодолен.

Соответствующий аналог IRR, который может применяться при анализе любых проектов, назвали модифицированной внутренней нормой прибыли (MIRR).

Алгоритм расчета MIRR:

1. Рассчитывается суммарная дисконтированная стоимость всех оттоков по цене источника финансирования проекта.

2. Рассчитывается суммарная наращенная стоимость всех притоков по цене источника финансирования проекта – терминальная стоимость.

3. Определяется коэффициент дисконтирования, который уравнивает суммарную приведенную стоимость оттоков и терминальную стоимость, т. е. MIRR.

Общая формула расчета имеет вид:

$$\sum_{t=0}^n \frac{S_{-t}}{(1+r)^t} = \frac{\sum_{t=0}^n S_{+t}(1+r)^{n-t}}{(1+\text{MIRR})^n}, \quad (19)$$

где S_{-t} – отток денежных средств в период t (по абсолютной величине);

S_{+t} – приток денежных средств в период t ;

r – цена источника финансирования данного проекта;

n – продолжительность проекта.

Формула имеет смысл, если терминальная стоимость превышает сумму дисконтированных оттоков. Критерий MIRR всегда имеет единственное значение, поэтому может применяться вместо критерия IRR для неординарных потоков.

Противоречия между критериями NPV и MIRR могут возникать, если проекты различаются по масштабу:

– значения элементов у одного потока значительно больше по абсолютной величине, чем у другого;

– проекты имеют различную продолжительность.

Методы определения срока окупаемости инвестиций (*Payback Period* – PP)

Срок (период) окупаемости – один из самых простых и наиболее часто используемых методов оценки инвестиций. Он не предполагает временной упорядоченности денежных поступлений.

Период окупаемости (payback period) определяется как время, требуемое для того, чтобы доходы от инвестиционного проекта стали равны первоначальному вложению в данный проект.

Если ожидается, что денежный поток от инвестиционного проекта будет одинаковым в течение ряда лет, то

$$T_{\text{ок}} = \frac{I_0}{S_t}, \text{ лет}, \quad (20)$$

где I_0 – первоначальные инвестиции;

S_t – ежегодный поток реальных денег.

Если ожидаемый поток доходов меняется из года в год, необходимо составить баланс денежных потоков (кумулятивный денежный поток).

$T_{\text{ок}}$ находится по выражению:

$$T_{\text{ок}} = t' - \left| \frac{\sum_{t=0}^{t'} S_t}{S'_t} \right|, \quad (21)$$

где t' – номер года, в котором сумма денежных потоков поменяла знак (стала положительной);

$\sum_{t=0}^{t'} S_t$ – баланс (сумма) денежных потоков;

S'_t – в знаменателе – денежный поток, который изменил знак с «–» на «+».

Пример 5

Проект генерирует следующие денежные потоки, тыс. рублей:

$C_0 = -100$; $C_1 = +50$; $C_2 = -20$; $C_3 = +30$; $C_4 = +60$; $C_5 = +40$.

Составляем баланс (кумулятивный денежный поток), тыс. рублей:

0-й год – (–100);

1-й год – (–50);

2-й год – (–70);

3-й год – (–40);

4-й год – (+20).

$$T_{\text{ок}} = 4 - \frac{20\,000}{60\,000} = 3,67 \text{ года.}$$

Недостатки метода:

- 1) не рассматривает доходы от инвестиций за пределами периода окупаемости;
- 2) не учитывает разницу во времени получения доходов в пределах периода окупаемости;
- 3) не учитывает различие в распределении доходов по годам;
- 4) не позволяет судить об экономической выгоде проекта;
- 5) не учитывает различие в первоначальных инвестициях разных проектов.

Преимущества метода:

- 1) очень прост;
- 2) позволяет судить о ликвидности проекта (главное, чтобы инвестиции окупались и как можно скорее);
- 3) дает представление об уровне риска проекта (чем короче срок окупаемости, тем менее рискованным является проект).

Дисконтированный период окупаемости

Это период времени, необходимый для того, чтобы текущая стоимость из отрицательной стала положительной. Используя данный метод, мы находим точку безубыточности проекта. Денежные потоки дисконтируются по показателю

«средневзвешенная цена капитала», и рассчитывается сумма $\sum_{t=1}^n S_t \frac{1}{(1+r)^t} \geq I_0$.

Дальнейший расчет аналогичен расчету обычного периода окупаемости.

В случае дисконтирования срок окупаемости увеличивается, т. е. проект, приемлемый по критерию срока окупаемости, может оказаться неприемлемым по критерию дисконтированного срока окупаемости.

Метод расчета доходности инвестиций (Return of Investment – ROI)

Данный метод предусматривает сопоставление ежегодной прибыли (до налогообложения или после) с первоначальными капиталовложениями.

Существует несколько форм такого сопоставления. Предполагается, что срок функционирования проекта известен.

а. Ежегодная прибыль от полных первоначальных капиталовложений

$$\text{ROI} = \frac{\text{Ежегодная прибыль}}{\text{Первоначальные капиталовложения}} = \frac{S_t}{I_0}. \quad (22)$$

б. Ежегодная прибыль от средних за период функционирования проекта капиталовложений

$$\text{ROI} = \frac{S_t}{(I_0 \pm I_{\text{кон}}) / 2}, \quad (23)$$

где $I_{\text{кон}}$ – остаточная или ликвидационная стоимость проекта.

в. Среднегодовая прибыль от средних капиталовложений за период T

$$\text{ROI} = \frac{\sum_{t=1}^T S_t - I_0 / T}{(I_0 \pm I_{\text{кон}}) / 2}. \quad (24)$$

Может быть использован и следующий подход при расчете ROI: сопоставление ежегодной прибыли (до налогообложения или после) с первоначальными капиталовложениями.

$$\text{ROI} = \frac{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T P_t}{\frac{1}{N} \sum_{n=0}^N I_n}, \quad (25)$$

где $\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T P_t$ – средняя прибыль за период функционирования проекта (расчет ведется начиная с первого года функционирования проекта);

P_t – прибыль в год t ;

T – количество периодов функционирования проекта;

$\frac{1}{N} \sum_{n=0}^N I_n$ – средние инвестиции (если капитальные вложения осуществляются

в течение нескольких периодов, они суммируются и усредняются по количеству периодов инвестирования);

I_n – инвестиции в период n ;

N – количество периодов инвестирования.

Достоинства метода:

- 1) простота;
- 2) широкое использование на практике.

Недостатки метода:

1) метод не учитывает временную компоненту денежных потоков, денежные потоки не дисконтируются;

2) не учитывается время поступления денежных потоков, формирующих прибыль. Для инвестора предпочтительнее проекты, которые дают большие притоки реальных денег в начале периода;

3) метод не учитывает разницу между проектами, имеющими одинаковую среднегодовую прибыль, но генерируемую в течение различного количества лет;

4) величина ROI подсчитывается по балансовой стоимости активов, хотя для инвестора важен показатель, отражающий их рыночную стоимость.

Метод оценки проектов по бухгалтерской норме доходности (Accounting Rate of Return – ARR)

Этот показатель используется менеджерами как показатель эффективности функционирования. В самом общем виде он определяется следующим образом:

$$ARR = \frac{\text{Средняя бухгалтерская прибыль}}{\text{Среднее значение капиталовложений}}.$$

Здесь средняя бухгалтерская прибыль – это среднегодовая прибыль после уплаты налогов за весь период функционирования проекта.

Среднее значение капиталовложений также относится ко всему периоду функционирования проекта.

Однако поскольку речь идет об использовании при расчетах информации, содержащейся в бухгалтерских документах, рассматриваемый показатель для какого-то года t можно представить в виде:

$$ARR = \frac{F_t - (A_{t-1} - A_t)}{A_{t-1}}, \quad (26)$$

где F_t – чистый (после налога) приток реальных денег в год t ;

A_t – балансовая стоимость материальных активов в год t .

Очевидно, что разность $(A_{t-1} - A_t)$ представляет собой амортизацию основных фондов за год.

За весь период функционирования проекта T величина показателя находится как средняя величина:

$$ARR = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T ARR_t. \quad (27)$$

Решения, связанные с инвестициями, имеют для фирмы исключительно большое значение. Поэтому для их принятия нельзя пользоваться каким-то одним методом анализа альтернативных инвестиционных предложений. Следует использовать все методы, тщательно проанализировать причины возникающих расхождений в порядках ранжирования.

Наиболее весомым считается метод NPV. Однако возможна ситуация, когда значения NPV для нескольких проектов одинаковы или очень близки. Тогда целесообразно оценить их с помощью других методов.

4.3. Методы оценки финансовых инвестиций

Природа ценных бумаг делает инвестирование в них не похожим на инвестирование в основные фонды. Это отличие обусловлено следующими обстоятельствами:

- возможностью деления этих инвестиций на мелкие части;
- возможностью осуществлять вложения средств на короткие промежутки времени.

Благодаря этому при инвестициях в ценные бумаги можно не принимать во внимание объемы и длительности периодов инвестирования альтернативных вариантов.

Из-за очень большого числа инвесторов на рынке ценных бумаг использование для анализа эффективности вариантов метода NPV невозможно.

Для оценки доходности инвестиций в ценные бумаги можно использовать показатель нормы доходности за период владения ценной бумагой HPR (*holding period return*).

Идея заключается в том, чтобы определить период владения основным капиталом, после чего допустить, что любые выплаты, полученные за период, реинвестировали.

Принято считать, что любая выплата, полученная по ценной бумаге (например, дивиденд по акции), используется для дальнейшего приобретения ценных бумаг по текущему рыночному курсу.

Для периода в один год:

$$HPR = r_{hp} = \frac{V_t}{V_{t-1}} - 1,$$

где V_t – стоимость на конец периода владения;

V_{t-1} – стоимость на начало периода владения.

Доходность за период владения r_{hp} можно преобразовать в эквивалентную доходность за единичный период r_g :

$$(1 + r_g)^N = 1 + r_{hp}$$

или

$$r_g = (1 + r_{hp})^{1/N} - 1,$$

где N – количество единичных промежутков за период владения.

Пример

Акции в начале первого года стоят \$ 46 за штуку. Они принесли за год дивиденды в размере \$ 1,5. В конце первого года акции стоили \$ 50 и принесли в следующем году дивиденды в размере \$ 2. К концу второго года акции котировались по курсу \$ 56. Какова доходность акций за период владения в два года?

Введем обозначения:

V_0 – первоначальная стоимость;

V_1 – стоимость на конец первого года;

V_2 – стоимость в конце второго года.

$$\frac{V_2}{V_0} = \frac{V_2}{V_1} \times \frac{V_1}{V_0}.$$

$$\frac{V_1}{V_0} = \frac{\$ 51,5}{\$ 46} = 1,1196; \quad \frac{V_2}{V_1} = \frac{\$ 58}{\$ 50} = 1,16.$$

Относительная стоимость для двухгодичного периода владения будет равна: $1,1196 \cdot 1,16 = 1,2987$.

Относительная стоимость каждого периода можно рассматривать как $[1 + \text{доходность}]$ за этот период.

В нашем примере: доходность за первый год – 11,96 %; второй год – 16 %. Доходность за два года – 29,87 %. Годовая доходность: $\sqrt{1,2987} - 1 = 13,96 \%$.

Если речь идет об N -периодах:

$$\frac{V_N}{V_0} = (1 + r_{hp1}) \cdot (1 + r_{hp2}) \cdot \dots \cdot (1 + r_{hpN}).$$

Чтобы преобразовать полученный результат в доходность за время владения в расчете на один период с учетом начисления сложных процентов, можно вычислить среднегеометрическую доходность за отдельные периоды:

$$1 + r_g = \sqrt[N]{(1 + r_{hp1}) \cdot (1 + r_{hp2}) \cdot \dots \cdot (1 + r_{hpN})}.$$

Таким образом, показатель нормы доходности ценной бумаги для периода, состоящего из N лет, определяется по выражению:

$$r_g = \sqrt[N]{(1 + r_{hp1}) \cdot (1 + r_{hp2}) \cdot \dots \cdot (1 + r_{hpN})} - 1.$$

Платежи по безрисковым ценным бумагам могут быть предсказаны, так как их размеры и распределение по срокам точно известны.

Проблема выбора инвестиционного портфеля

В 1952 г. Гарри Марковиц опубликовал фундаментальную работу, которая является основой подхода к инвестициям с точки зрения современной теории формирования портфеля. Подход Марковица к проблеме выбора портфеля предполагает, что инвестор старается решить две проблемы:

- максимизировать ожидаемую доходность при заданном уровне риска;
- минимизировать неопределенность (риск) при заданном уровне ожидаемой доходности.

Следствием наличия двух противоречивых целей является необходимость проведения *диверсификации* с помощью покупки не одной, а нескольких ценных бумаг.

Доходность ценной бумаги за один период может быть вычислена по формуле:

$$\text{Доходность} = \frac{\text{Благосостояние в конце периода} - \text{Благосостояние в начале периода}}{\text{Благосостояние в начале периода}}.$$

Благосостояние в начале периода – цена покупки одной ценной бумаги данного вида в момент $t = 0$.

Благосостояние в конце периода – рыночная стоимость данной ценной бумаги в момент $t = 1$ в сумме со всеми выплатами держателю данной бумаги.

Поскольку портфель представляет собой совокупность различных ценных бумаг, его доходность может быть вычислена следующим образом:

$$r_p = \frac{W_1 - W_0}{W_0},$$

где W_0 – совокупная цена покупки всех ценных бумаг, входящих в портфель в момент $t = 0$;

W_1 – совокупная рыночная стоимость этих ценных бумаг в момент $t = 1$ в сумме с совокупным денежным доходом от обладания ценными бумагами с момента $t = 0$ до момента $t = 1$. Отсюда

$$W_0(1 + r_p) = W_1.$$

По *Марковицу*, инвестор должен считать уровень доходности, связанный с любым из альтернативных портфелей *случайной переменной*.

Норма доходности имеет две характеристики:

- математическое ожидание нормы доходности портфеля финансовых активов;
- дисперсия/стандартное отклонение нормы доходности портфеля.

Математическое ожидание нормы доходности портфеля:

$$r_p = \sum_{i=1}^N x_i \bar{r}_i = x_1 \bar{r}_1 + x_2 \bar{r}_2 + \dots + x_N \bar{r}_N,$$

где x_i – доля начальной стоимости портфеля, инвестированная в ценную бумагу i (доля актива i в инвестициях всего портфеля);

\bar{r}_i – математическое ожидание доходности ценной бумаги i .

$$\bar{r}_i = \sum_{i=0}^n p_i r_i,$$

где r_i – норма доходности при исходе i , $i \in \overline{1, n}$;

p_i – вероятность исхода i .

Пример 1. Вычисление ожидаемой доходности портфеля.

а. Стоимость ценной бумаги и портфеля:

Наименование ЦБ	Количество акций в портфеле	Начальная рыночная цена одной акции, \$	Сумма инвестиций, \$	Доля в начальной рыночной стоимости портфеля
А	100	40	4 000	$4\,000/17\,200 = 0,2325$
В	200	35	7 000	$7\,000/17\,200 = 0,4070$
С	100	62	6 200	$6\,200/17\,200 = 0,3605$

Начальная стоимость портфеля $W_0 = \$ 17\,200$. Сумма долей = 1,0.

б. Вычисление ожидаемой доходности портфеля с использованием стоимости на конец периода:

Наименование ЦБ	Количество акций в портфеле	Ожидаемая стоимость одной акции в конце периода, \$	Совокупная ожидаемая стоимость в конце периода, \$
А	100	46,48	$46,48 \times 100 = 4648$
В	200	43,61	$43,61 \times 200 = 8722$
С	100	76,14	$76,14 \times 100 = 7614$

Ожидаемая стоимость портфеля в конце периода $\bar{W}_i = \$ 20\,984$.

Ожидаемая доходность портфеля $\bar{r}_p = \frac{\$ 20\,984 - \$ 17\,200}{\$ 17\,200} = 22\%$.

в. Вычисление ожидаемой доходности портфеля с использованием ожидаемой доходности ценных бумаг:

Наименование ЦБ	Доля в начальной рыночной стоимости	Ожидаемая доходность ценных бумаг, %	Вклад в ожидаемую доходность портфеля, %
А	0,2325	16,2	$0,2325 \times 16,2 = 3,77$
В	0,4070	24,6	$0,4070 \times 22,8 = 8,22$
С	0,3605	22,8	$0,3605 \times 22,8 = 8,22$

Ожидаемая доходность портфеля $\bar{r}_p = 22\%$.

Дисперсия/стандартное отклонение нормы доходности портфеля

Дисперсия доходности одной ценной бумаги i – это математическое ожидание квадрата разницы между r_i и \bar{r}_i :

$$\sigma_i^2 = \sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r}_i)^2 \cdot p_i.$$

Дисперсия нормы доходности портфеля:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N x_i^2 \sigma_i^2 + 2 \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N x_i x_j \text{cov}(r_i; r_j),$$

где $\text{cov}(r_i; r_j)$ – ковариация между нормами доходности активов i и j .

Ковариация – это статистическая характеристика, иллюстрирующая меру сходства (или различия) двух ценных бумаг. Она показывает, как доходности двух ценных бумаг i и j зависят друг от друга.

$$\text{cov}(r_i; r_j) = \sum_s [(r_i(s) - \bar{r}_i)(r_j(s) - \bar{r}_j) \cdot p(s)],$$

где s – событие.

Положительное значение ковариации показывает, что доходности этих ценных бумаг имеют тенденцию изменяться в одну сторону (лучшая, чем ожидаемая доходность одной из ценных бумаг сопровождается лучшей, чем ожидаемая, доходностью другой ценной бумаги). Относительно небольшое или нулевое значение ковариации показывает, что связь между доходностью этих ценных бумаг слаба или отсутствует.

$$\text{cov}(r_i; r_j) = \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j,$$

где ρ_{ij} – коэффициент корреляции между r_i и r_j ;
 σ_i и σ_j – стандартные отклонения.

$$\rho_{ij} = \frac{\text{cov}(r_i; r_j)}{\sigma_i \sigma_j}.$$

Коэффициент корреляции нормирует ковариацию для облегчения сравнения с другими парами случайных переменных и принимает значения от -1 до $+1$.

Для двух ценных бумаг:

$$\sigma_p^2 = x_1^2 \sigma_1^2 + x_2^2 \sigma_2^2 + 2x_1 x_2 \rho \sigma_1 \sigma_2.$$

Рассмотрим различные варианты корреляции между доходностями двух ценных бумаг (рис. 25).

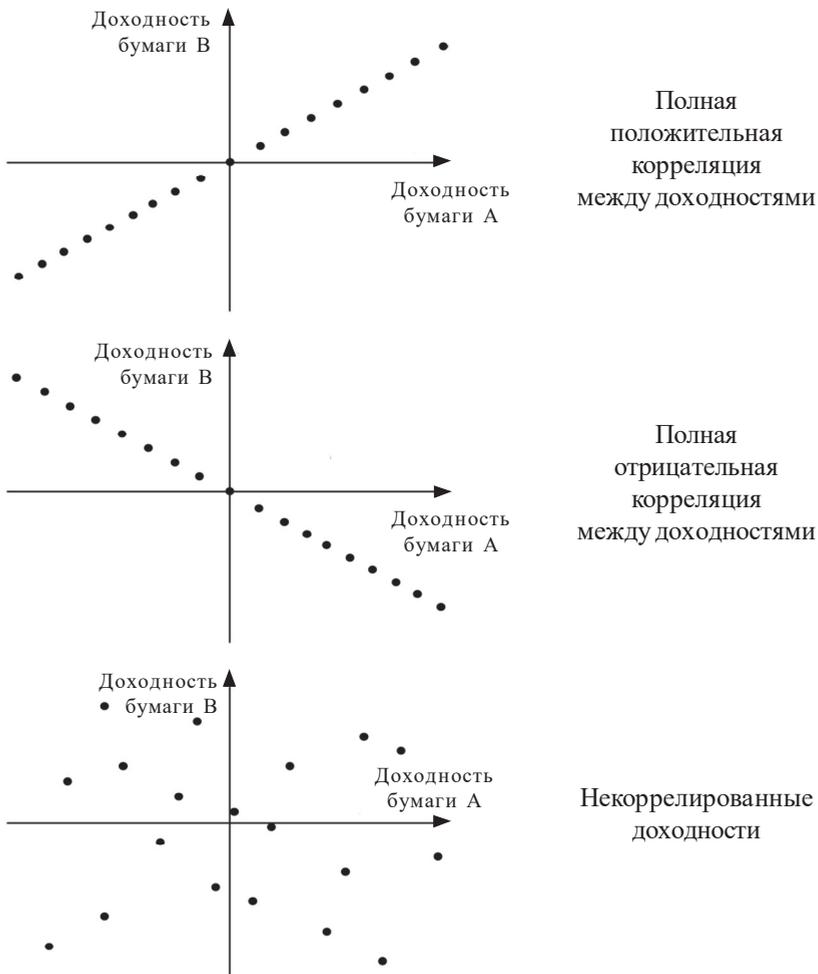


Рис. 25. Различные варианты корреляции между доходностями двух ценных бумаг

Если $\rho = -1$ – ценные бумаги, r_1 и r_2 находятся в отрицательной линейной зависимости (при увеличении r_1 уменьшается на точно известную величину).

Если $\rho > 0$ – корреляция положительна, но значение r_1 не позволяет предсказать точную величину r_2 .

Рассмотрим различные значения ρ .

1. $\rho = 1$ – линейная зависимость доходности активов А и В.

Ожидаемая доходность портфеля (рис. 26):

$$\bar{r}_p = x_1 \bar{r}_1 + x_2 \bar{r}_2,$$

где x_1 – доля инвестиций в актив 1;

x_2 – доля инвестиций в актив 2.

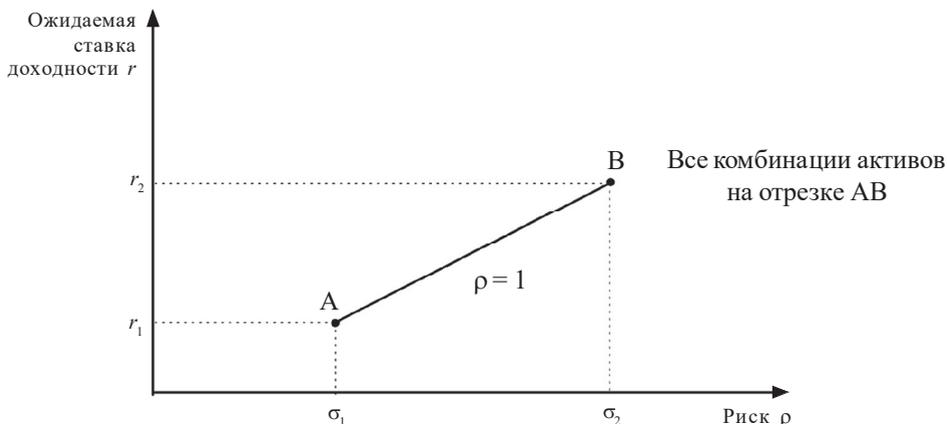


Рис. 26. Динамика доходности портфеля в зависимости от ставки дисконтирования

Среднеквадратическое отклонение доходности портфеля рассчитывается по формуле: $\sigma_p = x_1 \sigma_1 + x_2 \sigma_2$ – упрощенное выражение, которое может быть использовано лишь при $\rho = -1$ – отрицательная линейная зависимость. График безрискового портфеля представлен на рис. 27.

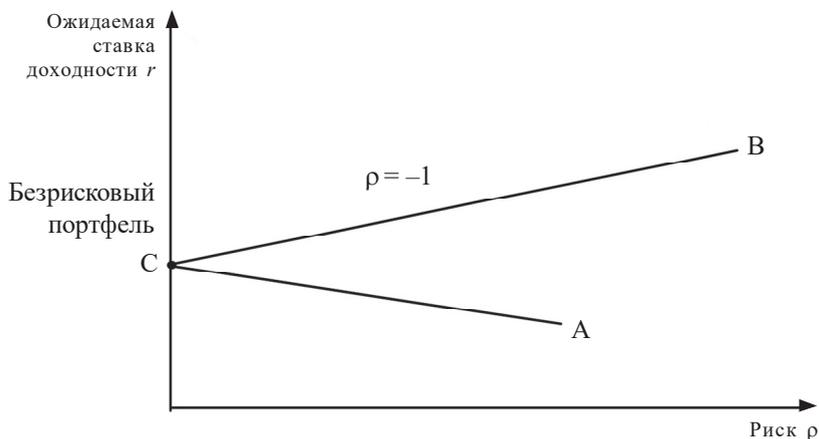


Рис. 27. График безрискового портфеля

2. $\rho = -1$ – отрицательная линейная зависимость.

При $\rho = -1$ можно составить такой портфель, риск которого будет нулевым. Если портфель на 100 % состоит из актива вида В, мы находимся в точке В. По мере того, как мы заменяем часть активов В на А, и риск, и ожидаемая доходность снижаются до тех пор, пока не достигнута точка С. При включении в портфель все больше активов типа А риск увеличивается, доходность падает.

Кривые безразличия

Метод, который применяется для выбора наиболее желательного портфеля, использует так называемые кривые безразличия инвестора (рис. 28). Эти кривые отражают отношение инвестора к риску и доходности и представляют собой различные комбинации риска и доходности, которые инвестор считает равноценными.

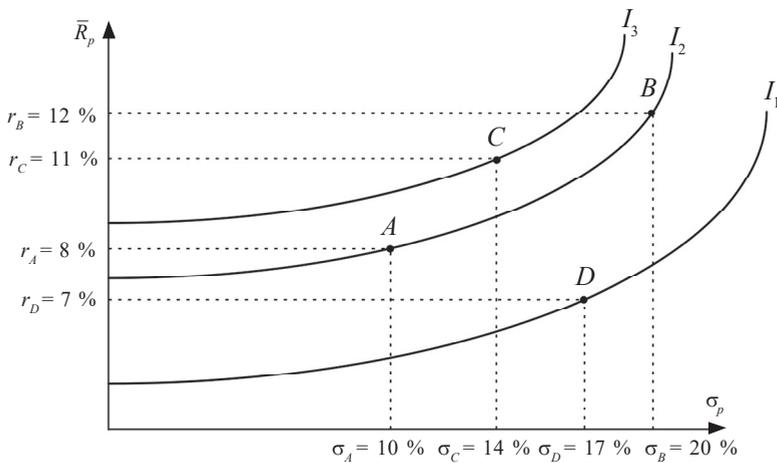


Рис. 28. График кривых безразличия инвестора, избегающего риска

Инвестор будет считать портфели А и В равноценными, несмотря на то, что они имеют различные ожидаемые доходности и стандартные отклонения, так как оба эти портфеля лежат на одной кривой безразличия I_2 .

Кривые безразличия не могут пересекаться. Чтобы доказать это условие, предположим, что кривые безразличия пересекаются (рис. 29).

На рис. 29 точка пересечения обозначена X. Все портфели на кривой являются равноценными. Это означает что все они так же ценны, как и X, потому что X находится на I_1 . Все портфели на I_2 является равноценными и в то же время такими же ценными, как и X, потому что X также принадлежит кривой I_2 . Исходя из того, что X принадлежит кривым безразличия, все портфели на I_1 должны быть настолько же ценны, насколько и все портфели на I_2 . Но это приводит к противоречию, потому что I_1 и I_2 являются двумя различными кривыми, отражающими различные уровни желательности.

Вернемся к рис. 26. Инвестор найдет портфель С с ожидаемой доходностью 11 % и стандартным отклонением 14 %, более предпочтительным по сравнению

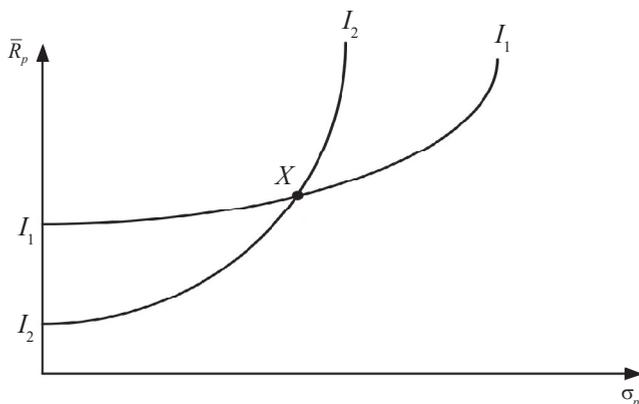


Рис. 29. Пересекающиеся кривые безразличия

с А и В. Это объясняется тем, что портфель С лежит на кривой безразличия I_3 , которая расположена выше и левее, чем I_2 .

Это приводит к следующему *свойству кривых безразличия*:

* инвестор будет считать любой портфель, лежащий на кривой безразличия, которая находится выше и левее, более привлекательным, чем любой портфель, лежащий на кривой безразличия, которая находится ниже и правее.

Инвестор имеет *бесконечное число* кривых безразличия. Это означает, что как бы не были расположены две кривые безразличия на графике, всегда существует возможность построить третью кривую, лежащую между ними.

При использовании подхода Марковица делается предположение о *ненасыщаемости*, т. е. предполагается, что инвестор предпочитает более высокий уровень конечного благосостояния более низкому его уровню.

Второе предположение заключается в том, что инвестор избегает риска. Степень избегания рисков у различных инвесторов неодинакова (рис. 30).

Предположение Марковица о том, что инвестор избегает риска, не является необходимым. Можно предположить, что инвестор азартен (рис. 31) или нейтрален к риску (рис. 32).

Портфельный анализ

Из набора N ценных бумаг можно сформировать бесконечное число портфелей. Инвестор не должен проводить оценку всех этих портфелей. Существует *теорема об эффективном множестве*, которая объясняет тот факт, что инвестор должен рассмотреть только подмножество возможных портфелей.

Инвестор выберет свой оптимальный портфель из множества портфелей, каждый из которых:

1. Обеспечивает максимальную ожидаемую доходность для некоторого уровня риска.
2. Обеспечивает минимальный риск для некоторого значения ожидаемой доходности.

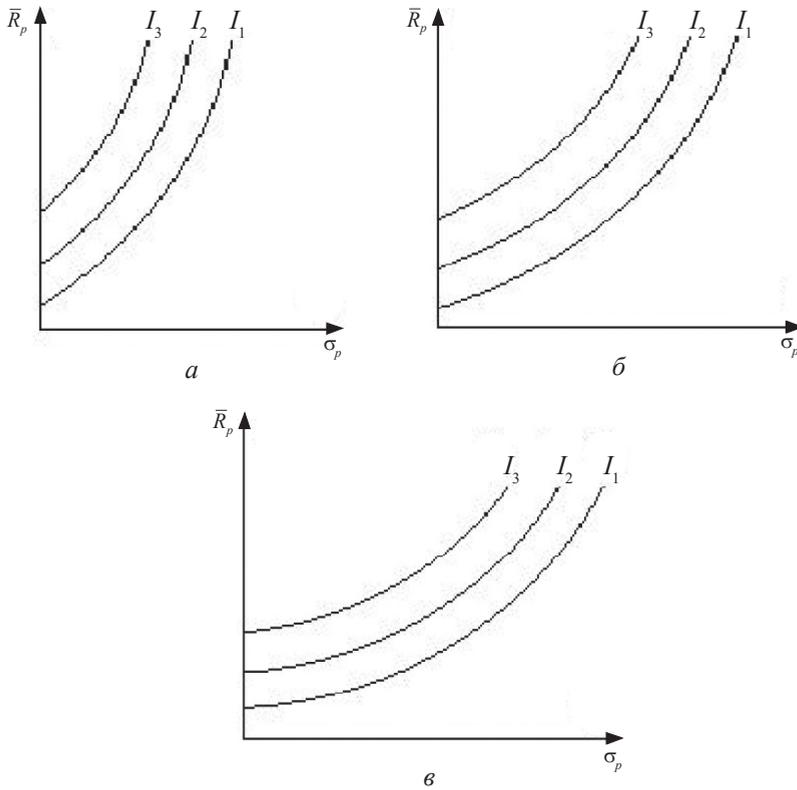


Рис. 30. Кривые безразличия инвесторов с различной степенью избегания риска:

- а* – инвестор с высокой степенью избегания риска;
- б* – инвестор со средней степенью избегания риска;
- в* – инвестор с низкой степенью избегания риска

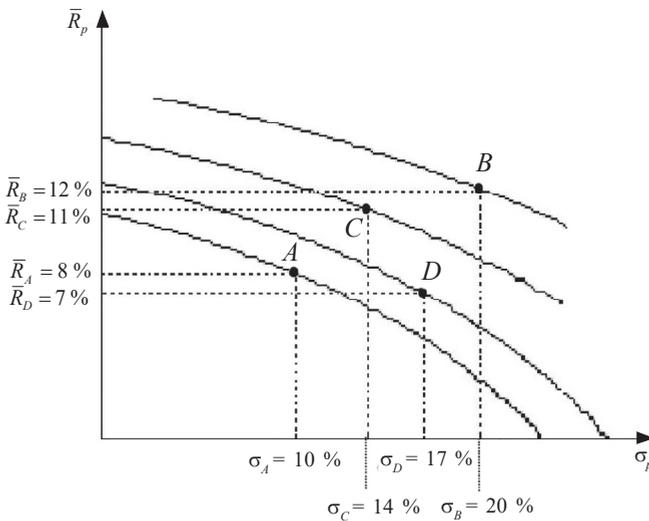


Рис. 31. График кривых безразличия азартного инвестора

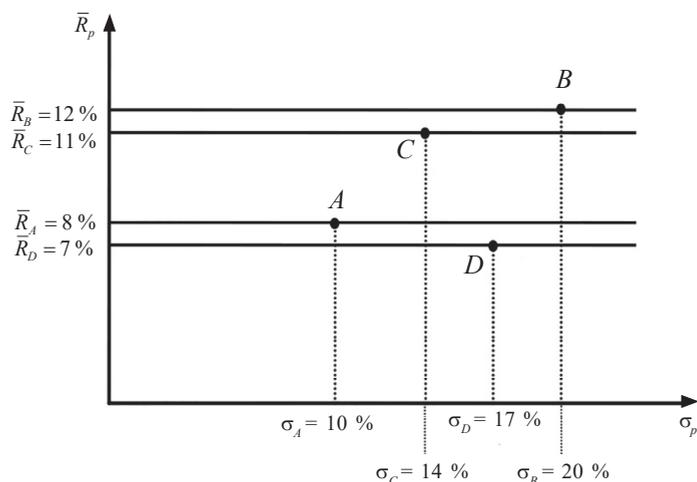


Рис. 32. График кривых безразличия инвестора, нейтрального к риску

Набор портфелей, удовлетворяющих этим двум условиям, называется *эффективным множеством*, или *эффективной границей*.

Рис. 33 представляет иллюстрацию местоположения достижимого множества (или множества возможностей), из которого может быть выделено эффективное множество.

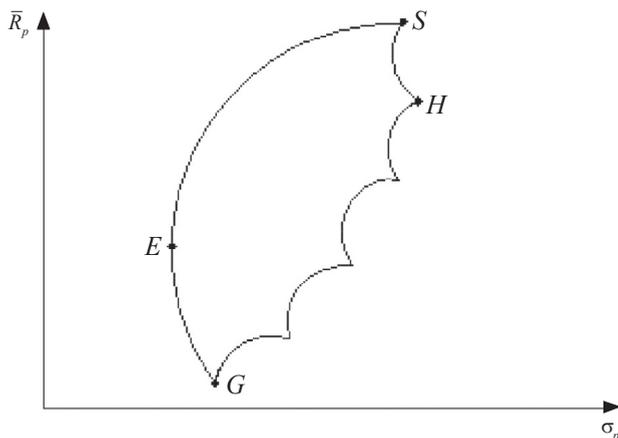


Рис. 33. Достижимое и эффективное множество

Достижимое множество представляет собой все портфели, которые могут быть сформированы из группы в N ценных бумаг. Все возможные портфели, которые могут быть сформированы из N ценных бумаг, лежат либо на границе (например E, S, H, G), либо внутри достижимого множества.

В общем случае данное множество будет иметь форму типа зонта.

Применив теорему об эффективном множестве к достижимому множеству, можно определить местоположение эффективного множества.

1. Выделим множество портфелей, удовлетворяющих первому условию теоремы. Не существует менее рискованного портфеля, чем портфель E и более рискованного, чем портфель H . Таким образом, множеством портфелей, обеспечивающих максимальную ожидаемую доходность при изменяющемся уровне риска, является часть верхней границы достижимого множества, расположенная между точками E и H .

2. Выделим множество портфелей, удовлетворяющих второму условию теоремы. Не существует портфеля, обеспечивающего большую ожидаемую доходность, чем портфель S , и меньшую ожидаемую доходность, чем портфель G . Таким образом, множеством портфелей, обеспечивающих минимальный риск при изменяющемся уровне ожидаемой доходности, является часть левой границы достижимого множества, расположенная между точками S и G .

Нас удовлетворяют только портфели, лежащие на верхней и левой границе достижимого множества между точками E и S – эффективное множество. Из этого множества инвестор будет выбирать оптимальный для себя портфель (рис. 34). Инвестор должен совместить свои кривые безразличия с эффективным множеством.



Рис. 34. Выбор оптимального портфеля

Оптимальный портфель O^* , который находится в точке касания кривой безразличия эффективного множества.

Модель оценки финансовых активов

Ожидаемая доходность актива должна быть увязана со степенью рискованности этого актива, которая измеряется коэффициентом β – «бета».

Точный характер этой зависимости показан в модели САРМ – модели оценки финансовых активов (*Capital Asset Pricing Model*). Модель САРМ служит теоретической основой ряда различных методов, применяемых в инвестиционной практике.

Модель CAPM основывается на некоторых предположениях:

1. Инвесторы производят оценку инвестиционных портфелей, основываясь на ожидаемых доходностях и стандартных отклонениях за период владения.

2. Инвесторы никогда не бывают пресыщенными. При выборе между двумя портфелями они предпочтут тот, который при прочих равных условиях дает наибольшую ожидаемую доходность.

3. Инвесторы не желают рисковать. При выборе между двумя портфелями они предпочтут тот, который при прочих равных условиях имеет наименьшее стандартное отклонение.

4. Частные активы бесконечно делимы. При желании инвестор может купить часть акций.

5. Существует безрисковая ставка процента, по которой инвестор может дать займы (т. е. инвестировать) или взять в долг денежные средства.

6. Налоги и операционные издержки несущественны.

Приведенные выше предположения дополняются следующими:

7. Для всех инвесторов период владения одинаков.

8. Безрисковая процентная ставка одинакова для всех инвесторов.

9. Информация доступна для всех инвесторов.

10. Инвесторы имеют одинаковые ожидания, т. е. они одинаково оценивают ожидаемые доходности, среднеквадратичные отклонения и ковариации доходностей ценных бумаг.

Как следует из этих предположений, в CAPM рассматривается предельный случай: все инвесторы обладают одной и той же информацией и по одинаковому оценивают перспективы ценных бумаг. При этом рынки ценных бумаг являются *совершенными рынками*: в них нет факторов, которые бы препятствовали инвестициям.

Такие потенциальные препятствия, как ограниченная делимость, налоги, операционные издержки и различие между ставками безрискового заимствования и кредитования считаются отсутствующими.

В модели CAPM определяется связь между риском и доходностью эффективных портфелей. Это представлено на рис. 35.

Точка M обозначает рыночный портфель, r_f – безрисковая ставка доходности. Эффективные портфели находятся вдоль прямой, которая получила название «линия рынка капитала» CML (*capital market line*).

Уравнение CML имеет вид:

$$R_p = ar_f + (1 - a)R_m,$$

$$\sigma_p = (1 - a)\sigma_m,$$

где a – доля безрисковых ценных бумаг в портфеле;

R_m , σ_m – доходность и среднеквадратичное отклонение рыночного портфеля;

R_p , σ_p – доходность и среднеквадратичное отклонение эффективного портфеля.

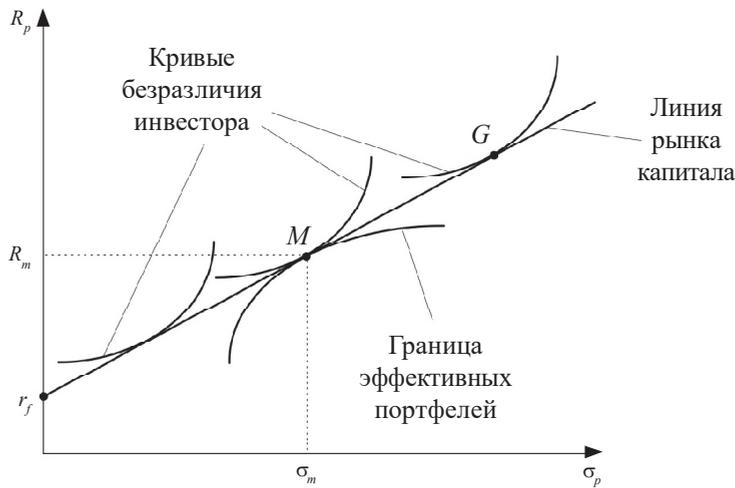


Рис. 35. Линия рынка капитала

Это уравнение может быть преобразовано следующим образом:

$$R_p = r_f + \left[\frac{R_m - r_f}{\sigma_m} \right] \cdot \sigma_p, \quad (28)$$

Свойства линии (CML):

1) наклон CML равен единице между ожидаемой доходностью рыночного портфеля и безрисковой бумаги ($R_m - r_f$), деленной на разницу их рисков ($\sigma_m - 0$),

или $\frac{R_m - r_f}{\sigma_m}$.

2) функция $R_p = f(\sigma_p)$ — линейная функция.

3) на линии CML расположены все эффективные портфели.

4) в случае равновесия на рынке ценных бумаг все инвесторы в точке M будут стремиться иметь портфели, одинаковые по относительному составу ценных бумаг.

5) R_p увеличивается при увеличении в портфеле ценных бумаг с повышенным риском.

Ординату точки пересечения CML с вертикальной осью (безрисковая ставка) часто обозначают как *награда за ожидание*. Наклон CML называют *наградой за единицу принятого риска*. Таким образом, эти две величины можно интерпретировать как *цены времени и риска*.

Очевидно, что если линия безразличия какого-то инвестора касается CML в точке M , то он и выберет портфель M . Если уровень риска, характеризующийся величиной σ_m , его не устраивает, он может инвестировать часть своих средств в покупку безрисковых активов, имеющих норму отдачи r_f . Как правило, безрисковыми ценными бумагами являются краткосрочные государственные обязательства. Покупка этих активов представляет собой предоставление денег государству в долг.

Портфель этого инвестора будет располагаться на участке $r_f M$ линии SML. Этот участок характеризует портфели всех инвесторов, дающих деньги в долг. Участок линии MG характеризует портфели инвесторов, склонных к повышенному риску.

Для осуществления рискованных инвестиций ($cR_p > R_m$) они занимают деньги по пониженной ставке ($R_p < R_m$). Таким образом, участок MG линии SML характеризует портфели инвесторов, занимающих деньги.

Поскольку эффективный портфель состоит из N ценных бумаг, уравнение (5.1) справедливо для любой ценной бумаги, имеющейся на рынке. Это дает возможность построить рыночную линию ценной бумаги SML (*security market line*) рис. 36.

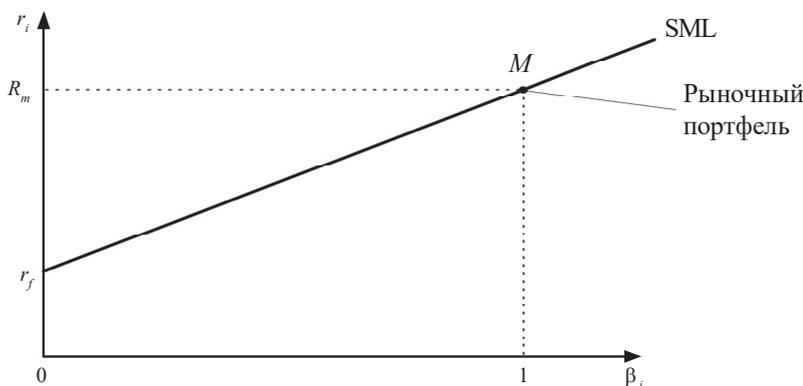


Рис. 36. Рыночная линия ценной бумаги

Уравнение SML имеет вид:

$$r_i = r_f + (R_m - r_f) \cdot \beta_i,$$

где $\beta_i = \frac{\text{cov}(R_m, r_i)}{\sigma_m^2} = \frac{\rho_{i,m} \sigma_i}{\sigma_m}$.

β – коэффициент – коэффициент наклона линии SML.

Акция, которая имеет доходность, являющуюся зеркальным отражением доходности рыночного портфеля M , имеет $\beta = 1$. Такие акции называются нейтральными (рис. 37).

Акции со значением $\beta > 1$ называются агрессивными. Они повышаются в цене быстрее, чем рыночная цена в целом (но и падают быстрее).

Акции со значением $\beta < 1$ называются защищающимися. Их флуктуация меньше, чем флуктуация рыночной цены в целом.

Численные значения некоторых показателей, входящих в CAPM, на финансовом рынке США (по данным американских источников):

а) за период с 1926 по 1987 г. $\overline{R_m} = 12\%$;

б) премия за риск относительно долгосрочных правительственных облигаций:

$$R_m - r_f = 6,8\%.$$

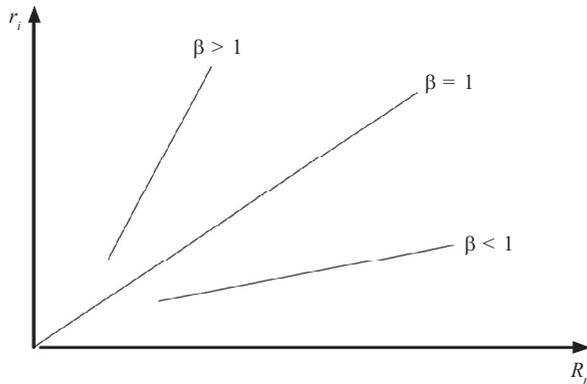


Рис. 37. График доходности «нейтральной» акции

Премия за риск относительно казначейских билетов:

$$R_m - r_f = 8,3 \%;$$

в) безрисковая ставка процента: $r_f = 7 \%$.

Трудности, связанные с использованием CAPM в условиях реального рынка:

а) практически очень трудно найти для всех портфелей необходимые средние значения R_p , дисперсии σ_p^2 и ковариации;

б) возможность брать неограниченные займы по безрисковой ставке представляется сомнительной, поэтому модель подверглась усовершенствованию в работах Блэка, Дженсена и Сколса;

в) в реальных условиях необходимо учитывать налоги;

г) значения r_i меняются во времени;

д) нельзя не учитывать стоимость заключения сделки и стоимость информации.

Разность $(R_m - r_f) \cdot \beta_i$ характеризует премию за *систематический риск*, т. е. риск, возникающий в результате колебаний доходности на всем рынке ценных бумаг.

В модели CAPM нет корректировки на *риск несистематический*, так как предполагается, что диверсифицированный риск стремится к нулю при очень большом количестве различных видов инвестиций.

Рыночный и собственный риск

Общий риск ценной бумаги i состоит из двух частей:

- 1) рыночный (систематический) риск (*market risk*) — σ_i^S ;
- 2) собственный (несистематический) риск (*unique risk*) — σ_i^{NS} .

$$\sigma_i = \sigma_i^S + \sigma_i^{NS},$$

$$\sigma_i = \sigma_m \beta_i + \sigma_i^*,$$

где σ_i^* — собственный риск ценной бумаги.

Диверсификация портфеля приводит к усреднению рыночного риска, но не снижает его (рис. 38).

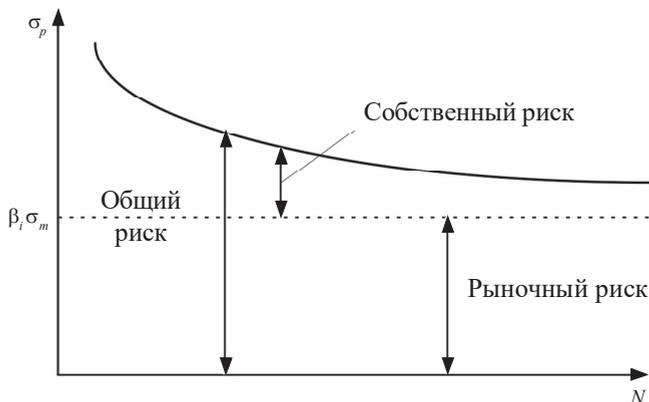


Рис. 38. Риск и диверсификация

Собственный риск снижается при диверсификации портфеля. Как следствие, снижается общий риск портфеля.

4.4. Цифровые методы оценки эффективности инвестиций

Принимая решение об инвестировании средств в тот или иной проект, необходимо оценить его экономическую эффективность. Для этого разработаны средства автоматизации – программы инвестиционного анализа, моделирующие развитие проекта. При выборе таких программ следует четко представлять себе их возможности и особенности.

На российском рынке наиболее распространены несколько программ (табл. 19), в основе которых лежат классические подходы к оценке инвестиций. Разработчики этих пакетов регулярно выпускают новые, более гибкие версии, ежегодно увеличивая число пользователей. Существуют также менее известные программные пакеты, созданные на основе электронных таблиц и разработанные, как правило, консалтинговыми фирмами.

Во всех программных продуктах для анализа инвестиционных проектов методика и общие подходы к расчетам примерно одинаковы. Поэтому правильнее рассматривать такие пакеты, как некие инструменты, каждый из которых применим в конкретной ситуации. Сегодня функциональные возможности последних версий пакетов для расчетов инвестиционных проектов находятся примерно на одном уровне.

На настоящий момент все программные продукты позволяют:

- разработать детальный финансовый план и оценить потребность в денежных средствах в будущем;

Перечень программ для инвестиционного анализа

Программа	Разработчик	Стоимость, долл.
COMFAR	UNIDO	500–5 200
Project Expert	ПО «ПРО-Инвест»	470–10 500
Альт-Инвест	ИКФ «Альт»	475–1 000
ТЕО-Инвест	Институт управления проблем РАН	980–1 100
Energy Invest	Научный центр прикладных исследований	400
Инвестор PL/Millennium III	Общество финансового и экономического развития РОФЭР	200
Инек-Холдинг	ИНЭК	2 650

- определить схему финансирования инвестиционного проекта;
- оценить возможность и эффективность привлечения денежных средств из различных источников финансирования;
- разработать план производства и развития предприятия;
- определить эффективную стратегию маркетинга и рационального использования материальных, трудовых и финансовых ресурсов;
- рассчитать и проанализировать различные сценарии развития проекта, варьируя значения факторов, способных повлиять на финансовые результаты;
- контролировать процесс реализации инвестиционного проекта.

При выборе конкретного программного продукта для расчета эффективности инвестиций прежде всего нужно определить уникальность и отраслевые особенности конкретного проекта.

Программы для автоматизации расчетов инвестиционных проектов условно можно разделить на две группы. Первая – универсальные пакеты, не зависящие от отрасли и конкретной задачи (например, COMFAR, Project Expert, «Альт-Инвест», «ИНЭК-Холдинг», «ТЭО-Инвест»); вторая – отраслевые (например, Energy Invest).

Для отдельных инвестиционных проектов, которые трудно просчитать не только с помощью универсальной программы, но и с помощью отраслевой, разрабатываются индивидуальные модули. Такими разработками, в частности, занимается фирма «Интеринвестпроект».

Наиболее приемлемыми программными продуктами по оценке эффективности инвестиционных проектов являются отраслевые программы. В них учитываются особенности исходной информации (нормативной, правовой, экономической, методической и пр.), используется база данных по отечественным и зарубежным инвестиционным проектам в конкретной отрасли. В большинстве случаев отраслевые программы дешевле универсальных.

Недостатком универсальных пакетов является необходимость выполнения большого количества вспомогательных расчетов. Кроме того, применяя эти программы, сложнее сопоставить исходную информацию в первичной документации с показателями, используемыми такой программой. Однако если расчет инвестиционного проекта производят профессионалы, располагающие обширными базами данных по отрасли и знающие ее специфику, то использование универсальных пакетов может быть предпочтительнее отраслевых. Например, «Альт-Инвест» хорошо зарекомендовал себя в машиностроительной промышленности, «ИНЭК-Холдинг» – при проведении санации предприятий, а Project Expert – в энергетической и металлургической отраслях.

Многие предприятия успешно используют индивидуальные пакеты, разработанные на базе электронных таблиц под конкретный инвестиционный проект.

Таким образом, при выборе программы надо учитывать субъективные факторы, которые важны для каждого конкретного предприятия.

Порядок работы со всеми программами примерно одинаков. Сначала вводятся исходный набор параметров, характеризующих проект: информация о производственной программе, маркетинговый план, схема финансирования проекта и т. д. Результаты всегда отражаются в трех главных финансовых отчетах: отчете о прибылях и убытках, бухгалтерском балансе и отчете о движении денежных средств.

Затем аналитик, работающий с программой, оценивает результаты и вводит исходные данные для новых расчетов. Например, есть два варианта получения оборудования: приобретение его на кредитные средства или использование лизинговой схемы. Каждый из этих вариантов с помощью программы рассчитывается отдельно, после чего выбирается наиболее эффективный.

При использовании программ, автоматизирующих расчет инвестиционного проекта, важно не угодить в «ловушку простоты». Ее суть в том, что фундаментальность заложенных в программы методик расчета создает иллюзию высокой надежности полученных результатов. Но не все так просто.

Методики действительно надежные и проверенные. Но в основе всех расчетов лежат исходные данные, от правильности которых зависит конечный результат. Критичной является информация о планируемом объеме продаж. Всегда существует вероятность, что реальные объемы продаж будут отличаться от планируемых. Возможные изменения нужно предвидеть и тщательно контролировать, так как их появление не может служить оправданием плохих результатов инвестиционного проекта. Поэтому принципиально важно уже на стадии разработки проекта провести анализ устойчивости: как изменятся параметры эффективности проекта при варьировании цен, объемов сбыта и других исходных данных.

Поскольку программные продукты для оценки инвестиционных проектов обладают примерно одинаковыми возможностями, успешность их применения во многом зависит от квалификации работающего с ними персонала. Под квалификацией имеется в виду не только грамотная работа с программой, но и умение правильно определить исходные данные для расчета.

Контрольные вопросы

1. В чем существенная разница между учетными и дисконтированными методами оценки?
2. Какие методики наиболее эффективны в оценке реальных инвестиционных проектов?
3. Перечислите подходы к оценке проектных рисков.
4. Дайте определение качественного и количественного подхода к оценке проектных рисков.
5. В чем основное отличие применения названных выше подходов?
6. Перечислите и проанализируйте методы количественного подхода к оценке проектных рисков.
7. Какие приемы можно рекомендовать для снижения риска проекта?
8. Какие подходы и методы оценки рисков могут быть рекомендованы для оценки инвестиционных проектов в российских условиях?
9. Чем отличается номинальный денежный поток от реального?
10. Какие инвестиции подвержены большему инфляционному риску – в недвижимость или в ценные бумаги?
11. Как наилучшим образом учесть влияние инфляции при формировании бюджета капиталовложений?

Список рекомендуемой литературы

Экономическая оценка инвестиций : учебник / под ред. М. И. Римера. – Санкт-Петербург : Питер, 2017. – 414 с. – ISBN 9785388006745.

Басовский Л. Е. Экономическая оценка инвестиций : учебное пособие / Л. Е. Басовский, Е. Н. Басовская и др. – Москва : Инфра-М, 2016. – 352 с. – ISBN 978-5-16-002848-4.

Есипов В. Е. Коммерческая оценка инвестиций / В. Е. Есипов ; под ред. Г. А. Маховикова. – Москва : КноРус, 2016. – 697 с. – ISBN 978-5-390-00197-4.

Касьяненко Т. Г. Экономическая оценка инвестиций : учебник и практикум / Т. Г. Касьяненко, Г. А. Маховикова. – Люберцы : Юрайт, 2019. – 559 с. – ISBN 978-5-9916-3089-4.

Кукукина И. Г. Экономическая оценка инвестиций / И. Г. Кукукина, Т. Б. Малкова. – Москва : КноРус, 2017. – 299 с. – ISBN 978-5-406-05776-6.

Липсиц И. В. Инвестиционный анализ. Подготовка и оценка инвестиций в реальные активы : учебник / И. В. Липсиц, В. В. Коссов. – Москва : Инфра-М, 2017. – 320 с. – ISBN 978-5-16-004656-3.

Логинова Н. А. Экономическая оценка инвестиций на транспорте : учебное пособие / Н. А. Логинова. – Санкт-Петербург : СПбГИЭУ, 2007. – 326 с. – ISBN 978-5-88996-734-7 (в пер.).

Маркова Г. В. Экономическая оценка инвестиций : учебное пособие / Г. В. Маркова. – Москва : Курс, 2018. – 320 с. – ISBN 5905554730.

Турманидзе Т. У. Анализ и оценка эффективности инвестиций : учебник / Т. У. Турманидзе. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2015. – 248 с. – ISBN 978-5-238-02497-4.

Шапкин А. С. Экономические и финансовые риски: оценка, управление, портфель инвестиций / А. С. Шапкин, В. А. Шапкин. – Москва : Дашков и К, 2018. – 544 с. – ISBN 978-5-394-02150-3.

Инвестиции : учебник / [Л. И. Юзвович и др.] ; под ред. Л. И. Юзвович. – 2-е изд., испр. и доп. – Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2018. – 610 с. – ISBN 978-5-7996-2452-1.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РИСКИ В УСЛОВИЯХ ИНТЕГРАЦИИ КАПИТАЛА

5.1. 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 и управления рисками. 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 сопутствует 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 избегать 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 появление 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. Этот 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 данном случае будут выступать имущественные интересы инвестора.

Другими словами, инвестиционный риск – это вероятность отклонения фактического инвестиционного дохода от ожидаемого, а также возможность изменений условий реализации проекта, влияющая на его показатели.

Риск является постоянным элементом инвестиционной деятельности. Таким образом, любое инвестиционное решение должно основываться на оценке:

- собственного финансового состояния;
- целесообразности инвестирования;
- размера требуемых инвестиций;
- источников финансирования: собственных или заемных;
- 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 ситуаций в стране осуществления инвестиций, действием обстоятельств непредвиденной силы (рис. 39).



Рис. 39. Факторы, влияющие на инвестиционный риск

Инвестиционные риски включают в себя риск упущенной выгоды, риск снижения доходности и риск прямых финансовых потерь (рис. 40).

Внешние и внутренние факторы могут вызвать такой вид инвестиционного риска, как *риск упущенной выгоды* – риск наступления косвенного финансового ущерба 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.



Рис. 40. Виды инвестиционных рисков

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 (снижение спроса на выпускаемую продукцию), так и внутренние факторы (плохая организация работы). Риск прямых финансовых потерь включает в себя:

1. *Селективный риск* – риск неправильного выбора способов вложения капитала при осуществлении инвестиций. Другими словами, это риск неправильного выбора инструмента инвестирования.

2. *Операционный риск* – риск, связанный с операциями на рынке (опасность потерь от биржевых и внебиржевых сделок).

3. *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 по ценным бумагам.

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, вызванный инфляционными процессами.

Из рассмотренных выше видов риска риск банкротства можно рассматривать как крайнюю точку инвестиционного процесса, если его вероятность высока, то стоит отказаться от инвестирования в принципе.

5.2. Классификация инвестиционных рисков

Существует множество классификаций инвестиционного риска. Они различаются по способу возникновения, по влиянию на результат и т. д. Одна из первых попыток классифицировать инвестиционные риски была предпринята Дж. М. Кейнсом, который 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 пытается 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*, которые связаны с особенностями внутренней организации деятельности предприятия, а именно: технологическим процессом, уровнем квалификации работников, организацией 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*, которые раскрывают политическую обстановку в государстве, смену политического курса, введение запретов;
- *законодательные* – связаны с изменением действующих норм, законов и нормативных актов, изменением налогового законодательства;
- *природные* – связаны с возможными стихийными бедствиями;
- *отраслевые*, зависящие от развития отдельных отраслей хозяйства.

Другая классификация инвестиционных рисков – по уровню риска (рис. 41). Выделяют безрисковые, низкорисковые, среднерисковые и высокорисковые инвестиции.

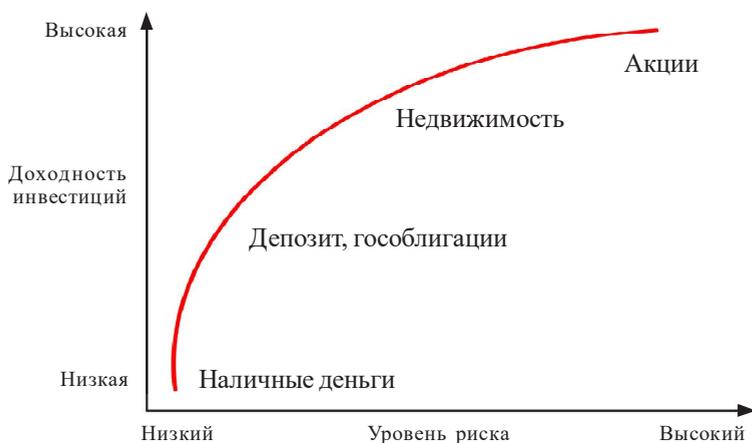


Рис. 41. Зависимость уровня риска и доходности инвестиций

Безрисковые инвестиции характеризуются отсутствием 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 рискованные активы). В данную группу обычно относят государственные инвестиции, вклады в банках.

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 заключаются в вероятности получить как положительный, так и отрицательный результат, а нейтральные риски 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, его источников и последствий (табл. 20).

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).

Т а б л и ц а 20

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 измерения и страхования
По характеру воздействия рисков на результат	Спекулятивные	Высокая возможность получения убытков или нулевого результата
	Чистые	Заключаются в вероятности получить как положительный, так и отрицательный результат
	Нейтральные	Не оказывают влияния на результат инвестирования
По видам предпринимательской деятельности	Финансовый	Характерны для банков и фондового рынка. Делится на риск ликвидности, информационный, валютный, процентный и др.

О к о н ч а н и е т а б л. 20

Классификационный признак	Название риска	Содержание риска
	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 этапа реализации)
	Посреднический	Риск заключается в том, что лицо, принимающее решение, не влияет ни на процесс производства, ни на процесс реализации товаров или услуг

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 взаимосвязи (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.

5.3. Оценка инвестиционных рисков

Неопределенность инвестиций и методы ее учета

Риск сопровождается следующими условиями:

- неопределенностью;
- выбором альтернатив (в том числе отказом от выбора);
- оценкой 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 недостаточных 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, 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, 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).

Полная неопределенность возникает, 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. 42).

Измеримая неопределенность учитывается в процессе технико-экономического обоснования инвестиционного проекта и при расчете рискованной премии при обосновании нормы доходности инвестиций. Обычно это направление связано с подготовкой исходной экономической информации по проекту.

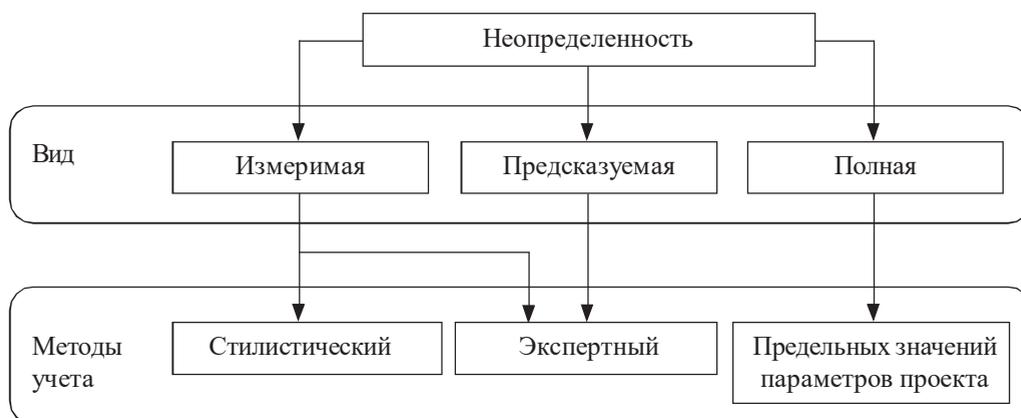


Рис. 42. Взаимосвязь видов неопределенности по степени предсказуемости и методов ее учета

Оценка измеримой неопределенности состоит в учете 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.

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, опираясь 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 следующим образом:

$$NPV = \sum NPV_i \times p_i, \quad (29)$$

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, а также 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 необходимые корректировки. К ним относят:

- корректировку нормы дохода;
- изменения размеров требуемых инвестиций;
- создание необходимых запасов, резервов денежных средств;
- коррекцию 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, рисков 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;
- издержки производства;
- процента за займ;
- уровня инфляции;
- курса национальной валюты;
- срока реализации проекта;
- других параметров, которые могут повлиять на результат проекта.

По результатам оценки 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, при возможности 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. 21.

Т а б л и ц а 21

**Основные характеристики методов учета неопределенности
инвестиционного проекта**

Метод учета неопределенности	Сильные стороны метода	Слабые стороны метода
Статистический	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
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

Рассмотрев наиболее часто использующиеся методы учета неопределенности инвестиционного проекта, можно выявить их основные достоинства и недостатки (см. табл. 21). Рассмотренные выше методы основываются на оценке факторов неопределенности с точки зрения их влияния на конечный результат, т. е. устанавливают взаимосвязь различных факторов риска и размеров отклонений от конечного результата инвестиционного проекта.

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 чтобы управлять риском его необходимо изначально проанализировать и оценить (рис. 43).



Рис. 43. Анализ рисков

Следует также отметить, что поиск и обработка информации являются важным этапом 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 является дополнительным источником финансовых потерь.

Источником информации, используемой при оценке уровня риска, являются:

- финансовая отчетность компании;
- финансово-производственные планы компании;
- 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 заключается 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*, который 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 разделении их на четыре категории: сильные стороны, слабые стороны, а также следующие из сильных сторон возможности 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 результатов воедино. Он характеризуется анонимностью экспертов, что не дает возможности экспертам влиять на результаты оценки, исключает коллективный стовор 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 в качестве исходной информации для осуществления количественной оценки уровня риска.

Количественная оценка риска – это численное определение влияния отдельных видов рисков на результаты проекта. С помощью количественной оценки определяют вероятность наступления тех или иных видов риска и их последствий и определяется 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. 22).

При вероятностном анализе совокупность предполагаемых значений делится на минимальное и максимальное. Таким образом, задается диапазон возможных значений для каждого вида риска.

Определение диапазона значений переменных заключается в расчете распределения вероятностей на основе данных, полученных на анализе аналогичных событий. Затем строится вероятностное распределение значений доходности и рассчитывается стандартное отклонение от средней доходности коэффициента

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 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

вариации, который отождествляется со степенью риска инвестиционного проекта. Коэффициент вариации рассчитывают как отношение среднеквадратического отклонения к средней арифметической:

$$V = (\delta/e) \times 100 \%, \quad (30)$$

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 является однозначной и предопределенной, 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 результатам 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.

Для небольших проектов можно ограничиться качественной оценкой и анализом чувствительности, для крупных инвестиционных проектов 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.

5.4. Методы управления инвестиционными рисками

Существование инвестиционного риска привело к тому, что управление риском стало выступать в качестве самостоятельного вида деятельности. К функциям риск-менеджмента относят:

- прогнозирование и регулирование рисков;
- организация работ по уменьшению риска.

Существует множество разнообразных методов, позволяющих снизить уровень риска и величину ущерба. Прежде чем минимизировать инвестиционные риски, в первую очередь, их анализируют. На практике используют следующие методы анализа инвестиционных рисков, представленные в прил. 4. Для эффективного анализа инвестиционных рисков в деятельности субъекта экономических отношений необходимо применять целый комплекс методов, что, в свою очередь, подтверждает актуальность разработки комплексного механизма управления рисками.

Система управления рисками делится на три этапа: оценку уровня риска; выбор методов управления риском; мониторинг результатов и совершенствование системы управления риском (рис. 44).



Рис. 44. Процесс управления риском

Поскольку для различных видов риска допустимы несколько методов их уменьшения, важным является выбор наилучшего из существующих методов для минимизации не только риска, но и затрачиваемых средств (денежных, временных и т. п.). После определения методов управления риском и осуществления специальных мероприятий для дальнейшего совершенствования системы риск-менеджмента обязательно проводится контроль результатов.

Разнообразие методов управления рисками связано с неоднозначностью понятия риска и наличием большого числа критериев для их классификации. Кроме этого, необходимо учитывать факторы, влияющие на уровень инвестиционных рисков (прил. 9). Условно их можно рассмотреть как внешние факторы, провоцирующие риски не национальной экономической системы, и внутренние факторы, к которым относится традиционная классификация основных рисков, возникающих в инвестиционном бизнесе.

В широком смысле подходы к управлению инвестиционными рисками можно сгруппировать как методы минимизации негативного влияния рисков независимо от времени наступления и как методы по применению соответствующих мер в зависимости от этапа проекта (рис. 45).



Рис. 45. Методы управления инвестиционными рисками

Методы управления рисками, зависящие от этапа проекта, делят:

- *на дособытийные методы*, которые применяются до старта инвестиционного проекта с целью изменения существенных параметров риска (вероятность наступления, размеры ущерба). К дособытийным методам относят методы трансформации рисков, которые препятствуют реализации риска. Эти методы еще называют превентивными мерами. К ним относят мониторинг посредников, отказ от использования посредников, разработку инструментов, способных компенсировать потери при неблагоприятном случае, изменение ключевых параметров проекта и т. д.

- *послесобытийные методы* – используются после наступления неблагоприятных событий и направлены на ликвидацию последствий данных событий на результаты проекта. Эти методы чаще всего направлены на формирование финансовых фондов, используемых для покрытия ущерба. К данным методам относят методы финансирования риска.

Методы, направленные на минимизацию негативного влияния рисков, делятся:

- 1) на методы 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 рискованных ситуаций из проекта;
- исключение взаимодействия ненадежными или неизвестными контрагентами;
- отказ от участия в высоко рискованных проектах (инновационных);
- страхование рисков;
- отказ от реализации либо участия в инвестиционном проекте, 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 (соответствие условиям страхового контракта).

Метод локализации рисков используется 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 либо запуске новых видов продукции или видов деятельности.

К методам локализации относится создание венчурных предприятий или специализированных структурных подразделений, где локализуется рискованная часть проекта. Иногда компания заключает договор о совместной деятельности со сторонней фирмой для реализации рискованных проектов.

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 распространяют между несколькими стратегическими партнерами. Распределение риска 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. Методы диверсификации рисков подразделяются:

- на диверсификацию видов деятельности компании – увеличение числа используемых технологий, расширение ассортимента товаров или услуг, которые не связаны и независимы между собой;
- диверсификацию 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;
- диверсификацию 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, что способствует повышению уровня контроля этапов проекта и позволяет оперативно корректировать риски при необходимости;
- диверсификацию 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*, которое 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 компенсации 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 ликвидации большей части неопределенности, учету появления рисков и разработке мер по их регулированию, а также других мероприятий, направленных 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. 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. Были учтены все возможные риски.
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 рискованной 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 прибегают к использованию методов управления рисками, содержащих привлечение внешних фирм (страхование, хеджирование и т. п.).

Контрольные вопросы

1. Дайте понятие риска. Перечислите основные виды рисков.
2. Что такое инвестиционный риск, перечислите его виды.
3. Перечислите признаки классификации инвестиционных рисков.
4. Назовите методы анализа и оценки рисков.
5. Перечислите способы защиты от инвестиционных рисков.
6. Сформулируйте способы отношения инвестора к риску.
7. Аргументируйте основные способы управления риском и их особенности.
8. Перечислите 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. Перечислите основные показатели риска, каким образом они используются?
14. Выделите недостатки качественной оценки риска.

15. Назовите методы количественной оценки риска.
16. Перечислите методы управления инвестиционными рисками.
17. Обоснуйте подходы к минимизации степени риска.
18. Что такое диверсификация рисков?
19. Раскройте хеджирование как способ передачи риска.
20. Перечислите способы хеджирования.
21. Какова роль страхования в процессе управления рисками?

Список рекомендуемой литературы

Андреев А. Ф. Оценка эффективности и рисков инновационных проектов нефтегазовой отрасли / А. Ф. Андреев, В. Д. Зубарева, А. С. Саркисов. – Москва : МАКС Пресс, 2007. – 238 с. – ISBN 978-5-317-02185-6.

Васин С. М. Управление рисками на предприятии : учебное пособие / С. М. Васин, В. С. Шутов. – Москва : КНОРУС, 2018. – 300 с. – ISBN 978-5-406-06112-1.

Вишняков Я. Д. Общая теория рисков : учебное пособие для студ. высш. учеб. заведений / Я. Д. Вишняков, Н. Н. Радаев. – 2-е изд., испр. – Москва : Издательский центр «Академия», 2008. – 368 с. – ISBN 978-5-7695-5396-7.

Гранатуров В. М. Экономический риск: сущность, методы измерения, пути снижения / В. М. Гранатуров. – Москва : Дело и Сервис, 2002. – 158 с. – ISBN 5-8018-0060-3.

Игошин Н. В. Инвестиции. Организация, управление, финансирование / Н. В. Игошин. – Москва : Изд-во ЮНИТИ-ДАНА, 2017. – 448 с. – ISBN 978-5-238-00769-8.

Лансков А. В. Риски на предприятии: классификация, анализ и управление / А. В. Лансков. – Самара : Изд-во Самар. гос. экон. ун-та, 2005. – 118 с. – ISBN 5-94622-188-4.

Липсиц И. В. Экономический анализ реальных инвестиций : учебник / И. В. Липсиц, В. В. Коссов. – 3-е изд., перераб. и доп. – Москва : Магистр, 2007. – 379 с. – ISBN 978-5-9776-0024-8 (в пер.).

Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов: (вторая редакция) / рук. авт. колл.: В. В. Косов, В. Н. Лившиц, А. Г. Шахназаров. – Москва : Экономика, 2000. – 421 с. – ISBN 5-212-01987-6.

Ример М. И. Экономическая оценка инвестиций / М. И. Ример, А. Д. Касатов, Н. Н. Матненко. – Санкт-Петербург : Питер, 2007. – 480 с. – ISBN 5-469-00143-1.

Фомичев А. Риск-менеджмент. – Москва : Дашков и К°, 2016. – 372 с. – ISBN 978-5-394-02676-8.

Шапкин А. С. Теория риска и моделирование рискованных ситуаций : учебник / А. С. Шапкин, В. А. Шапкин. – 6-е изд. – Москва : Дашков и К°, 2014. – 879 с. – ISBN 978-5-394-02170-1.

Chong Y. Investment Risk Management / Y. Chong. – New York : John Wiley&Sons Ltd., 2004. – 205 с. – ISBN 0-470-84951-7.

Francois S. Lhabitant «Hedge Funds: Myths and Limits» / S. Francois Lhabitant. – New York : John Wiley&Sons Ltd., 2002. – 284 с. – ISBN 978-0-470-84477-9.

Michael CS Wong. The Risk of Investment Products / Michael CS Wong. – Singapore : World Scientific Publishing, 2011. – 350 с. – ISBN 981-435498-8.

Roger C. Gibson «Balancing Financial Risks» / C. Roger. – New York : McGraw Hill, 2000. – 336 с.

Раздел 3

ИНВЕСТИЦИОННАЯ
СИСТЕМА РФ

Глава 6

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СИСТЕМА И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

6.1. Понятие и особенности 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 федеральный уровень и региональный.

Рассмотрим более подробно структуру и полномочия участников инвестиционной системы Российской Федерации.

Министерство финансов Российской Федерации

К основным направлениям деятельности министерства в части инвестиционной политики относятся:

- эффективное управление средствами Фонда национального благосостояния¹;
- управление средствами Резервного фонда путем размещения средств на валютных счетах в Центральном банке Российской Федерации²;
- инвестирование средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии;

¹ Правительством Российской Федерации устанавливаются предельные доли разрешенных финансовых активов в общем объеме размещенных средств Фонда национального благосостояния (прил. 9).

² Правительством Российской Федерации устанавливаются предельные доли разрешенных финансовых активов в общем объеме размещенных средств Резервного фонда (прил. 10).

– 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 (прил. 11, 12).

В соответствии с требованиями Правительства РФ к финансовым активам долговые обязательства должны соответствовать следующим требованиям³:

– 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 обязательств, 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.

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 %.

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. 46).

В контексте формирования длинного инвестиционного ресурса, обеспечивающего финансирование долгосрочных инвестиционных проектов, необходимо отметить следующее. С учетом ограничения доступа к внешним финансовым рынкам задача развития внутреннего инвестора 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 станет формирование законодательных основ рейтинговой деятельности.



Рис. 46. Международные финансовые организации, в долговые обязательства которых могут размещаться средства ФНБ и Резервного фонда

Что касается процесса деофшоризации и борьбы с теневой экономикой, возвращением активов в российскую экономику, в 2014 г. Правительством РФ принят 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 организационной структуры, не являющейся юридическим лицом (траст), «налоговое резидентство юридических лиц» и «фактический получатель дохода» для целей 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 в российской экономике. Предлагается установить запрет на предоставление субсидий и бюджетных инвестиций, а также государственных и муниципальных гарантий юридическим лицам, зарегистрированным в оффшорных территориях или контролируемым из оффшорных зон. Данные мероприятия могут привести к выравниванию конкурентных условий для субъектов предпринимательства, росту доходов бюджетов, увеличению налогооблагаемой базы.

Центральный банк РФ

Банк 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 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 ФЗ 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 Инвестиционного фонда 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)

Это суверенный инвестиционный фонд Российской Федерации, созданный для привлечения иностранных инвестиций в лидирующие компании наиболее быстрорастущих секторов российской экономики. Зарезервированный капитал фонда – 10 млрд долл. под управление. Фонд создан в июне 2011 г. по инициативе Президента и Председателя Правительства Российской Федерации для работы с долгосрочными финансовыми и стратегическими иностранными инвесторами. Во всех сделках РФПИ выступает соинвестором вместе с крупнейшими международными инвесторами, играя роль катализатора в привлечении прямых инвестиций в Россию. Структура управления Российским фондом прямых инвестиций представлена на рис. 47. Процесс управления подразделяется на три направления: стратегическое, инвестиционное и операционное.

Стратегическое управление (Наблюдательный совет) включает:

- инвестиционную стратегию;
- правила и процедуры;
- одобрение крупных сделок;
- одобрение сделок, в отношении которых инвестиционным комитетом было запрошено специальное разрешение.

Инвестиционное управление (Инвестиционный комитет) проводит одобрение инвестиционных сделок.

Операционное управление (генеральный директор и правление) включает в себя:

- команду руководителей, обладающих значительным опытом в области инвестиций;
- управление текущей деятельностью по поиску, оценке, структурированию и реализации сделок;
- привлечение и управление работой инвестиционной команды;
- подготовку рекомендаций для Наблюдательного совета и Инвестиционного комитета.

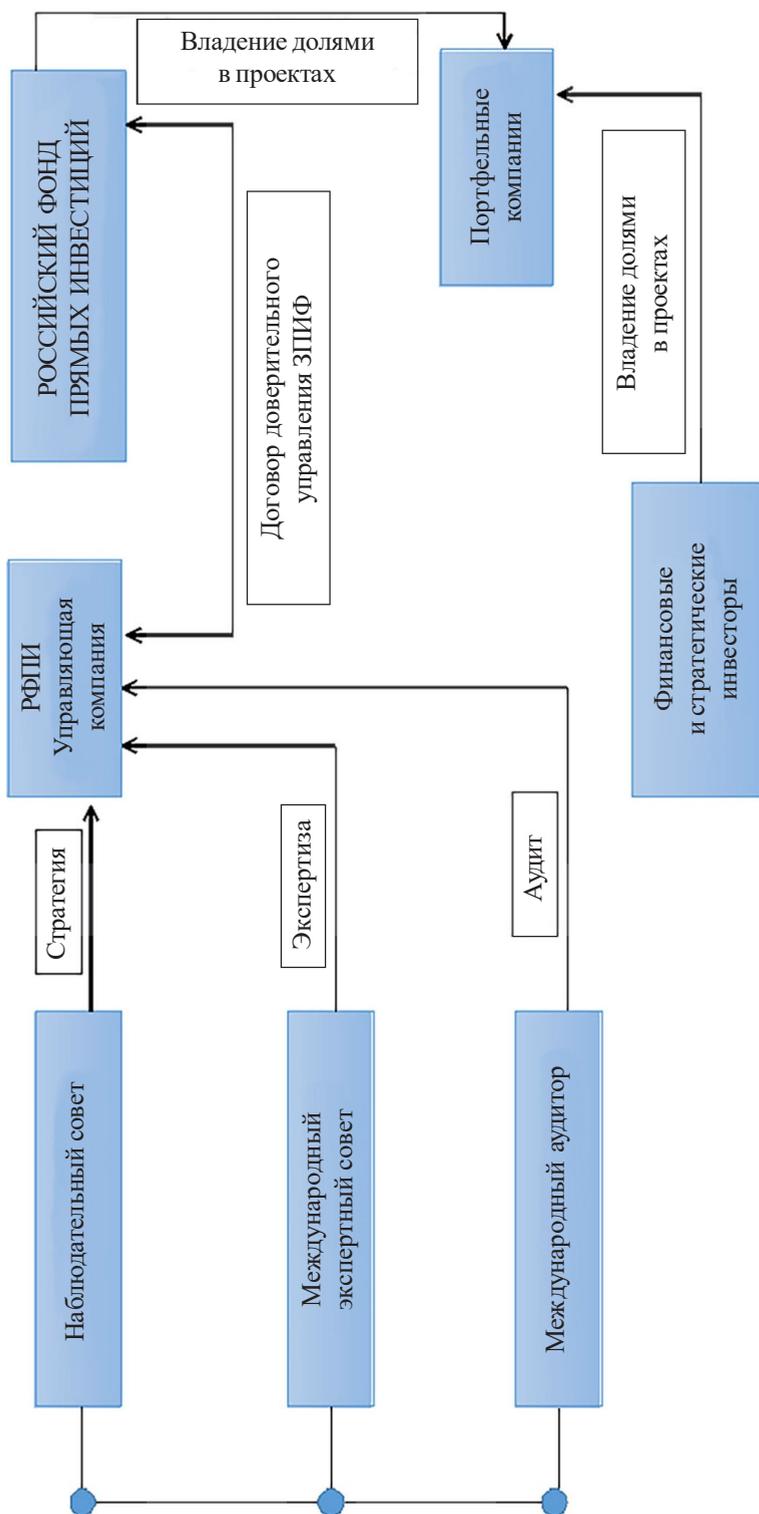


Рис. 47. Структура управления Российским фондом прямых инвестиций

Основные задачи Российского фонда прямых иностранных инвестиций заключаются в обеспечении притока иностранных инвестиций, максимизации доходности и привлечении мировых технологий в российскую экономику, модернизации российской экономики и обеспечение прозрачности управления фондом.

Российский фонд прямых инвестиций инвестировал более 1,9 трлн руб., из них 180 млрд руб. – средства РФПИ и 1,7 трлн руб. – средства партнеров. РФПИ также привлек более \$ 40 млрд иностранного капитала в российскую экономику, выстроив ряд долгосрочных стратегических партнерств⁴.

В практической деятельности РФПИ осуществляет инвестиционные проекты в разных сферах деятельности (рис. 48).



Рис. 48. Сферы деятельности проектов Российского фонда прямых инвестиций

Инвестиции РФПИ в основном осуществляются на территории Российской Федерации в соответствии с миссией фонда. Срок инвестиций, так называемый ожидаемый выход из инвестиций, 5–7 лет. В отношении инфраструктурных проектов, реализуемых «с нуля» (*greenfield*), – 10–15 лет. Инвестиции в иностранные компании осуществляются не более 20 % средств фонда при условии, что данные проекты создают добавленную стоимость для экономики страны. Инвестиционный процесс РФПИ соответствует международным стандартам в области прямых инвестиций. Часть инвестиционных партнеров РФПИ автоматически участвует в каждой сделке фонда.

Участие РФПИ в акционерном капитале компании составляет до 50 %. Общая доля консорциума инвесторов с участием РФПИ может превышать 50 %. Инвестиционный лифт предполагает разработку организационного и финансового механизмов содействия ускоренному развитию средних несырьевых компаний с экспортным потенциалом. Процедура выхода из проекта предусматривает: размещение акций на бирже (ИПО); продажу компании институциональному или профильному отраслевому инвестору.

В российскую экономику привлечено 40 млрд долл. в совместные фонды. Стратегические партнеры Российского фонда прямых инвестиций представлены в прил. 13.

⁴ Российский фонд прямых инвестиций : [офиц. сайт]. URL: <https://rdif.ru/> (дата обращения: 30.07.2020).

Инвестиционный омбудсмен

В 2010 г. был создан институт федерального инвестиционного уполномоченного для сопровождения проектов иностранных инвесторов. Министерство экономического развития России выполняет функции аппарата омбудсмана. За два первых года существования институт зарекомендовал себя достаточно успешно. Всего поступило 87 обращений по вопросу 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.

Основные проблемы, влияющие на процессе реализации инвестиционных проектов на региональном уровне, представлены на рис. 49.

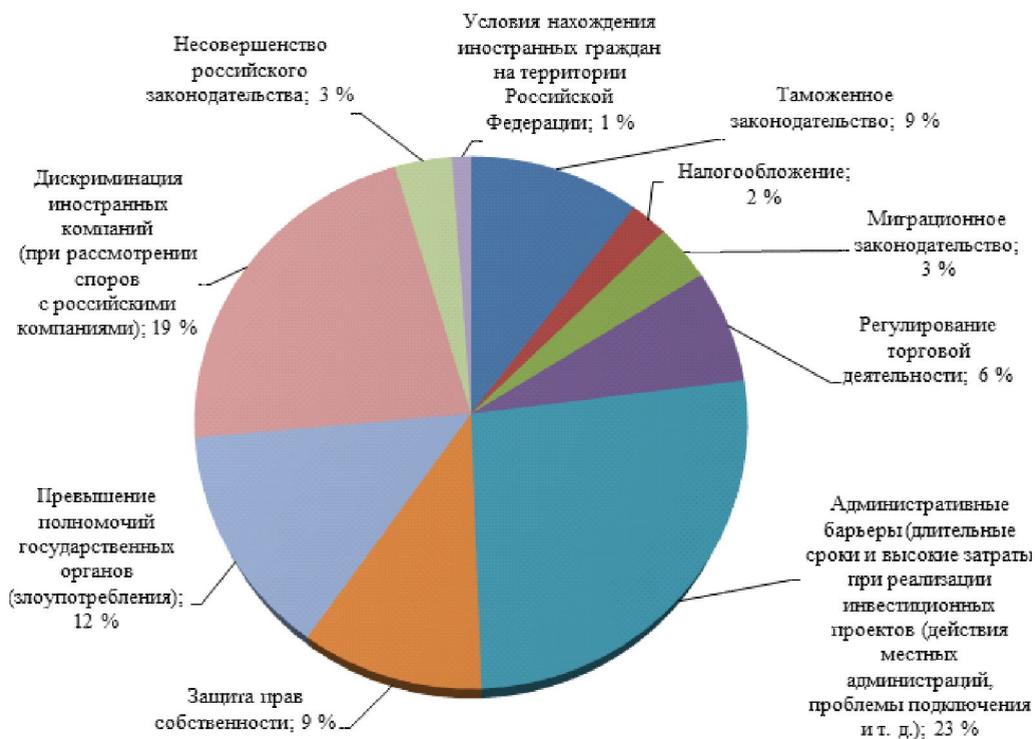


Рис. 49. Основные проблемы, возникающие в процессе реализации инвестиционных проектов на региональном уровне⁵

⁵ Министерство экономического развития РФ : [официальный сайт]. URL: <http://economy.gov.ru> (дата обращения: 28.06.2020).

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;
- направление действующих нормативных правовых актов (как федеральных, так и региональных), нарушающих права предпринимателей или затрудняющих ведение предпринимательской деятельности, на оценку регулирующего воздействия;
- представление интересов предпринимателей в судебных заседаниях.

Агентство стратегических инициатив

Создано в мае 2011 г. для содействия в преодолении административных барьеров и привлечения финансирования для перспективных коммерческих, социальных и инфраструктурных проектов. Основными сферами деятельности Агентства являются: «Новый бизнес», «Молодые профессионалы», «Социальные проекты».

Одним из основных направлений работы Агентства является содействие улучшению инвестиционного климата в России, в том 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.

Российское агентство по страхованию экспортных кредитов и инвестиций (АО ЭКСАР)

Агентство создано в 2011 г. для поддержки российского экспорта и, в первую очередь, для 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 (МСП).

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.

Страховое покрытие агентства применяется для защиты

- экспортных кредитов от предпринимательских и политических рисков;
- 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.

Стратегия развития АО «ЭКСАР» до 2024 г. предусматривает актуализацию бизнес-модели агентства с фокусом на повышение эффективности и совершенствование клиентского сервиса, а также на развитие линейки страховых продуктов. Основными задачами агентства остаются расширение бизнеса, системный охват российских экспортеров и углубление страховой и финансовой экспертизы, что в результате отразится на масштабе деятельности агентства и будет содействовать реализации государственной внешнеэкономической политики и повышению конкурентоспособности российского бизнеса на международных рынках⁶.

Международное сотрудничество агентства отмечается активным участием в различных международных платформах, для предоставления мер поддержки национального экспорта с учетом мировой практики. Одной из таких платформ является Бернский союз и Пражский клуб. Союз был образован в 1934 г. и на текущий момент включает 83 участника. Его основной миссией является оказание активной поддержки участникам международной торговли за счет предоставления площадки для обсуждения ключевых вопросов и тенденций на рынке кредитного и инвестиционного страхования. ЭКСАР входит в состав основных комитетов союза, что позволяет не только получить оперативный доступ к информации о новых тенденциях и практиках, но и формировать повестку для обсуждения с ведущими мировыми экспортными кредитными агентствами и институтами поддержки экспорта.

⁶ АО ЭКСАР – Российское агентство по страхованию экспортных кредитов и инвестиций : [офф. сайт]. URL: <https://www.exiar.ru/about/strategy/> (дата посещения: 31.07.2020).

Агентство также активно развивает взаимодействие с другими экспортными кредитными агентствами в рамках объединений БРИКС и ЕвразЭС. Данные площадки позволяют производить обмен экспертизой и информацией, искать возможности для продвижения проектов и увеличения объемов страховой поддержки внутри БРИКС и ЕвразЭС, а также оказывать совместную поддержку при реализации проектов в третьих странах.

В рамках сотрудничества с международными партнерами агентство проводит активную политику по установлению отношений и укреплению взаимосвязей с иностранными и международными финансовыми институтами. Это позволяет выстроить комплексную систему, способствующую развитию в том числе международного финансирования поставок российской продукции и, как следствие, росту объемов экспорта из нашей страны.

Взаимодействие с иностранными и международными банками ведется по разным направлениям поддержки:

- широко используется предоставление страхового покрытия российским банкам, предоставляющим кредиты иностранным банкам в сделках международного финансирования, где агентство принимает риск на такой иностранный банк;
- имеется потенциальная возможность страхования рисков непосредственно иностранных банков, выступающих страхователями по договорам страхования;
- агентство взаимодействует с международными финансовыми организациями, которые в том числе активно привлекают кредитные ресурсы у российских банков для целей оплаты поставок российских товаров, работ, услуг по заключенным внешнеторговым контрактам.

Агентство уделяет большое внимание поддержанию и расширению сотрудничества с экспортными кредитными агентствами и коммерческими страховщиками. За счет налаженных партнерских отношений агентство может предоставлять поддержку российским компаниям, даже когда заключение прямого договора страхования с экспортером или финансирующим банком невозможно. Агентство может также обеспечивать поддержку российских экспортеров с учетом особенностей их экспортной деятельности или структуры экспортного проекта, в том числе в тех случаях, когда размер проекта подразумевает международную кооперацию и участие компаний из нескольких стран.

Консультативный совет по иностранным инвестициям в России

Данный совет был создан в 1994 г. для содействия привлечению иностранных инвестиций в экономику России, а также выработки решений по улучшению инвестиционного климата.

За годы существования совета в его составе побывало 58 иностранных компаний и банков. В настоящее время в состав совета входит 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). Деятельность совета переориентирована на опе-

ративное 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, развитие Дальнего Востока и Сибири.

Управление инвестициями (инвестиционными отношениями) 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 процесса, планирование, координацию и контроль в течение 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:

- по обеспечению высоких темпов роста на всех уровнях национальной экономической системы;
- максимизации дохода, определяемого инвестиционной политикой;
- минимизации рисков инвестиционной деятельности;
- эффективной реализации инвестиционных программ.

Рассмотрим схему управления инвестициями. Данный процесс можно рассмотреть по аналогии со схемой управления финансами⁷. Как уже говорилось выше, любой процесс управления предполагает субъект (кто управляет) и объект (кем или чем управляют). Рассмотрим процесс управления инвестициями отдельно на макро- и микроуровне. Управление инвестиционными процессами на макроуровне можно представить в виде схемы (рис. 50).

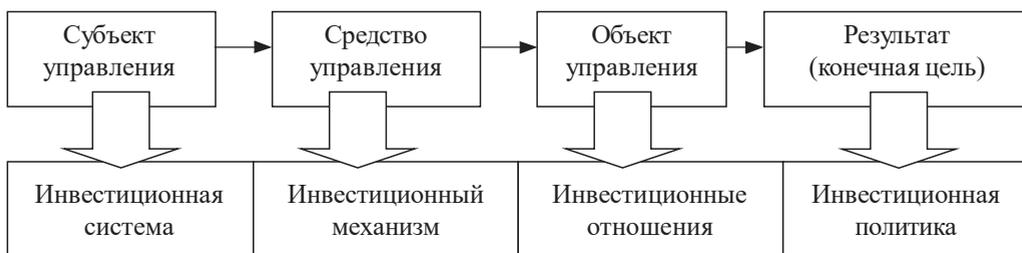


Рис. 50. Схема управления инвестициями на макроуровне

Субъектом управления инвестициями является совокупность инвестиционных институтов (фондов). Инвестиционная система России включает в себя: Центральный банк России, Министерство финансов РФ, 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.

Объектом управления инвестициями выступают инвестиционные отношения, возникающие на государственном и местном уровнях и на уровне корпоративного сектора экономики.

Средством управления инвестициями служит инвестиционный механизм. Инвестиционный механизм – это 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.

⁷ Исакова Н. Ю., Князева Е. Г., Юзвович Л. И., Мокеева Н. Н. Финансовая система государства : учеб. пособие. Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2015.

Инвестиционный механизм состоит из ряда взаимосвязанных подсистем:

- инвестиционного права;
- инвестиционного планирования и прогнозирования;
- инвестиционного анализа;
- инвестиционного контроля;
- инвестиционной информации.

Инвестиционное право – совокупность юридических норм (законов, подзаконных актов, нормативных документов), регулирующих инвестиционные отношения. Его задачи: определять единые общие правила формирования и использования инвестиционных ресурсов, создавать условия для улучшения инвестиционного климата и привлечения инвестиций в экономику.

Инвестиционное планирование и прогнозирование – совокупность инструментов, позволяющих оценить текущее состояние экономики, инвестиционный потенциал территории или региона, определить потребность во внешних и внутренних инвестициях, разработать мероприятия по привлечению инвестиций в государство. На этой стадии определяется инвестиционная политика государства.

Инвестиционный анализ – комплекс мероприятий по обеспечению текущего функционирования 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. Заключается в анализе национального инвестиционного рынка, в обеспечении государственных инвестиционных гарантий, в обеспечении эффективности 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, действующих 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 рынка.

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, достижение 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 формирования и реализации, 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. 51).

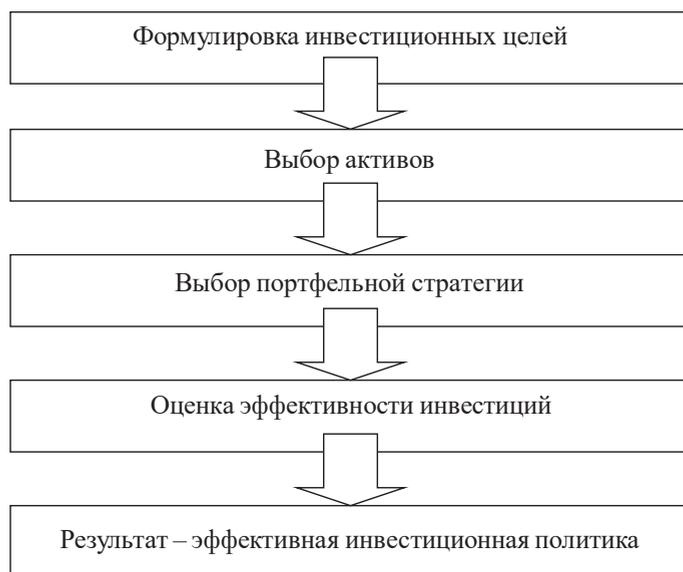


Рис. 51. Схема управления инвестициями на микроуровне

Управление инвестициями на микроуровне, на уровне субъектов экономических отношений корпоративного сектора экономики предполагает формирование инвестиционных целей (зачем нужно инвестирование?), выбор активов (куда инвестировать?), определение стратегии (на какой срок? источники финансирования?), проведение оценки эффективности инвестиций и как результат – осуществление эффективной инвестиционной политики.

6.2. 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 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 встречается следующее определение инвестиционной политики государства – это 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.

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 вестись по принципам 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. Опираясь на такое понимание государственной инвестиционной политики, можно выделить факторы неэффективного регулирования инвестиционной деятельности в Российской Федерации (рис. 52).

Таким образом, *инвестиционная политика государства* – это совокупность мероприятий, проводимых государством по управлению инвестиционной деятельностью с целью создания оптимальных условий для активизации инвестиционного процесса.



Рис. 52. Факторы неэффективного регулирования инвестиционной деятельности в РФ

Основной целью инвестиционной политики государства является создание благоприятных условий для развития инвестиционного процесса.

Основные задачи государственной инвестиционной политики:

1. Поддержка (стимулирование) отдельных отраслей экономики;
2. Обеспечение сбалансированного развития отраслей хозяйствования и экспортного производства;
3. Достижение конкурентоспособной отечественной продукции;
4. Реализация социальных и экологических программ (развитие здравоохранения, образования, ЖКХ, охрана окружающей среды);
5. Регулирование занятости населения;
6. Обеспечение обороноспособности и безопасности государства.

Для осуществления инвестиционной политики необходим механизм, который обеспечивает ее выполнение (рис. 53).

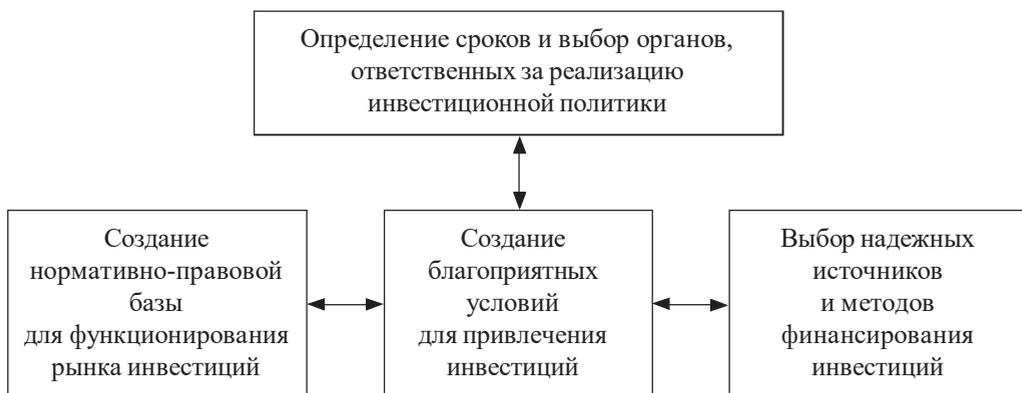


Рис. 53. Механизм реализации инвестиционной политики

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 решение 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 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.

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 с поддержкой инфраструктуры и усилением конкурентных позиций корпоративного сектора экономики;
- предоставление на долевой основе капитальных трансфертов в целях социально-экономического развития территорий⁸.

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. 14.

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 систему 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 является составной частью государственной инвестиционной политики.

⁸ Игонина Л. Л. О механизме обеспечения эффективности государственных инвестиций // Финансы и кредит. 2005. № 24. С. 9.

Отраслевая направленность инвестиционной деятельности имеет важное место 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. 54.



Рис. 54. Этапы отраслевой инвестиционной политики

Отраслевая инвестиционная политика, являясь частью государственной инвестиционной политики, должна обеспечивать определение стратегических целей и направлений инвестиционной 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.

6.3. 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, которые являются стержнем развития национальной экономики, обеспечивающим эффективное взаимодействие всех экономических агентов, начиная от предприятий и кончая органами власти всех уровней.

При формировании и реализации инвестиционной политики государства необходимо выполнять следующие принципы организации.

Принцип системности, который 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 осуществляется на основе размещения ограниченных централизованных капитальных вложений и государственного финансирования инвестиционных проектов производственного назначения строго в соответствии с федеральными целевыми программами и исключительно на конкурентной основе.

Принцип приоритетности инвестиционной политики, подразумевающий 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, 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.

Принцип эффективности, который 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 актуальной 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. 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 как одни из 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 реализуется путем усиления государственного контроля за целевым расходованием средств федерального бюджета.

Эти принципы реализуются 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 утверждён перечень целевых программ в разных отраслях национальной экономической системы.

Эффективность государственной инвестиционной политики зависит не только от общего объема инвестиций, а 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.

6.4. Способы привлечения инвестиций

В современных условиях именно инвестиции способны заметно увеличить объемы валового внутреннего продукта, регионального продукта и существенно пополнить местные бюджеты. Для большинства российских территорий – это реальная возможность укрепить конкурентные преимущества, завоевать новые экономические ниши, раскрыть свой инновационный потенциал. По сути своей, это возможность выйти на качественно новый уровень роста. Кроме того, на государ-

ственном 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 энерго мощностей, низкого качества дорожной сети и логистики, инженерных и телекоммуникаций. Одна из причин такой ситуации – недостаток готовых инвестиционных площадок.

По мнению авторов, 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 этой связи 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 сочетание в единое целое 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.

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 юристов⁹.

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.

На рис. 55 представлена эволюционная парадигма развития концессионных соглашений в мировой практике.

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 применялся первый откуп в условиях натурального хозяйства, неразвитости кредитных отношений, коммуникаций, финансовых затруднений государства.

В условиях волатильности рынка целесообразность применения концессий определяется наличием правовой базы, регулирующей порядок заключения и исполнения концессионных соглашений, а также возможность применения отдельных механизмов государственной поддержки и инструментов государственно-частного партнерства, в том числе привлечения 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 Гражданский кодекс РФ, Налоговый кодекс РФ, постановления Правительства РФ об утверждении типовых концессионных соглашений в отношении

⁹ Вопросы концессий, концессионных моделей и схем как инструмента привлечения инвестиций на условиях государственно-частного партнерства рассматривает ряд ученых, экономистов. См., напр.: Варнавский В. Г., Королев В. А. 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. : Нестор Академик Паблишерз, 2002; Зворыкина Ю. В. Перспективы реализации инвестиционных проектов в форме концессии в России // Внешнеэкон. бюл. 2002. № 3; Падалкин В. Концессионные механизмы планирования деятельности крупных хозяйственных структур // Экон. стратегии. 2008. № 7.

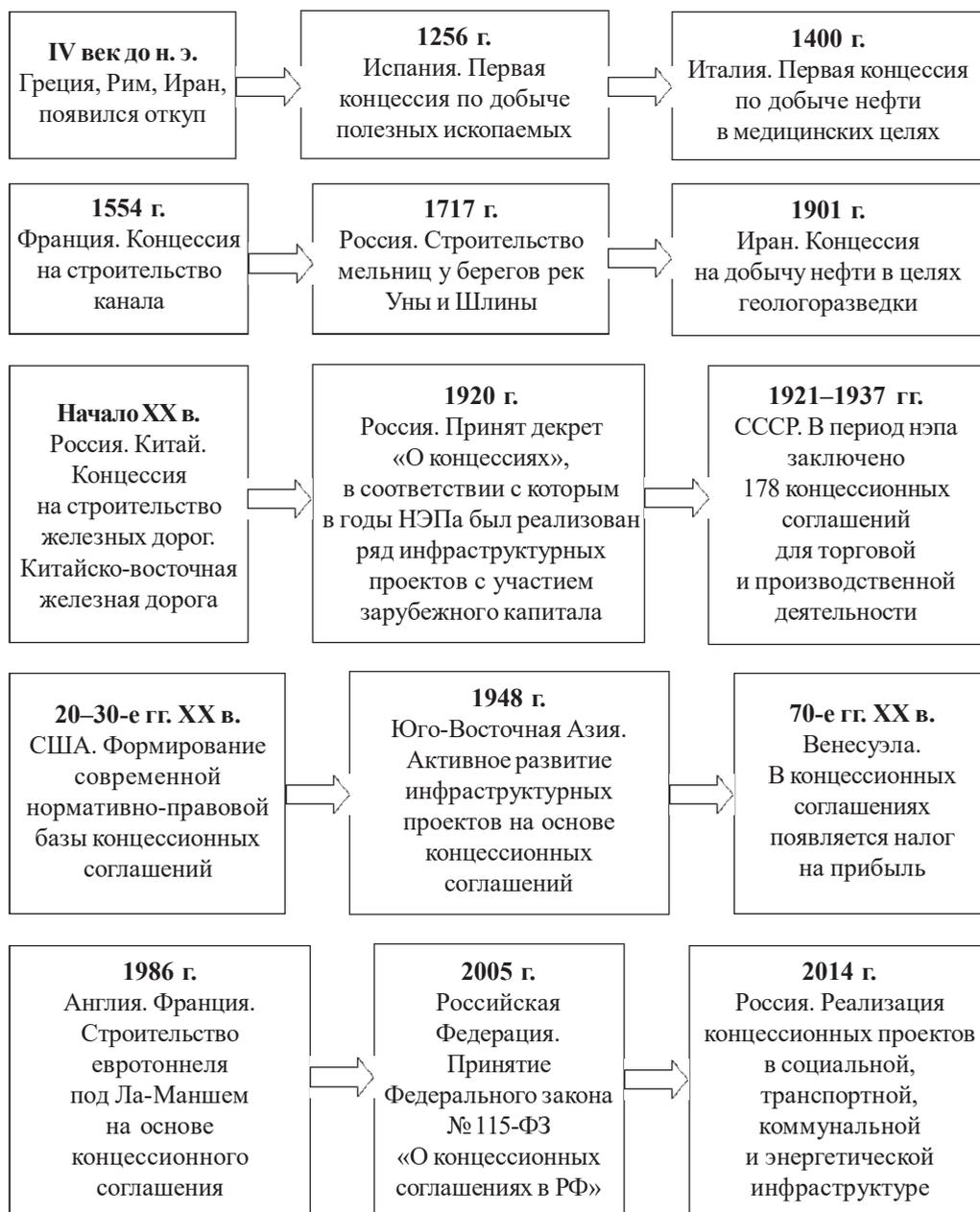


Рис. 55. Эволюционная парадигма развития концессионных соглашений в мировой практике

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: земельного кодекса, закона о государственной собственности (или имуществах), законов об аренде земли, 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.

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 концессий¹⁰:

– 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;

¹⁰ Вопросы типологизации концессий рассматриваются многими учеными: См.: *Сосна С. А.* Концессионное соглашение – новый вид договора в российском праве // Журн. рос. права [Электронный ресурс]. 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.

– браунфилд-контракт (*Brownfield contract*) – традиционная концессия. Предметом ее выступает деятельность по расширению, восстановлению или реконструкции существующего объекта, не включающая нового строительства;

– 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.

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 муниципальных 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.

Рассмотрим реализацию реальных инвестиционных проектов на основе государственно-частного партнерства в форме концессий в Российской Федерации (табл. 23).

Т а б л и ц а 23
**Реальные инвестиционные проекты, реализуемые при государственной поддержке
за счет бюджетных ассигнований Инвестиционного фонда РФ в период с 2007 по 2021 г.¹¹, млн рублей**

№ п/п	Наименование инвестиционного проекта	Стоимость инвестиционного проекта	Источники финансирования реального инвестиционного проекта			
			Собственные средства инвестора	Заемные средства инвестора	Средства бюджетов субъектов РФ ¹²	Средства Инвестиционного фонда РФ ¹³
1	Строительство в Санкт-Петербурге автомобильной дороги «Западный скоростной диаметр»	212 724,90	16 057,60	91 804,70	54 152,90	50 709,70
2	Строительство в Санкт-Петербурге Орловского тоннеля под Невой в рамках развития Волго-Балтийского водного пути	47 740,60	5 008,48	11 686,41	15 467,94	15 577,77
3	Комплексное развитие Нижнего Приангарья. В рамках комплексного инвестиционного проекта: «Реконструкция и строительство участков автодороги Канск – Абан – Богучаны – Кодинск, строительство мостового перехода через р. Ангару на автомобильной дороге Богучаны – Юрубучен – Байкит»; «Строительство железнодорожной линии Карасула – Яржи 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

¹¹ Составлено авторами на основе информационных данных: Инвестиционный фонд РФ : [офф. сайт]. URL: www.minregion.ru (дата обращения: 15.05.2020).

¹² Средства бюджетов субъектов РФ предоставляются в форме бюджетных инвестиций.

¹³ Бюджетные ассигнования Инвестиционного фонда РФ предоставляются в форме субсидий бюджетам субъектов РФ на финансирование объектов капитального строительства государственной собственности субъектов РФ.

Продолжение табл. 23

№ п/п	Наименование инвестиционного проекта	Стоимость инвестиционного проекта	Источники финансирования реального инвестиционного проекта			
			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	82 349,50	–	–	49 272,60
6	Промышленный комплекс г. Новомосковск Тульской области. В комплектный инвестиционный проект входят следующие инвестиционные проекты: «Строительство моста через р. Любовка на 10 км участка Маклец – Бобрик – Донской Московский железной дороги»; «Строительство новой станции Промгипсовая, железнодорожной ветви Урванка – Промгипсовая Московской железной дороги»; «Строительство автодороги Тула – Новомосковск км 34 + 800 – км 51 + 660 в Кировском и Новомосковском районах Тульской области»	46 269,60	27 425,00	9 598,50	600,00	8 646,10

О к о н ч а н и е т а б л. 23

№ п/п	Наименование инвестиционного проекта	Стоимость инвестиционного проекта	Источники финансирования реального инвестиционного проекта			
			Собственные средства инвестора	Заемные средства инвестора	Средства бюджетов субъектов РФ	Средства Инвестиционного фонда РФ
7	Комплексный инвестиционный проект – «Реконструкция участка Оунэ – Высокогорная со строительством нового Кузнецовского тоннеля на участке Комсомольск-на-Амуре – Советская Гавань». Инвестиционный проект, входящий в состав комплексного инвестиционного проекта «Строительство 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. Инвестиционный проект, входящий в комплексный инвестиционный проект, «Строительство и реконструкция объектов водоснабжения и водоотведения муниципального образования (городской округ г. Ростов-на-Дону)»	33 470,77	24 542,50	–	2 018,50 249,48 ¹⁴	6 660,29
ИТОГО		914 726,60	379 310,30	231 960,60	722 488,80	230 966,90

¹⁴ Средства бюджета муниципального образования.

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 имеют 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 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, 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. 24.

По источникам финансирования реальных инвестиционных проектов 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 основном направлена и сконцентрирована в области финансирования на корпоративном секторе экономики, поскольку государство не имеет средств полноценно участвовать в крупномасштабных региональных инвестициях, так как существуют определенные финансовые ограничения. В связи с этим с точки зрения государства привлечение частных инвестиций в рамках концессионного соглашения – это стратегическое и перспективное направление государственной инвестиционной политики, обособленное в первую очередь снижением государственных инвестиционных расходов.

Т а б л и ц а 24

**Реальные инвестиционные проекты, реализуемые при государственной поддержке
за счет бюджетных ассигнований Инвестиционного фонда РФ¹⁵, млн рублей**

№ п/п	Наименование инвестиционного проекта	Стоимость инвестиционного проекта	Источники финансирования реального инвестиционного проекта				
			Собственные средства инвестора	Заемные средства инвестора	Средства бюджетов субъектов РФ ¹⁶	Средства местных бюджетов	Средства Инвестиционного фонда РФ ¹⁷
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
3	«Строительство производственно-логистического комплекса “Армакс Групп” на территории с. Масловка Воронежской области»	5 093,06	1 424,83	3 120,00	120,61	–	427,62
4	«Реконструкция системы водоснабжения г. Перми»	847,08	473,65	–	141,90	–	231,53
5	«Развитие системы теплоснабжения в г. Владимире и Владимирской области»	550,70	309,25	–	–	53,12	188,33

¹⁵ Составлено авторами на основе информационных данных: Инвестиционный фонд РФ : [офф. сайт]. URL: www.minregion.ru (дата обращения: 15.05.2020).

¹⁶ Средства бюджетов субъектов РФ предоставляются в форме бюджетных инвестиций.

¹⁷ Бюджетные ассигнования Инвестиционного фонда РФ предоставляются в форме субсидий бюджетам субъектов РФ на финансирование объектов капитального строительства государственной собственности субъектов РФ.

Продолжение табл. 24

№ п/п	Наименование инвестиционного проекта	Стоимость инвестиционного проекта	Источники финансирования реального инвестиционного проекта				
			Собственные средства инвестора	Заемные средства инвестора	Средства бюджетов субъектов РФ	Средства местных бюджетов	Средства Инвестиционного фонда РФ
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 в целях создания сыроваренного завода по производству твердых сыров мощностью 250 т молока в сутки (Республика Мордовия)»	1 348,63	540,71	574,62	–	60,66	172,64
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

Продолжение табл. 24

№ п/п	Наименование инвестиционного проекта	Стоимость инвестиционного проекта	Источники финансирования реального инвестиционного проекта				
			Собственные средства инвестора	Засмные средства инвестора	Средства бюджетов субъектов РФ	Средства местных бюджетов	Средства Инвестиционного фонда РФ
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
14	«Строительство объектов социальной и инженерной инфраструктуры города Уфы Республики Башкортостан»	3 827,19	1 795,25	573,93	369,62	84,58	1 003,81
15	«Строительство стеклоарного 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

О к о н ч а н и е т а б л. 24

№ п/п	Наименование инвестиционного проекта	Стоимость инвестиционного проекта	Источники финансирования реального инвестиционного проекта				
			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 на 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»	14 930,50	2 610,66	11 197,40	240,54	–	881,90
ИТОГО		98 179,46	32 576,33	45 933,35	5 671,29	678,12	13 320,37

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.

Запуск концессионных механизмов в России создаст серьезные бюджетные последствия.

Во-первых, он будет означать приток инвестиций и увеличение налоговых сборов от концессионных проектов.

Во-вторых, повлечет за собой изменение 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) во всем мире приводит к значительному снижению издержек¹⁸.

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 %) ¹⁹.

В-четвертых, легализация концессионных механизмов в России потребует создания и введения предусмотренной Налоговым кодексом главы о специальном налоговом режиме для концессий.

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 устанавливается единый концессионный налог или регулярные платежи (роялти). В отношении налогообложения природных ресурсов могут предусматриваться отдельные особенности, учитывающие специфику этих ресурсов.

Необходимость введения особого налогового режима заключается в правовых и инфраструктурных особенностях.

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

¹⁸ Так, по оценкам ГЧП, в секторе водоснабжения и канализации в США и Канаде они 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 %.

¹⁹ 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: в Чили при заключении одной дорожной концессии плата составила 100 млн долл. США при объеме инвестиций 500 млн долл.

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 в ней могли быть запущены рыночные механизмы и инструменты. Участие же частного бизнеса в управлении и финансировании позволяет повысить эффективность реального сектора экономики. Общий принцип таков, что 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), например в Литве, если инвестиционный проект больше 1 млн долл. США, или долгосрочным инвестициям (Чили – более 10 лет). 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. 25). 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, решив одновременно правовые вопросы.

Т а б л и ц а 25

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	ВОТ-проекты	Инвестиционный вычет до 200 % в зависимости от региона, бесплатное предоставление государственных земель, возмещение НДС, освобождение от импортных пошлин
Вьетнам	Инфраструктура и ВОТ-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. ВОТ-проекты, которые выполняются

О к о н ч а н и е т а б л. 25

Страна	Объект льгот	Содержание льготы
		специальными ВОТ-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

Недостатками концессионной деятельности как государственно-частного партнерства в области привлечения инвестиций считают следующие:

- исчезновение стимулов к эффективной работе у инвестора при субсидиях, замещающих оплату услуг потребителям, не зависящих от эффективности производства;

- вероятность неблагоприятного отбора проектов – полное «страхование» может привести к тому, что инвесторы будут искать проекты с чрезмерным риском, зная, что его покроеет 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 концессионная плата балансирует с механизмами государственной поддержки²⁰. Таким образом, концессии сгенерируют дополнительные налоговые доходы вследствие притока инвестиций; снизят неинвестиционные расходы бюджета в соответствующих секторах экономики путем перераспределения денежных потоков.

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

²⁰ 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.

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 ВОТ-²¹ и ВОО-контрактов пришли к финансовому завершению. В Колумбии, Бразилии и Гватемале – 18 проектов с инвестициями в 4,8 млрд долл. Европа и Центральная Азия – семь ВОТ- и ВОО-проектов, строительства новых объектов на сумму 3,5 млрд долл., из них пять проектов на сумму 3,2 млрд долл. – 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. 26). Самый большой их удельный вес приходится на общественный транспорт и уборку, переработку мусора, соответственно 32 и 36 %.

Т а б л и ц а 26

Финансирование государственно-частных партнерств 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
ИТОГО	2 349	100

Таким образом, приток частных инвестиций в инфраструктуру составляет 2,5 млрд долл. в год при рентабельности в 10 % и 20-процентном налоге на прибыль (с учетом возможных особенностей специального налогового режима) будет

²¹ ВОТ-проекты в данной статистике проходят как «создание новых инфраструктур». Так, например, в области электроэнергетики такие инвестиции составили более 8 млрд долл.

означать поступление в бюджет около 50 млн долл. ежегодно. Через 10 лет, таким образом, в бюджет будет дополнительно поступать около 0,5 млрд долл.

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, законы о государственной собственности (или имуществах), об аренде земли, о природных ресурсах. Основным элементом этой системы должен быть законодательный акт рамочного (или зонтичного) типа, наподобие закона о концессионных договорах;
- нужно 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 концедента 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. 27 представлены целевые значения уровня развития государственно-частного партнерства в регионах РФ по Уральскому федеральному округу.

Т а б л и ц а 27

**Целевые значения уровня развития государственно-частного партнерства
в регионах Уральского федерального округа, %**

№ п/п	Субъект РФ	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	Курганская обл.	27,5	35,6	43,8	52,0	60,1	68,3
2	Свердловская обл.	52,6	60,4	68,3	76,1	83,9	91,8
3	Тюменская обл.	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 обл.	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

В условиях модернизации экономических отношений основными факторами, влияющими на высокий уровень реализации концессионных соглашений в региональной концессионной политике, является наличие:

– адекватной нормативно-правовой базы, регулирующей порядок и принципы заключения концессии, конкурсной процедуры, сроков и ответственных субъектов;

– институциональной среды в сфере ГЧП – это специализированные государственные органы или структуры, обладающие компетенциями по разработке и сопровождению концессионных проектов;

– стабильной конъюнктуры в регионе и отсутствие политических рисков, которые могут негативно повлиять на процесс выполнения концессионного соглашения;

– конкуренции 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 и сконцентрирована в области финансирования инвестиций на корпоративный сектор экономики, поскольку государство не имеет средств полноценно участвовать в крупномасштабных региональных инвестициях, так как существуют определенные финансовые ограничения. В связи 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.

Финансовый механизм концессионного соглашения может сыграть в инвестиционных процессах положительную роль, закрепить позитивные тенденции и выйти на траекторию устойчивого экономического роста.

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 совместные предприятия, призванные способствовать развитию национальной экономики²².

В теории и практике существует два понятия: смешанное и совместное предприятие. Под смешанным понимают отечественное предприятие, образованное двумя или несколькими хозяйствующими субъектами одной страны²³. Напротив, совместные предприятия – это хозяйствующие единицы, созданные собственни-

²² Совместные предприятия (СП) – 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.

²³ Например, смешанными являются государственно-частные, муниципально-частные и другие национальные предприятия.

ками 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.

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 обуславливает достаточно высокие темпы создания совместных предприятий, отличающихся многообразием форм, особенностями механизма формирования уставного фонда, среды функционирования и т. д.²⁴ Это определяет необходимость классификации совместных предприятий (СП) на основе различных классификационных признаков (рис. 56).

На территории России совместная деятельность может быть организована в одной из следующих форм в зависимости от целей создания совместного предприятия (табл. 28).

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. 29).

²⁴ 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.



Рис. 56. Классификация совместных предприятий по разным признакам и видам

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 – завершённое строительство;
- 3 – запуск производства.

По данным зарубежных специалистов, наиболее привлекательными районами для вложения иностранного капитала в РФ считаются Москва, Санкт-Петербург, Республика Карелия, Калининградская область, ХМАО. Наибольшую активность в создании совместных предприятий и коммерческих организаций проявляют инвесторы из Турции, Кипра (рис. 57).

Т а б л и ц а 28

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	Эта совместная деятельность предполагает 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	Этот вид совместной деятельности иностранного инвестора и резидента либо двух или более иностранных инвесторов предполагает 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

За последнее время на территории России было создано около 30 тыс. совместных предприятий с участием иностранных фирм из более чем 60 стран. Объяснением этому служат заинтересованность России в привлечении прямого иностранного капитала, ее успехи в продвижении свободного рыночного хозяйства и, самое главное, высокий процент 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. Таким образом, в заключение можно выделить его основные преимущества:

- ориентация на долгосрочное сотрудничество сторон в одной или нескольких сферах хозяйственной деятельности;

Реальные инвестиционные проекты на территории России с участием совместных предприятий

№ п/п	Реальный инвестиционный проект	Объем инвестиций, млн долларов	Регион	Стадия реализации	Собственник	Мощности
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	СПРЧТ «Capital» и «Баско»	240 МВт и 2 10 Гкал
8	Завод по производству литий-ионных батарей	450	Новосибирская область	0	СП «Thunder Sky» и «Роснано»	Нет данных
9	Шинный завод	400	Липецкая область	1	«Yokohama»	1,5 млн шт. шин
10	Завод по производству МДФ-плит	250	Краснодарский край	1	Индустриальный союз Донбасса	300 тыс. м ³ плит МДФ
11	Торговый центр	215	Санкт-Петербург	1,5	«Stockmann»	100 тыс. м ² торговых и офисных помещений

О к о н ч а н и е т а б л. 29

№ п/п	Реальный инвестиционный проект	Объем инвестиций, млн долларов	Регион	Стадия реализации	Собственник	Мощности
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»	Нет данных
16	Фабрика мороженого и логистический комплекс	115	Тульская область	1,5	«Unilever»	60 тыс. м ² складских помещений
17	Фабрика по производству подгузников	75	Тульская область	2	«Svenska Cellulosa Aktiebolaget»	Нет данных
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»	Нет данных
22	Автокомпонентный завод	25	Нижегородская область	3	СП «Т. RAD» и «PM-Системс»	600 тыс. шт. радиаторов

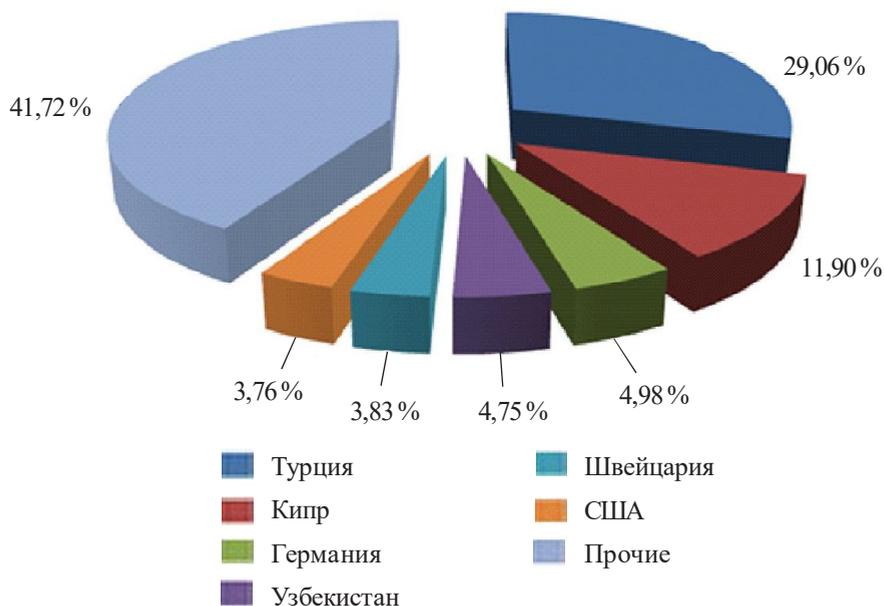


Рис. 57. Российские коммерческие организации с иностранными инвестициями²⁵

– 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;

²⁵ Федеральная служба государственной статистики. Россия в цифрах – 2019 : [официальный сайт]. URL: <https://rosstat.gov.ru/folder/210/document/12993> (дата обращения: 16.06.2020).

– восполнение недостающих производственных мощностей за счет предприятий-партнеров;

– совместный риск и совместная ограниченная ответственность партнеров.

Подчеркнув позитивные черты совместного предпринимательства, нельзя не остановиться и на его недостатках. А самая большая опасность, которая может ожидать при создании СП, – это проблемы взаимоотношений с партнерами. Как показывает практика, они 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 к более активному участию в управлении одного из партнеров.

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 1 500 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 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 оффшорного 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 оффшорных 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. Иностранцы 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).

Многообразие существующих типов свободных экономических зон предполагает рассматривать их классификацию по функциональным признакам и хозяйственной специализации. Существуют пять основных типов СЭЗ (рис. 58).

Таким образом, свободная экономическая зона – это ограниченная территория, в которой действуют особо льготные экономические условия для таможенных пошлин на ввозимые товары, торговлю и инвестирование капиталов.

Существуют следующие виды СЭЗ.

Первый вариант:

- 1) свободные торговые зоны и таможенные зоны;
- 2) экспертные промышленные зоны;
- 3) банковские и страховые зоны со 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.).

Второй вариант:

- 1) зоны экономического благоприятствования;



Рис. 58. Классификация свободных экономических зон

- 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).

Для организации и развития СЭЗ любого типа необходимо наличие технической инфраструктуры (водо- и энергосбережение, возможность подключения к современным системам телекоммуникаций), 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 оффшорные зоны. Понятие «оффшорная 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 оффшора. Основным признаком оффшорной юрисдикции является льготный характер налогообложения. Налоговые льготы для компаний, зарегистрированных в оффшорных зонах, представляют собой полное освобождение от уплаты всех местных налогов. Оффшорные компании обязаны оплатить лишь разовый регистрационный сбор и оплачивать годовой сбор, ставки которого обычно фиксированы и не зависят от коммерческой активности оффшорной компании.

Цель создания оффшорных зон – развитие оффшорного бизнеса, приносящего дополнительный доход стране. Налог на прибыль в оффшорных зонах, как правило, отсутствует или составляет всего 1–2 % (кроме РФ). Вместо него взимается ежегодный сбор в установленных размерах (от 50 до 1 000 долл.). В оффшорных зонах упрощена процедура регистрации компаний. Минимальный размер уставного капитала не устанавливается. Для стран, создающих оффшорные 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.

Промышленные зоны – 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 понимаются 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 13 ОЭЗ промышленного типа, краткая характеристика которых представлена в табл. 30.

Технологические зоны – это научно-образовательные центры, имеющие богатые научные традиции и признанные исследовательские школы, 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 шесть ОЭЗ технологического типа, краткая характеристика которых представлена в табл. 31.

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 зону, могут находиться во владении граждан и юридических лиц, в ней могут размещаться жилые объекты, а также в ТРЗ могут включаться 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.

Основные характеристики ОЭЗ промышленного типа (ПТ)²⁶

Название ОЭЗ ПТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/ Срок действия	Количество резидентов
ОЭЗ ПТ «Алабуга»	Создана в соответствии с Постановлением № 782 Правительства РФ от 21.12.2005 г. на территории Елабужского района Республики Татарстан	Автомобилестроение. Автокомпоненты. Приборостроение. Нефтехимия. Композитные и строительные материалы. Строительные материалы. Товары массового потребления	3 903,5 га/49 лет	66 компаний
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	2 298,35 га/49 лет	65 компаний
ОЭЗ ПТ «Тольятти»	Создана на территории муниципального района Ставропольский Самарской области в соответствии с Постановлением Правительства Российской Федерации № 621 от 12.08.2010 г.	Производство автомобилей и автокомпонентов. Продукция машиностроения. Строительные материалы. Товары массового потребления	660 га/49 лет	24 компании
ОЭЗ ПТ «Титановая долина»	Создана в соответствии с Постановлением № 1032 Правительства Российской Федерации	Производство изделий из титана. Производство компонентов и оборудования для металлургии.	391,3 га/49 лет	20 компаний

²⁶ Более подробная информация расположена: Особые экономические зоны России : [официальный сайт]. URL: <http://www.russez.ru> (дата обращения: 02.08.2020).

Продолжение табл. 30

Название ОЭЗ ПТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/ Срок действия	Количество резидентов
	от 16.12.2010 г. на территории Верхнесалдинского городского округа Свердловской области	Машиностроение. Авиастроение. Медицинское оборудование и материалы. Нефтегазовое оборудование		
ОЭЗ ПТ «Моглино»	Создана в соответствии с Постановлением № 729 Правительства Российской Федерации от 19.06.2012 г. на территории Псковского района Псковской области	Производство железнодорожного оборудования. Производство коммунального оборудования. Производство сельскохозяйственного оборудования. Производство электротехники и электроники. Производство строительных материалов. Логистический кластер. Производство железнодорожного оборудования	300 га/49 лет	15 компаний
ОЭЗ ПТ «Калуга»	Создана в соответствии с Постановлением № 1450 Правительства Российской Федерации от 28.12.2012 г. на территории Людинового района Калужской области	Продукты питания. Фармацевтическая и медицинская промышленность. Обработка древесины и производство изделий из дерева	1042 га/49 лет	15 компаний
ОЭЗ ПТ «Узловая»	Создана в соответствии с Постановлением № 302 Правительства Российской Федерации от 14.04.2016 г. на территории Узловского района Тульской области, в непосредственной бли-	Химическая промышленность. Металлургия	71 га/49 лет	14 компаний

Продолжение табл. 30

Название ОЭЗ ПТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь, ОЭЗ/ Срок действия	Количество резидентов
	зости от индустриального парка «Узловая»			
ОЭЗ ППТ «Лотос»	Создана на территории муниципального образования «Нари-мановский район» Астраханской области в соответствии с Постановлением Правительства Российской Федерации от 18.11.2014 г. № 1214	Судостроение. Энергетика. Агропром и пищевая промышленность	991 га/49 лет	14 компаний
ОЭЗ ППТ «Ступино Квадрат»	Создана на территории Ступинского муниципального района Московской области в соответствии с Постановлением Правительства Российской Федерации от 08.08.2015 г. № 826	Пищевая промышленность. Товары народного потребления. Химическая промышленность	434,13 га/49 лет	13 компаний
ОЭЗ ППТ «Центр»	Создана в соответствии с Постановлением Правительства Российской Федерации от 30.12.2018 г. № 1774 «О создании на территории муниципального образования Новоусманский муниципальный район Воронежской области особой экономической зоны промышленно-производственного типа»	Электронная промышленность. Химическая промышленность (для нужд пищевой промышленности). Производство оборудования для нужд атомной промышленности. Пищевая промышленность	220 га/49 лет	4 компании
ОЭЗ ППТ «Кашира»	Создана в соответствии с Постановлением Правительства	Агропром и пищевая промышленность. Энергетика.	492 га/49 лет	–

О к о н ч а н и е т а б л . 30

Название ОЭЗ ПТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/ Срок действия	Количество резидентов
	ства Российской Федерации от 07.11.2019 г. № 1414 «О создании на территории муниципальной образования городского округ Кашира Московской области особой экономической зоны промышленно-производственного типа»	Товары народного потребления. Металлургия. Машиностроение. Деревообрабатывающая промышленность. Химическая промышленность. Логистика и др.		
ОЭЗ ППТ «Орел»	Создана на территории муниципального образования Миценский район Орловской области в соответствии с Постановлением Правительства Российской Федерации от 24.09.2019 г. № 1241	Приборостроение и электроника. Машиностроение, металлургия, металлообработка. Производство строительных материалов. Фармацевтическая промышленность. Пищевая и перерабатывающая промышленность. Логистика	152,4 га/49 лет	–
ОЭЗ ППТ «Кулибин»	Создана на территории муниципального образования городской округ Дзержинск Нижегородской области в соответствии с Постановлением Правительства Российской Федерации от 22.05.2020 г. № 724	Производство химических веществ и химических продуктов. Создание модульно-передвижных газозаправочных комплексов. Производство фармацевтической продукции. Производство резиновых и пластмассовых изделий. Производство изделий из композитных материалов. Производство автокомпонентов. Логистика	72,3 га/49 лет	–

Основные характеристики ОЭЗ технологического типа (ТВТ)²⁷

Название ОЭЗ ТВТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/ Срок действия	Количество резидентов
ОЭЗ ТВТ «Дубна»	Создана в соответствии с Постановлением № 781 Правительства Российской Федерации от 21.12.2005 г. на территории г. Дубны (Московская область)	Информационные технологии. Ядерно-физические и нанотехнологии. Био- и медицинские технологии. Композиционные материалы. Проектирование сложных технических систем	216,9 га/49 лет	174 компании
ОЭЗ ТВТ «Технополис «Москва»»	Создана в соответствии с Постановлением Правительства Российской Федерации от 21.12.2005 г. № 779	Микроэлектроника. Приборостроение. Энергетика. Информационные технологии. Фармацевтическая и медицинская промышленность	207,49 га/49 лет	68 компаний
ОЭЗ ТВТ «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 № 780 «О создании на территории г. Санкт-Петербурга особой экономической зоны технико-внедренческого типа»	Информационные технологии и телекоммуникации. Фармацевтика и медицинские технологии. Энергоэффективность. Точное приборостроение	182,32 га/49 лет	56 компаний
ОЭЗ ТВТ «Исток»	Создана на территории городского округа Фрязино Московской области в соответствии	Энергетика. Микроэлектроника	62,65 га/49 лет	21 компания

²⁷ Более подробная информация расположена: Особые экономические зоны России : [официальный сайт]. URL: <http://www.russez.ru> (дата обращения: 02.08.2020).

О к о н ч а н и е т а б л. 31

Название ОЭЗ ТВТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/ Срок действия	Количество резидентов
	с Постановлением Правительства Российской Федерации от 31.12.2015 г. № 1538			
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 № 783 «О создании на территории г. Томска особой экономической зоны технико-внедренческого типа»	Информационные технологии. Микроэлектроника. Приборостроение. Энергетика. Фармацевтическая и медицинская промышленность	276 га/49 лет	44 компании
ОЭЗ ТВТ «Иннополис»	Создана в соответствии с Постановлением № 781 Правительства Российской Федерации от 01.11.2012 г. на территории Республики Татарстан	Информационные технологии	311,4 га/49 лет	89 компаний

В России в настоящее время действует пять ОЭЗ туристического типа (ТРТ), краткие характеристики, которых представлены в табл. 32. 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 развитие 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. 33.

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 (прил. 15).

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.

Т а б л и ц а 32

Основные характеристики ОЭЗ туристического типа (ТРТ)²⁸

Название ОЭЗ ТРТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/ Срок действия	Количество резидентов
ОЭЗ ТРТ «Байкальская гавань»	Создана в соответствии с Постановлением Правительства РФ № 68 от 03.02.2007 г. Соглашение о создании на территории Республики Бурятия особой экономической зоны туристско-рекреационного типа № 2768-П/Ф7 от 02.03.2007 г.	Лечебно-оздоровительный. Круизный. Горнолыжный. Экскурсионный. Религиозный	3 622,76 га / 49 лет	5 компаний
ОЭЗ ТРТ «Бирюзовая Катунь»	Постановление Правительства Российской Федерации «О создании на территории Алтайского района Алтайского края особой экономической зоны туристско-рекреационного типа» от 03.02.2007 г. № 69, соглашение между Правительством Российской Федерации, Администрацией Алтайского края и администрацией Алтайского района «О создании на территории Алтайского края особой экономической зоны туристско-рекреационного типа» № 2778-П/Ф7 от 02.03.2007 г.	Экскурсионный. Лечебно-оздоровительный. Экологический. Спортивный и приключенческий. Горнолыжный	3 329 га / 49 лет	24 компании
ОЭЗ ТРТ «Ворота Байкала»	Создана Постановлением Правительства Российской Федерации от 03.02.2007 г. № 72	Деловой туризм. Спортивный туризм. Экскурсионный туризм. Лечебно-оздоровительный туризм. Водный туризм. Круизный туризм	763,3 га / 49 лет	9 компаний

²⁸ Более подробная информация расположена: Особые экономические зоны России : [офф. сайт]. URL: <http://www.rusez.ru> (дата обращения: 02.08.2020).

О к о н ч а н и е т а б л . 32

Название ОЭЗ ТРТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/ Срок действия	Количество резидентов
ОЭЗ ТРТ «Северо-кавказский туристический кластер»	Создан туристический кластер, в состав которого входят: ОЭЗ на территории Хунзахского района Республики Дагестан, ОЭЗ на территории Зеленчукского района Карачаево-Черкесской Республики, ОЭЗ на территории Эльбурского района Кабардино-Балкарской Республики, Постановлением Правительства Российской Федерации от 14.10.2010 г. № 833	Лечебно-оздоровительный туризм. Экологический туризм. Экскursionный туризм. Горнолыжный туризм	34,125/НД	–
ОЭЗ ТРТ «Завидово»	Создана на территории муниципального образования «Конаковский район» Тверской области в соответствии с Постановлением Правительства Российской Федерации от 20.04.2015 г. № 372	Деловой. Экскursionный. Лечебно-оздоровительный. Экологический. Водный	379,87 га./НД	3 компании

Т а б л и ц а 33

Основные характеристики ОЭЗ логического типа (ЛТ)²⁹

Название ОЭЗ ЛТ	Дата и место создания	Приоритетные направления развития	Площадь ОЭЗ/ Срок действия	Количество резидентов
ПОЭЗ ЛТ «Ульяновск»	Портовая особая экономическая зона создана в соответствии с Постановлением № 1163 Правительства Российской Федерации от 30.12.2009 г. на территории Ульяновской области	Производство авиационной техники. Техническое обслуживание и ремонт авиационной техники. Логистика.	415 га/49 лет	32 компании

Показатели деятельности резидентов:

- количество резидентов – 32 (в т. ч. 10 иностранных);
- объем заявленных инвестиций – 90,3 млрд руб.;
- объем осуществленных инвестиций – 2,7 млрд руб.;
- количество созданных рабочих мест – 637 ед.;
- бъем полученных налоговых льгот – 134,394 млн руб.

²⁹ Более подробная информация расположена: Особые экономические зоны России : [офф. сайт]. URL: <http://www.russez.ru> (дата обращения: 02.08.2020).

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 кв. км – «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 1/3 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.

Международный лизинг как метод финансирования инвестиционных проектов

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 развития³⁰. 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 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, по мнению автора, 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:

³⁰ 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 как механизм привлечения реальных (прямых) инвестиций для приобретения нового оборудования, новых технологий и т. п. международный лизинг представляет собой одновременно механизм финансирования и инвестирования.

- 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. 59).



Рис. 59. Структура мирового лизингового рынка

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.

Основная часть мирового рынка лизинговых услуг сконцентрирована в треугольнике «США – Западная Европа – Япония»³¹. 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).

³¹ В общей сумме капитальных вложений в машины и оборудование на долю лизинга приходится: в США – 25–30 %; 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 ассоциации³², которые объединяют профессиональных лизингодателей, ассоциации финансовых компаний, домов, банков (см. рис. 59).

Национальные ассоциации объединяют лизингодателей по отраслевому признаку³³. 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 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.

³² 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.

³³ Международные лизинговые ассоциации объединяют национальные ассоциации: Европейскую федерацию национальных ассоциаций со штаб-квартирой в Брюсселе (1972), Латинскоамериканскую лизинговую федерацию в Мехико (1983), Азиатскую лизинговую ассоциацию (Сингапур, 1982), Африканскую лизинговую ассоциацию (Нигерия, 1993).

Лизинговые компании подразделяются по объемам лизинговых сделок и специализации. Среди них можно выделить следующие типы: крупные компании (лизинговые сделки которых 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 форм³⁴. К примеру, в Японии развитие арендных операций отличается тем, что лизинговые компании не ограничиваются финансированием 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 быстроразвивающихся фирм, поскольку возникает такая ситуация, что соотношение между заемным и уставным капиталом находится на предельной отметке.

Сделки международного лизинга являются распространенным механизмом продаж оборудования, производимого предприятиями страны-лизингодателя³⁵. Данный механизм реализации продукции является действенным для производителей, так как практически полностью сделка может быть профинансирована посредством лизинговой схемы (рис. 60). Лизингополучатели приобретают преиму-

³⁴ 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).

³⁵ 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 инвестиционном 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.

щества из-за того, что в стране лизингодателя можно привлечь 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 от иностранных финансовых 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.

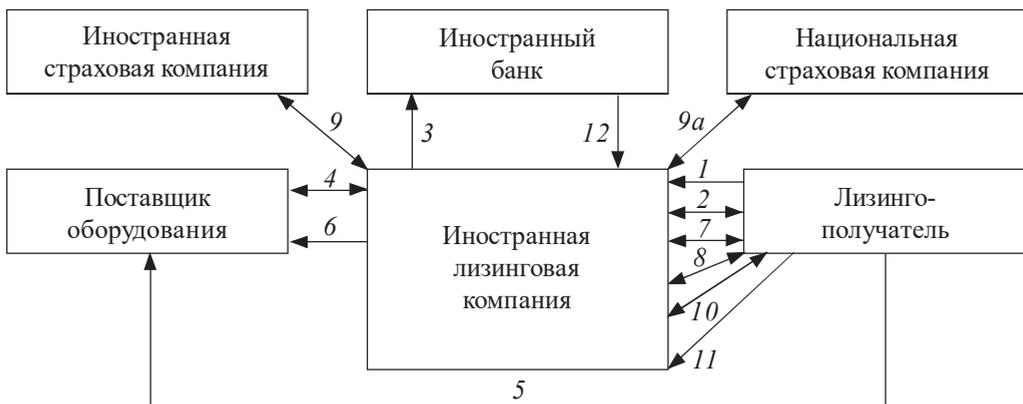


Рис. 60. Схема международных лизинговых операций³⁶:

- 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, 9a – подписание договора о страховании предмета лизинга; 10 – осуществление лизинговых платежей;
- 11 – возврат предмета лизинга; 12 – возврат ссуды и выплата процентов

Международный рынок лизинговых услуг – один из наиболее динамичных сегментов рыночных отношений. Анализ международной практики позволяет классифицировать сделки международного лизинга (рис. 61).

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 предлага-

³⁶ См.: Кошкин А. В., Федулова Е. А., Шабашев В. А. Лизинг. Основы теории и практики : учеб. пособие / под ред. проф. Г. П. Подшиваленко. 2-е изд. М. : КНОРУС, 2005.

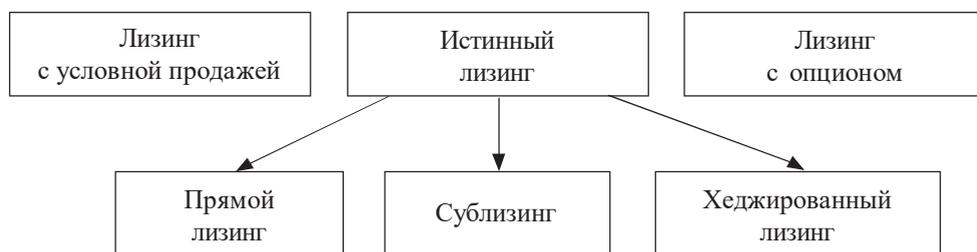


Рис. 61. Классификация сделок международного лизинга

емого 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 платежей³⁷. При использовании данного вида лизинга срок экономической 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 их 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.

³⁷ См.: Адамов Н. А., Тилов А. А. Лизинг : правовая сущность, экономические основы, учет и налогообложение. 2-е изд. СПб. [и др.] : Питер, 2006.

Лизинг с опционом используется при работе с автотранспортом, предназначенным для эксплуатации на шоссе́йных автодорогах³⁸. 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. Основными видами рисков, возникающих в практике международного лизинга, являются следующие³⁹:

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 результате осуществления данного договора.

6. Валютные риски, возникающие в результате изменения валютного курса в период реализации лизинговой сделки.

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 данные 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

³⁸ См.: *Адамов Н. А., Тилов А. А.* Лизинг : правовая сущность, экономические основы, учет и налогообложение.

³⁹ См.: *Кошкин А. В., Федулова Е. А., Шабашев В. А.* Лизинг. Основы теории и практики : учеб. пособие / под ред. проф. Г. П. Подшиваленко. 2-е изд. М. : КНОРУС, 2005.

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 быть двигателем для выхода 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 препятствием⁴⁰.

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 компаний⁴¹. Структура российского лизингового рынка представлена на рис. 62.

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 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 осуществляются на передаче оборудования для переработки сельскохозяйственного сырья, производства пищевой продукции, телекоммуникационной, компьютерной техники, грузовых автомобилей и др.

⁴⁰ См.: Российская ассоциация лизинговых компаний «Рослизинг»: [официальный сайт]. URL: www.rosleasing.ru (дата обращения: 09.06.2020).

⁴¹ См.: Технологии лизинга и инвестиций: журн. Российской ассоциации лизинговых компаний. 2008. № 20.

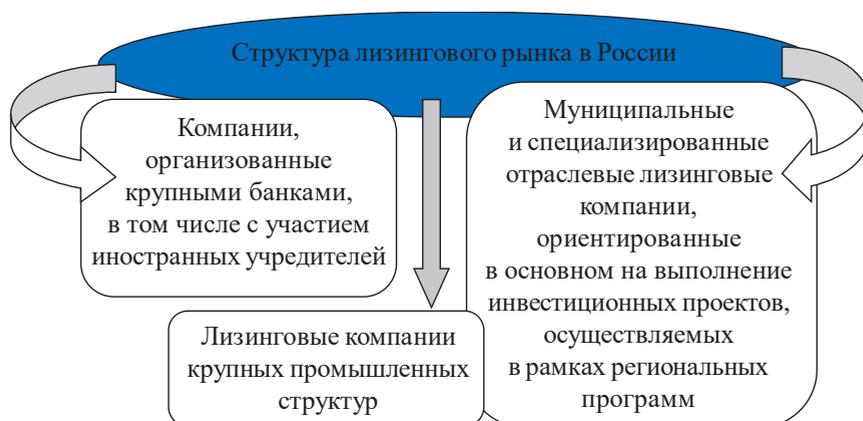


Рис. 62. Структура лизингового рынка в России⁴²

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 действенным способом привлечения реальных инвестиций в национальную экономику. Поэтому его развитие в отечественной экономике является важной стратегической задачей в осуществлении модернизации как российской экономики в целом, так и инвестиционного рынка России в частности.

⁴² См.: Газман В. Д. Финансовый лизинг и факторинг : учеб.-метод. пособие для слушателей программы МВА, обучающихся по специальностям «Общий и стратегический менеджмент» и «Финансы». М. : Бизнес Элайнмент, 2008.

Кроме вышеперечисленных преимуществ и достоинств международного лизинга, необходимо отметить важное значение международного лизинга 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 являются своеобразным индикатором развития всей экономики страны. Кроме этого, международный лизинг позволяет самым выгодным образом согласовать интересы производителей и потребителей, банков и лизинговых компаний.

Краудфандинг в инвестиционном бизнесе

Развитие IT-технологий и повсеместное включение их в экономические процессы привело к появлению такого явления, как краудфандинг. Основой данной экономической модели является более широкий феномен, получивший название краудэкономика. *Краудэкономика* (от англ. *crowd* – толпа) – это экономика, формируемая отдельными гражданами, формально не связанными между собой. Данная модель экономических отношений базируется на системе децентрализованного распределения материальных благ, всей совокупности финансовых и интеллектуальных ресурсов. Технология крауд-процессов предполагает значительное снижение роли государства в качестве системного регулятора экономических процессов в обществе. И, в противовес, существенно возрастает значимость каждого индивидуума, вступающего самостоятельно либо в составе незначительной группы граждан в экономические (производственные, финансовые, инвестиционные и т. д.) отношения.

Необходимо отметить, что отличительной особенностью социально-экономического развития нашего общества в последние десятилетия стало повышение востребованности в креативных решениях, нестандартных подходах к традиционным экономическим процессам. Идеология краудэкономики, с одной стороны, повышает доступность для инвесторов различных финансовых ресурсов для реализации различных новых товаров, технологий, услуг, сервисов и т. д., а с другой – движением потребителей и инвесторов подсказывает реальному сектору экономики направление развития и улучшения товарного производства, сервисов, услуг.

Инвестиционная составляющая краудэкономики реализуется посредством краудфандинга и краудинвестинга.

Краудфандинг (от англ. *crowd* – толпа; *funding* – финансирование) в дословном понимании представляет собой процесс народного финансирования. Трактовка краудфандинга неоднозначна в экономической литературе. В ряде источников он рассматривается как процесс коллективного финансирования (т. е. добровольного сотрудничества группы лиц), объединяющих свои финансовые или иные ресурсы с целью поддержания других людей или неких компаний. Высказывается мнение,

что краудфандинг – это потенциальный пул финансовых ресурсов из многих источников для формирования базисного капитала для начала деятельности стартап-проектов (в данном случае стартап рассматривается как венчурный проект).

В данном учебнике мы будем рассматривать краудфандинг как процесс финансирования инвестиционного запроса, возникающего у одной стороны путем получения массы незначительных финансовых вложений от широкого круга участников. Таким образом *краудфандинг подразумевает объединение финансовых ресурсов (т. е. коллективное финансирование) в какой-либо форме с целью поддержки определенного проекта с использованием современных информационно-коммуникационных технологий*⁴³.

В России краудфандинговая деятельность получила законодательную поддержку в 2019 г. в виде Федерального закона от 02.08.2019 г. № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». В нем предполагается, что данная деятельность представляет собой отношения, возникающие в связи с инвестированием и привлечением инвестиций с использованием инвестиционных платформ, повлекших возникновение и обращение утилитарных цифровых прав.

Краудфандинг, как и любая экономическая операция, предполагает наличие ряда участников:

– *инвесторов*, или *доноров*, – лиц, реализующих свое право и возможность вложить некоторые средства в инвестиционный проект. В соответствии с российским законодательством это физическое лицо (гражданин) или юридическое лицо, которым оператор инвестиционной (краудфандинговой) платформы оказывает услуги по содействию в инвестировании. На деятельность доноров – физических лиц, не обладающих статусом профессионального инвестора, налагается ограничение – они могут вкладывать в краудфандинговые проекты сумму не более 600 000 руб. в год;

– *реципиенты капитала*, или (иногда называют *фраундеры*) инициаторы инвестиционного проекта, лица, привлекающие финансовые ресурсы: юридическое лицо, созданное в соответствии с законодательством Российской Федерации, или индивидуальный предприниматель, которым оператор инвестиционной (краудфандинговой) платформы оказывает услуги по привлечению инвестиций. Ограничением является сумма привлекаемых на краудфандинговой площадке средств одним лицом – не более 1 млрд руб. в год;

– *краудфандинговая платформа* – посредник между донорами и реципиентами капитала – информационная система в информационно-телекоммуникационной сети Интернет, используемая для заключения с помощью информационных

⁴³ *Марамыгин М. С.* Финансовые инструменты новой индустриализации в реалиях краудэкономики // Экономическое, социальное и духовное обновление как основа новой индустриализации России : сб. науч. тр. IV Урал. науч. чтений профессоров и докторантов общественных наук. Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2017. С. 114–120.

технологий и технических средств этой информационной системы договоров инвестирования, доступ к которой предоставляется оператором инвестиционной платформы. При этом оператором инвестиционной платформы является хозяйственное общество, созданное в соответствии с законодательством Российской Федерации, осуществляющее деятельность по организации привлечения инвестиций и включенное Банком России в реестр операторов инвестиционных платформ и имеющие собственный капитал в сумме не менее 5 млн руб.

Краудфандинговая платформа за свою деятельность получает определенную комиссию за предоставленную услугу. В сделке, помимо инвестиционной платформы, может участвовать широкий круг участников, включающий как банки или иные кредитные организации, а также различные провайдеры платежей, которые опосредуют процесс осуществления перевода средств в рамках осуществления инвестиционной сделки.

Можно выделить несколько мотивационных моделей функционирования краудфандинговых площадок, сложившихся в мировой инвестиционной практике:

– *неприбыльная модель*. Это некоммерческая модель инвестирования финансовых ресурсов донорами с целью получения определенного социального эффекта, не предусматривающего извлечение прямой выгоды. Надо отметить, что именно такие проекты составляют основную часть реализованных предложений на мировых краудфандинговых площадках. Вложение средств осуществляется в авторские начинания в социальной сфере, охране окружающей среды и иных экологических проектах, городской инфраструктуры, здравоохранения, культуры, благотворительности. Основным побудительным мотивом доноров для вложения средств являются филантропические и гуманитарные цели;

– *промежуточная модель*. Проекты в рамках данной модели изначально реализуются в качестве некоммерческих. Однако в процессе реализации могут перейти в разряд реально инвестиционно привлекательных в случае нахождения коммерческой составляющей. Тогда рождаются интересные и зачастую весьма успешные бизнес-проекты. В качестве примера можно привести широко известный проект Skype, изначально возникший как некоммерческий, но, благодаря развитию дополнительных возможностей, ставший весьма интересным и доходным проектом;

– *прибыльная модель*. Самая простая и понятная модель реализации инвестиционной схемы на краудфандинговой площадке. Целью инвестирования является получение явного, осязаемого положительного финансового результата донором по итогам реализации финансируемого проекта. Инициаторами (реципиентами) таких проектов могут быть как уже функционирующие компании, нуждающиеся в дополнительных финансовых ресурсах (например, с целью создания, внедрения или продвижения нового продукта или услуги), так и венчурные компании (часто в виде стартапов), не имеющие иной реальной возможности привлечь финансовые ресурсы в банках либо у иных традиционных финансовых посредников.

Проекты, реализуемые в рамках данной модели, представленные на рис. 63, должны быть понятными с точки зрения целеполагания реципиента инвестиций,

прозрачными для контроля реализации и экономически эффективным. При этом в результатах реализации инвестиционного краудфандингового проекта должен быть заинтересован широкий круг инвесторов.

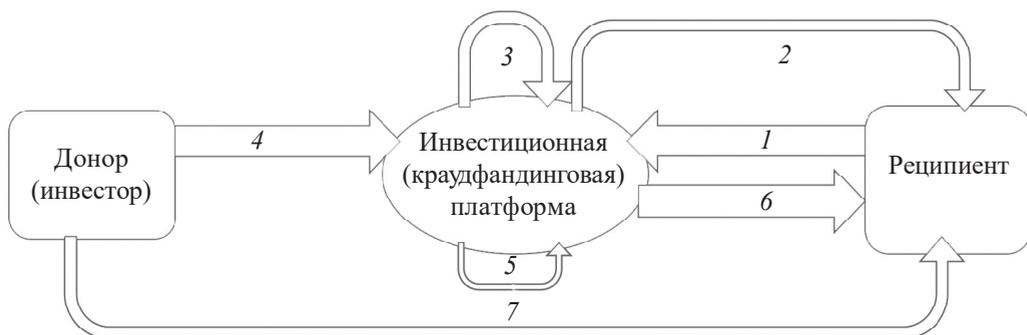


Рис. 63. Схема краудфандинговой сделки:

- 1 – реципиент обращается на инвестиционную (краудфандинговую) платформу со своим инвестиционным проектом (проектом по долговому привлечению средств);
 2 – платформа проводит проверку и оценку предлагаемого донорам проекта;
 3 – в случае одобрения заключается договор об оказании услуг по привлечению инвестиций. Одновременно определяется размер комиссионных, отчисляемых реципиентом Платформе за размещение проекта. Проект размещается на Платформе; 4 – донор (инвестор) заключает с Платформой договор об оказании услуг по содействию в инвестировании и перечисляет средства на номинальный счет; 5 – площадка собирает средства доноров до достижения минимальной суммы инвестиционного проекта; 6 – в случае достижения минимально оговоренной суммы инвестиционного проекта, она перечисляется Платформой на реальный счет реципиента; 7 – донор выполняет условия инвестиционного проекта

В рамках реализации прибыльной модели краудфандинга принято выделять особые направления инвестиционной деятельности: краудинвестинг и краудлендинг.

Краудинвестинг (от англ. *crowd* – толпа; *investing* – инвестирование) дословно можно назвать народным инвестированием. Данный способ инвестиционной деятельности, как правило, предусматривает привлечение инвестиционных ресурсов от широкого круга частных инвесторов (доноров) в виде коллективного инвестирования в единый проект. При этом все участники сделки получают финансовую выгоду от своих вложений.

Форма получения вознаграждения по результату реализации краудинвестинговых проектов может быть различной:

– *получение фиксированного дохода*. Данные проекты носят, как правило, обычный долговой характер, когда донор получает доход в фиксированной форме (в виде конкретного процента от вложенной суммы либо конкретной фиксированной суммы, оговоренной заранее с реципиентом). Выплата дохода может происходить как одновременно (получение дохода часто происходит одновременно с возвратом одолженной суммы), так и периодически по утвержденному заранее графику;

– *доход в виде роялти*. В классическом определении роялти представляет собой периодические выплаты за пользование какими-либо ресурсами. Данный вариант применительно к краудинвестиционным проектам предполагает выплату фиксированной суммы дохода реципиентом донору длительный срок (зачастую весь срок жизни профинансированного проекта). При этом величина выплат не зависит от доходности деятельности реципиента и величины полученной им прибыли в конкретный период времени, а оговаривается заранее, в момент привлечения финансовых ресурсов;

– *акционерный доход*. В случае, когда реципиент привлекает средства донора на долгосрочный период и предполагает безотзывность вложенных средств из проекта (участие инвестора в капитале профинансированного проекта) может применяться способ выплат в качестве акционерного дохода. Донор получает доход как совладелец инвестиционного проекта в виде части прибыли, полученной реципиентом. Такой вариант организации получения доходов от инвестирования наиболее интересен бизнес-сообществу, так как помогает получить финансовые ресурсы компаниям, не имеющим доступа на биржевой рынок (по ряду объективных причин) и позволяет успешно расширить бизнес. Для физических лиц это способ вложения средств на длительный период с прямым участием в прибыли финансируемого мероприятия;

– *нерегулярный доход*. В ряде случаев реципиент может предлагать донору получение вознаграждения в какой-либо специфической форме (подарок; первоочередное или льготное получение нового продукта; участие в съемках; опубликование имени благодетеля и т. п.). Данный способ часто применяется в качестве привлечения отдельных категорий доноров.

Краудлендинг (от англ. *crowd* – толпа; *lend* – давать в долг) – разновидность краудфандинга, представляющая собой систему кредитования физическими лицами других граждан или юридических лиц. Для привлечения средств необходимо разместить информацию на краудфандинговой площадке. В действующей практике принято выделять следующие основные виды краудлендинга:

– P2P (*peer-to-peer*), т. е. равный равному, когда осуществляется процесс прямого кредитования одним физическим лицом другого физического лица. С развитием системы быстрых платежей данный вид кредитной деятельности все больше распространяется в нашем обществе;

– P2B (*peer-to-business*) представляет процесс кредитования физическим лицом некоей компании, фирмы или иного юридического лица.

В современном мире краудлендинг представляет собой своеобразную альтернативу банковскому кредитованию. Это более дорогой, но и более доступный инструмент заимствования по сравнению с банковским кредитом, но обходится дешевле, чем кредитование в микрофинансовой организации.

Получение прибыли в результате размещения средств на краудфандинговой площадке может рассматриваться как разновидность микрокредитной деятельности. При этом краудфандинговое микрокредитование существенно отличается от традиционного (предоставляемого кредитными организациями) – схема его

реализации существенно проще, так как не требуется предварительной оценки проекта, предоставления пакета документов, залога или поручительства.

Инвестиционный процесс на инвестиционной (краудфандинговой) платформе может осуществляться только в безналичной форме. При этом на ряде площадок возможно применение как традиционных (фиатных) денег, так и нетрадиционных – криптовалют, иных денежных суррогатов. Законодательством России (Федеральный закон № 259-ФЗ от 02.08.2019 г.) предусмотрены следующие способы инвестирования:

- в виде предоставления процентных и беспроцентных займов и ссуд;
- в виде приобретения эмиссионных ценных бумаг, которые размещаются с использованием инвестиционной (краудфандинговой) платформы. Следует отметить, что в данном случае исключаются: ценные бумаги кредитных организаций; обязательства некредитных финансовых организаций; структурные облигации; иные ценные бумаги, предназначенные для квалифицированных инвесторов;
- в виде приобретения утилитарных цифровых прав.

Утилитарными признаются *цифровые права*, если они изначально возникли в качестве цифрового права на основании договора о приобретении утилитарного цифрового права, заключенного с использованием инвестиционной (краудфандинговой) платформы. Утилитарными цифровыми правами не могут являться следующие: право требовать имущество, права на которое подлежат государственной регистрации, и право требовать имущество, сделки с которым подлежат государственной регистрации или нотариальному удостоверению (ст. 8 Федерального закона № 259-ФЗ от 02.08.2019 г.). Факт принадлежности утилитарных цифровых прав конкретному владельцу закрепляется в цифровом свидетельстве. Данное свидетельство представляет собой неэмиссионную бездокументарную ценную бумагу, не имеющую номинальной стоимости (ст. 9 Федерального закона № 259-ФЗ от 02.08.2019 г.).

К числу утилитарных цифровых прав можно отнести: право требовать передачи вещи; право требовать передачи исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности или прав использования результатов интеллектуальной деятельности; право требовать выполнения работ или оказания услуг.

Краудфандинговое инвестирование средств, как и многие финансовые процессы, обладает как положительными, так и отрицательными чертами. В число положительных можно включить:

1. *Возможность формировать инвестиционные вложения незначительными суммами.* Как правило, частные инвесторы не обладают значительными свободными финансовыми ресурсами. Краудфандинговая модель позволяет совершать инвестиции и при наличии малых (с позиции инвестиционных вложений) сумм, в то же время принимая участие в достаточно крупных проектах. В это же время инвесторы, обладающие значительными суммами, могут инвестировать их в ряд средних проектов, тем самым значительно диверсифицируя свой инвестиционный портфель, что позволяет распределить риски по разным проектам и снизить возможность финансовых потерь;

2. *Возможность диверсификации вложений.* Концентрация инвестиционных вложений в ограниченном круге компаний/проектов чревата возникновением многих рисков. При этом ряд проектов взаимно могут хеджировать риски друг друга. Причем если вложения осуществляются в венчурные проекты диверсификация вложений является неотъемлемым условием достижения положительного финансового результата в будущем. В данной сфере, по оценкам ряда специалистов, считается нормальным, когда из десятка первоначально профинансированных проектов реально развивается лишь один. При этом прибыль от данного проекта может покрыть все те финансовые вложения, которые были сделаны инвестором в десяток проектов. Поэтому важно формировать пул финансируемых проектов;

3. *Широкий выбор проектов для инвестирования.* К настоящему времени на многих краудфандинговых площадках представлен широкий спектр инвестиционных предложений со стороны стартапов, отражающих различные технические, технологические или социальные идеи.

Наряду с положительными аспектами инвестирования посредством краудфандинговых платформ имеются и негативные аспекты (риски) данного вида инвестиционной деятельности:

1. *Риск мошенничества.* Несмотря на то, что краудфандинговые площадки проводят проверку проектов, выставляемых для привлечения финансовых ресурсов, не всегда эти проекты оказываются реальными. Велик риск нарваться на мошенников, собирающих средства под «красивую идею»;

2. *Риск, что выбранный для инвестирования средств проект не сможет собрать нужную сумму.* Сбор средств для реализации инвестиционного проекта – сложный и не всегда быстрый процесс. Возможна ситуация, когда инвестор вложил средства в выбранный проект, реципиент вложил средства в первую стадию проекта, а на развитие инвестиционной идеи средства не поступили. Складывается ситуация, когда инвестор свою долю средств уже вложил, а вернуть их обратно практически невозможно, либо возможно, но лишь в ограниченной незначительной сумме;

3. *Риски финансовой несостоятельности проекта.* Любой инвестиционный процесс несет в себе массу рисков как макроэкономического, так и микроэкономического уровня. Изменение рыночной конъюнктуры, экономические или политические кризисы, эпидемии, стихийные бедствия и т. п. непланируемые события могут в корне подорвать расчет экономической эффективности проекта;

4. *Отсутствие эффективной законодательной защиты участников инвестиционного процесса.* Несмотря на принятие Федерального закона от 02.08.2019 г. № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», постоянное совершенствование законодательной базы в сфере инвестирования и рынка ценных бумаг, активной работы правоохранительных органов и Банка России по упорядочению инвестиционного процесса, не удается преодолеть ряд негативных процессов в инвестиционной сфере, связанных с полным соблюдением прав инвесторов.

В целом можно констатировать, что краудфандинг – интересный и перспективный процесс осуществления инвестиционной деятельности, привлекательный и для инвесторов (доноров), и для реципиентов капитала. Каждая из сторон может сформировать свой индивидуальный инвестиционный план с учетом особенностей своей деятельности. Для инвесторов (доноров) – это возможность диверсифицировать свой портфель, разместить инвестиционные вложения на максимально выгодных условиях с учетом индивидуальных особенностей, получить индивидуальные условия обслуживания своих инвестиций со стороны реципиента. Для реципиентов – удачный вариант привлечения ресурсов из широкого круга источников (что позволит избежать проблем с единым, крупным инвестором), возможность оговорить условия, выгодные для реализуемого проекта, с позиции особенностей входящего денежного потока и иных нюансов реализуемого проекта.

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 микроуровне.
8. Дайте определение инвестиционной политики.
9. Государственное регулирование инвестиций и инвестиционная политика – это равнозначные термины?
10. Назовите цель инвестиционной политики государства и перечислите ее основные задачи.
11. Перечислите факторы неэффективного регулирования инвестиционной деятельности в РФ.
12. Охарактеризуйте механизм реализации инвестиционной политики государства.
13. Какие финансовые инструменты используются при прямых методах государственного регулирования инвестиционной деятельности?
14. Какие финансовые инструменты используются при косвенных методах государственного регулирования инвестиционной деятельности?
15. Что такое отраслевая инвестиционная политика, назовите этапы ее осуществления.
16. Назовите основные принципы формирования и реализации инвестиционной политики государства. Дайте краткую характеристику каждого принципа.
17. Что такое концессии? Назовите типы концессионных договоров. В чем заключаются особенности концессий в рамках реализуемых инвестиций?
18. Какие бюджетные последствия могут возникнуть при реализации концессионных механизмов?

19. В чем заключаются перспективные направления развития для концессий?
20. По каким признакам классифицируются совместные предприятия?
21. Назовите формы организации совместных предприятий в РФ.
22. Какие стадии существуют в рамках реального инвестирования при осуществлении совместной деятельности?
23. Назовите основные преимущества совместного предпринимательства.
24. Что такое свободная экономическая зона (СЭЗ), чем она отличается от оффшорной зоны? Перечислите группы льгот, предоставляемые в СЭЗ предприятиям.
25. По каким признакам классифицируются особые экономические зоны? Какие СЭЗ существуют в России?
26. Что такое международный лизинг? Дайте краткую характеристику отдельным составляющим структуры международного лизингового рынка.
27. Какова структура лизингового рынка в России?
28. В чем заключаются преимущества и недостатки международного лизинга как способа привлечения инвестиций?
29. Что представляет собой краудэкономика? Перечислите ее инвестиционные составляющие.
30. Кто такие реципиенты капитала?
31. Что такое краудфандинговая платформа?
32. Какие модели функционирования краудфандинговых площадок встречаются в мировой инвестиционной практике?
33. Дайте понятие «краудинвестинг» и назовите формы получения вознаграждения по результату реализации краудинвестинговых проектов.
34. В чем заключается суть краудлендинга, перечислите его основные виды.
35. Назовите положительные и отрицательные черты краудфандингового инвестирования средств.

Список рекомендуемой литературы

Адамов Н. А. Лизинг : правовая сущность, экономические основы, учет и налогообложение / Н. А. Адамов, А. А. Тилов. – 2-е изд. – Санкт-Петербург [и др.] : Питер, 2006 (СПб. : Правда, 1906). – 159 с. – ISBN 5-469-01567-X.

Газман В. Д. Финансовый лизинг и факторинг : учебно-методическое пособие для слушателей программы MBA, обучающихся по специальностям «Общий и стратегический менеджмент» и «Финансы» / В. Д. Газман. – Москва : Бизнес Элайнмент, 2008. – 175 с. – (Crede experto (GMS)) (Высшая школа менеджмента / Гос. ун-т – Высш. шк. экономики). – ISBN 978-5-91296-003-1.

Исакова Н. Ю. Финансовая система государства : учебное пособие / Н. Ю. Исакова, Е. Г. Князева, Л. И. Юзвович, Н. Н. Мокеева. – Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2015. – 92 с. – ISBN 978-5-7996-1473-7.

Кошкин А. В. Лизинг: основы теории и практики : учебное пособие / А. В. Кошкин, В. А. Шабашев, Е. А. Федулова ; под ред. проф. Г. П. Подшиваленко. – 2-е изд. – Москва : КНОРУС, 2005. – 184 с. – ISBN 5-85971-175-1.

Марамыгин М. С. Финансовые инструменты новой индустриализации в реалиях краудэкономики / М. С. Марамыгин // Экономическое, социальное и духовное обновление как основа новой индустриализации России : сборник научных трудов IV Уральских науч-

ных чтений профессоров и докторантов общественных наук. – Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2017. – С. 114–120.

Особые экономические зоны России : [офиц. сайт]. URL: <http://www.russez.ru> (дата обращения: 02.08.2020).

АО ЭКСАР – Российское агентство по страхованию экспортных кредитов и инвестиций : [офиц. сайт]. URL: <https://www.exiar.ru/about/strategy/> (дата обращения: 31.07.2020).

Министерство экономического развития РФ : [офиц. сайт]. URL: <http://economy.gov.ru> (дата обращения: 28.06.2020).

Российский фонд прямых инвестиций : [офиц. сайт]. URL: <https://rdif.ru/> (дата обращения: 30.07.2020).

Российская ассоциация лизинговых компаний «Рослизинг» : [офиц. сайт]. URL: www.rosleasing.ru (дата обращения: 09.06.2020).

Министерство финансов РФ : [офиц. сайт]. URL: www.minfin.ru (дата обращения: 00.00.2020).

Центральный банк Российской Федерации : [офиц. сайт]. URL: <http://www.cbr.ru> (дата обращения: 09.06.2020).

РЕГУЛИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

7.1. Понятие, виды и формы государственного регулирования инвестиционной деятельности

Государственное регулирование инвестиционной деятельности – это воздействие государства на инвестиционные отношения. Такое воздействие представляет собой распорядительную властную деятельность, заключающуюся в принятии в отношении инвесторов различного рода правовых мер обязывающего и стимулирующего характера на основании действующих норм права.

Регулирование инвестиционной деятельности осуществляется на международном и национальном уровнях. На международно-правовом уровне действуют многосторонние и двусторонние международные договоры. Международные организации (ООН, Всемирный банк, ЮНСИТРАЛ, ЮНКТАД, ОЭСР) принимают акты, относящиеся к так называемому «мягкому праву». Осуществление инвестиционной деятельности в Российской Федерации основывается на системе законодательства, которое стало активно развиваться с 90-х гг. XX в. В юридическом сообществе формируется мысль о формировании инвестиционного права либо как о самостоятельной отрасли права¹, либо как о подотрасли права предпринимательского или финансового, либо как о межотраслевом образовании². Наличие научной дискуссии показывает, что инвестиционное законодательство в Российской Федерации пока находится в стадии активного становления и развития и нуждается в осмыслении и систематизации.

На данный момент национальная законодательная база, регулирующая инвестиционный процесс, включает в себя Конституцию РФ, федеральные законы, нормативно-правовые акты субъектов Российской Федерации, муниципальных образований, подзаконные акты. В табл. 34 представлена иерархия источников инвестиционного права.

При разработке, оценке инвестиционных проектов важно внимательно изучать действующие редакции нормативных актов, которые устанавливают основы государственного регулирования инвестиционной деятельности. Общее количество нормативных актов в базе «КонсультантПлюс» по вопросам инвестиций по состоянию на 01.06.2020 г. превышает 10 тыс. ед. В научной литературе неоднократно высказывалось мнение о необходимости принятия инвестиционного кодекса. Такой нормативный акт принят, например, в Республике Беларусь. Однако

¹ Алексеев А. П. Инвестиционное право : учеб. пособие. Владивосток : Изд-во ВГУЭС, 2019.

² Лисица В. Н. Инвестиционное право. Новосибирск : ННИГУ, 2015. С. 5.

Система национального регулирования инвестиционной деятельности³

Виды нормативных актов	Примеры
Конституция РФ	<p>Ст. 8 Конституции закрепляет единство экономического пространства, свободное перемещение товаров, услуг и финансовых средств, поддержку конкуренции, свободу экономической деятельности, а также равную защиту всех форм собственности.</p> <p>Ст. 34 Конституции устанавливает свободу использования своих способностей в предпринимательской деятельности.</p> <p>Ст. 46 Конституции устанавливает гарантии судебной защиты</p>
Федеральные законы	<p>Федеральный закон от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений».</p> <p>Федеральный закон от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации».</p> <p>Федеральный закон от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».</p> <p>Федеральный закон от 24.07.2002 г. № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации».</p> <p>Федеральный закон от 29.04.2008 г. № 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства».</p> <p>Федеральный закон от 28.11.2011 г. № 335-ФЗ «Об инвестиционном товариществе».</p> <p>Федеральный закон от 02.08.2019 г. № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».</p> <p>Федеральный закон от 01.04.2020 г. № 69-ФЗ «О защите и поощрении капиталовложений в Российской Федерации»</p>
Указы президента	«О некоторых мерах по стимулированию инвестиционной деятельности в свободной экономической зоне “Находка”»
Постановления правительства	«О Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации»
Законы и нормативные акты субъектов РФ	<p>Закон Свердловской области от 06.12.2018 г. № 145-ОЗ «О применении на территории Свердловской области инвестиционного налогового вычета по налогу на прибыль организаций».</p> <p>Закон Свердловской области от 17.06.2013 г. № 53-ОЗ «Об Инвестиционном фонде Свердловской области».</p>

³ Составлено авторами по данным справочно-правовой системы Консультант Плюс по состоянию на 01.06.2020 г.

О к о н ч а н и е т а б л. 34

Виды нормативных актов	Примеры
	Постановление Правительства Свердловской области от 15.08.2019 г. № 535-ПП «Об утверждении Инвестиционной стратегии Свердловской области до 2035 года»
Местные нормативно-правовые акты	Постановление Администрации г. Екатеринбурга от 26.08.2015 г. № 2305 «Об утверждении Положения об инвестиционном уполномоченном в муниципальном образовании “город Екатеринбург” и о назначении инвестиционного уполномоченного». Постановление Главы г. Екатеринбурга от 30.12.1999 г. № 1414 «Об утверждении “Положения об экспертизе инвестиционных проектов в администрации г. Екатеринбурга”»

в Российской Федерации законодательство пока развивается за счет принятия новых федеральных законов и подзаконных актов.

Среди нормативных актов, которые приняты с 2015 г., необходимо отметить Федеральный закон от 02.08.2019 г. № 259-ФЗ «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», который создает правовые основы для краудфинансирования. В апреле 2020 г. вступил в силу Федеральный закон от 01.04.2020 г. № 69-ФЗ «О защите и поощрении капиталовложений в Российской Федерации», который предусматривает:

- возможность заключения инвестором соглашения о защите и поощрении капиталовложений при реализации нового инвестпроекта (СЗПК);
- создание государственной информационной системы ГИС «Капиталовложения» для организации работы с инвесторами по принципу «единого окна»;
- предоставление инвесторам стабилизационной оговорки, т. е. защиты от неблагоприятных изменений законодательства;

Стабилизационная оговорка будет предоставляться при соблюдении требований по объему капиталовложений. Например, если компания заключила СЗПК с Москвой, то чтобы избежать изменения порядка определения арендной платы за публичный земельный участок, потребуется не менее 200 млн руб. капиталовложений. Государство будет вправе предоставить компаниям, реализующим инвестпроекты, меры поддержки по возмещению определенных затрат за счет бюджетных средств.

Формы и методы государственного регулирования инвестиционной деятельности установлены ст. 11 ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений». В научной литературе эти формы получили название «прямого» и «косвенного регулирования» (табл. 35).

**Формы и методы государственного регулирования
инвестиционной деятельности⁴**

Косвенное регулирование (создание благоприятных условий для развития инвестиционной деятельности)	Прямое участие государства в инвестиционной деятельности
<ol style="list-style-type: none"> 1. Совершенствование системы налогов, механизма начисления амортизации. 2. Установление субъектам инвестиционной деятельности специальных налоговых режимов. 3. Защита интересов инвесторов. 4. Предоставление субъектам инвестиционной деятельности льготных условий пользования землей и другими природными ресурсами. 5. Расширение использования средств населения и иных внебюджетных источников финансирования жилищного строительства и строительства объектов социально-культурного назначения. 6. Создание и развитие сети информационно-аналитических центров, осуществляющих регулярное проведение рейтингов и публикацию рейтинговых оценок субъектов инвестиционной деятельности. 7. Принятие мер по прекращению и предупреждению нарушений антимонопольного законодательства Российской Федерации. 8. Расширение возможностей использования залогов при осуществлении кредитования. 9. Развитие финансового лизинга в Российской Федерации. 10. Проведение переоценки основных фондов в соответствии с темпами инфляции. 11. Создание возможностей формирования субъектами инвестиционной деятельности собственных инвестиционных фондов. 12. Выработка и реализация государственной политики и нормативно-правового регулирования в сфере нормирования и ценообразования при проектировании и строительстве 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Разработка, утверждение и финансирование инвестиционных проектов, осуществляемых Российской Федерацией совместно с иностранными государствами, а также инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств федерального бюджета. 2. Ежегодное формирование федеральной адресной инвестиционной программы. 3. Проведения экспертизы инвестиционных проектов. 4. Защита российских организаций от поставок морально устаревших и материалоемких, энергоемких и неэкологичных технологий, оборудования, конструкций и материалов. 5. Выпуск облигационных займов, гарантированных целевых займов. 6. Вовлечение в инвестиционный процесс временно приостановленных и законсервированных строек и объектов, находящихся в государственной собственности. 7. Предоставление концессий российским и иностранным инвесторам по итогам торгов (аукционов и конкурсов) в соответствии с законодательством Российской Федерации

Таким образом, государство регулирует инвестиционную деятельность с помощью разветвленной и многоуровневой системы законодательства. Регулирующая роль государства возрастает в условиях кризиса, международной напряженности. Действующее российское инвестиционное законодательство не кодифицировано.

⁴ Составлено авторами на основании Федерального закона от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений».

7.2. Налоговое регулирование и стимулирование инвестиционной активности субъектов экономических отношений

Налоговая политика государства играет большое значение в создании благоприятного инвестиционного климата. Цель налогового регулирования инвестиционной деятельности заключается в том, чтобы способствовать экономическому росту при помощи налоговых инструментов. Одной из ключевых задач налоговой политики является создание благоприятного налогового климата. Нормативная основа налогообложения в Российской Федерации включает в себя три основных уровня (табл. 36).

Т а б л и ц а 36

Уровни правового регулирования налогообложения в Российской Федерации⁵

Уровень	Примеры нормативных актов
Федеральный	Налоговый кодекс (часть первая, вторая)
Региональный	Законы субъектов РФ
Местный	Нормативно-правовые акты органов местного самоуправления

Важнейшим нормативным актом в сфере налогообложения является Налоговый кодекс РФ, состоящий из двух частей. В первой части определены права и обязанности налогоплательщиков, процедура исполнения налоговой обязанности, налогового контроля, ответственность за налоговые правонарушения. Вторая часть Налогового кодекса РФ регулирует порядок уплаты отдельных налогов, например, налога на добавленную стоимость, налога на прибыль, страховых взносов, налога на имущество и т. д.

Законы субъектов РФ устанавливают ставки, сроки уплаты и льготы по региональным налогам, а также определяют порядок предоставления отдельных налоговых льгот для инвесторов. Например, закон Свердловской области «О ставке налога на прибыль организаций для отдельных категорий налогоплательщиков в Свердловской области» устанавливает пониженные ставки:

- для налогоплательщиков, имеющих статус участников приоритетного инвестиционного проекта Свердловской области по новому строительству;
- налогоплательщиков, являющихся участниками специальных инвестиционных контрактов.

Соответственно на уровне каждого муниципального образования принимаются нормативно-правовые акты, которые могут предусматривать налоговые льготы по местным налогам для инвесторов на уровне отдельного города или поселения.

⁵ Составлено автором на основании Налогового кодекса РФ.

В целях регулирования инвестиционной деятельности государство использует следующие основные инструменты:

- специальные налоговые режимы;
- налоговые льготы;
- налоговые каникулы;
- инвестиционный налоговый кредит;
- амортизационную политику.

Среди специальных налоговых режимов для инвесторов наиболее важное значение имеет соглашение о разделе продукции (СРП). Особенности уплаты налогов при СРП установлены гл. 26.4 НК РФ. Соглашение о разделе продукции представляет собой договор между иностранной компанией в сфере добычи природных ресурсов и российской стороной. В России в рамках СРП разрабатываются проекты «Сахалин-1» и «Сахалин-2». СРП по проекту «Сахалин-2» предусматривает особый налоговый режим, согласно которому большая часть налогов и таможенных сборов заменяется разделом продукции. Это означает, что вместо НДС, налога на полезные ископаемые и других сборов компания «Сахалин Энерджи» платит 6 % роялти, начиная с момента добычи первой нефти. С началом раздела продукции, т. е. после возмещения затрат на реализацию проекта, компания «Сахалин Энерджи» выплачивает налог на прибыль и передает российской стороне часть продукции в виде природного газа.

Следующий инструмент регулирования – налоговые льготы. Льготами по налогам и сборам признаются предоставляемые отдельным категориям налогоплательщиков и плательщиков сборов предусмотренные законодательством о налогах и сборах преимущества по сравнению с другими налогоплательщиками или плательщиками сборов, включая возможность не уплачивать налог или сбор либо уплачивать их в меньшем размере (ст. 56 НК РФ). Например, налоговые льготы предусмотрены для резидентов особых экономических зон, территорий опережающего развития.

Налоговые каникулы представляют собой установленный законом срок, в течение которого определенная категория налогоплательщиков освобождается от уплаты того или иного налога. Посредством данного налогового механизма государство поощряет создание новых производств, в существовании и развитии которых оно заинтересовано, для развития новых отраслей экономики или сфер деятельности, а также для стимулирования инвестиций в малоосвоенные или неблагоприятные регионы страны. В России к налоговым каникулам можно отнести освобождение от уплаты налога лицами, которые впервые регистрируются в качестве индивидуального предпринимателя.

Инвестиционный налоговый кредит представляет собой такое изменение срока уплаты налога, при котором организации предоставляется возможность в течение определенного срока и в определенных пределах уменьшать свои платежи по налогу с последующей поэтапной уплатой суммы кредита и начисленных процентов. Порядок предоставления и погашения инвестиционного налогового кредита

установлен ст. 66–68 Налогового кодекса РФ. Предоставление инвестиционного налогового кредита имеет следующие особенности (табл. 37).

Т а б л и ц а 37

Инвестиционный налоговый кредит⁶

Параметр	Характеристика
Налоги, по которым может быть предусмотрен инвестиционный налоговый кредит	Налог на прибыль, региональные и местные налоги
Срок	От 1 года до 5 лет
Максимальное сокращение платежа по налогу	Не более 50 %
Ставка по кредиту	От 1/2 до 3/4 ставки рефинансирования ЦБ

Сфера применения инвестиционного налогового кредита ограничена. В соответствии со ст. 68 НК РФ инвестиционный налоговый кредит может быть предоставлен организации по следующим основаниям:

– проведение этой организацией научно-исследовательских или опытно-конструкторских работ либо технического перевооружения собственного производства, в том числе направленного на создание рабочих мест для инвалидов или повышение энергетической эффективности производства, или осуществление мероприятий по снижению негативного воздействия на окружающую среду;

– осуществление этой организацией внедренческой или инновационной деятельности, в том числе создание новых или совершенствование применяемых технологий, новых видов сырья или материалов;

– выполнение этой организацией особо важного заказа по социально-экономическому развитию региона или предоставление ею особо важных услуг населению;

– выполнение организацией государственного оборонного заказа;

– осуществление этой организацией инвестиций в создание объектов, имеющих наивысший класс энергетической эффективности, в том числе многоквартирных домов, относящихся к возобновляемым источникам энергии, относящихся к объектам по производству тепловой энергии, электрической энергии, имеющим коэффициент полезного действия более чем 57 %, иных объектов, технологий, имеющих высокую энергетическую эффективность, в соответствии с перечнем, утвержденным Правительством Российской Федерации;

– включение этой организации в реестр резидентов зоны территориального развития.

Договор об инвестиционном налоговом кредите должен предусматривать:

– порядок уменьшения налоговых платежей;

⁶ Составлено автором на основании Налогового кодекса Российской Федерации (часть первая) от 31.07.1998 г. № 146-ФЗ.

- сумму кредита (с указанием налога, по которому организации предоставлен инвестиционный налоговый кредит);
- срок действия договора;
- начисляемые на сумму кредита проценты;
- порядок погашения суммы кредита и начисленных процентов;
- документы об имуществе, которое является предметом залога, либо поручительство;
- ответственность сторон.

Организация, получившая инвестиционный налоговый кредит, вправе уменьшать свои платежи по соответствующему налогу в течение срока действия договора об инвестиционном налоговом кредите. Уменьшение производится по каждому платежу соответствующего налога, по которому предоставлен инвестиционный налоговый кредит, за каждый отчетный период до тех пор, пока сумма, не уплаченная организацией в результате всех таких уменьшений (накопленная сумма кредита), не станет равной сумме кредита, предусмотренной соответствующим договором. Конкретный порядок уменьшения налоговых платежей определяется заключенным договором об инвестиционном налоговом кредите. Организации могут заключать более одного договора об инвестиционном налоговом кредите.

Действие договора о налоговом кредите или договора об инвестиционном налоговом кредите может быть досрочно прекращено по соглашению сторон или по решению суда. Если в течение срока действия договора об инвестиционном налоговом кредите организация нарушит предусмотренные договором условия (например, реализует либо передаст во владение, пользование или распоряжение другим лицам оборудование или иное имущество, приобретение которого явилось основанием предоставления инвестиционного налогового кредита), то эта организация в течение 30 дней со дня расторжения договора обязана уплатить все неуплаченные ранее суммы налога, а также пени и проценты, начисленные на каждый день действия договора исходя из ставки рефинансирования Центрального банка РФ, действовавшей за период от заключения до расторжения указанного договора.

Налоговая поддержка инвестиционной деятельности неразрывно связана с амортизационной политикой. Под амортизацией понимается экономический механизм компенсации износа, т. е. восполнения потери стоимости и накопления средств (источников), необходимых организации для приобретения новых основных фондов взамен окончательно износившихся. Амортизационные отчисления являются важным инвестиционным источником собственных ресурсов организаций. Система ускоренной амортизации является одним из действенных инструментов государственного регулирования темпов обращения основного капитала, распределения инвестиций по сферам общественного производства и отраслям. Суть системы ускоренной амортизации заключается в использовании повышающих коэффициентов амортизации в зависимости от срока службы оборудования. Система ускоренной амортизации впервые стала применяться в США в 1954 г. в отдельных приоритетных отраслях экономики. С начала 1960-х гг. система ускоренной амортизации стала общепринятой в западной экономике.

В соответствии со ст. 256 Налогового кодекса РФ амортизируемым имуществом признается имущество со сроком полезного использования более 12 месяцев и первоначальной стоимостью более 100 000 руб. Амортизируемое имущество распределяется по 10 амортизационным группам в соответствии со сроками его полезного использования. Ст. 259 Налогового кодекса РФ определены методы расчета сумм амортизации:

- линейным методом;
- нелинейным методом.

При начислении амортизации основных средств налогоплательщики к основной норме амортизации применяют специальные коэффициенты (табл. 38).

Т а б л и ц а 38

**Специальные коэффициенты, применяемые
при исчислении амортизации основных средств⁷**

Виды амортизируемых основных средств	Специальный коэффициент
Амортизируемые основные средства, используемые для работы в условиях агрессивной среды или повышенной сменности	Повышающий, не более 2
Амортизируемые основные средства, которые являются предметом договора финансовой аренды (договора лизинга)	Повышающий, не более 3
В отношении собственных основных средств налогоплательщики – сельскохозяйственные организации промышленного типа (птицефабрики, животноводческие комплексы, зверосовхозы, тепличные комбинаты)	Повышающий, не более 2

Правила, регулирующие порядок начисления амортизации, оказывают существенное влияние на величину налога на прибыль и налога на имущество организаций.

В заключение необходимо отметить следующее. Налоги используются как инструмент регулирования экономических процессов, а значит, и как средство влияния на инвестиционную деятельность. В Российской Федерации налоговое законодательство развивается очень активно, постоянно ведется проработка новых инструментов поддержки инвестиционной деятельности.

7.3. Регулирование концессионной деятельности

Одной из перспективных форм государственно-частного партнерства и стимулирования инвестиций являются концессии.

⁷ Составлено авторами на основании Налогового кодекса Российской Федерации (часть вторая) от 05.08.2000 г. № 117-ФЗ.

Нормативно-правовую основу концессионной деятельности составляют:

- Федеральный закон от 21.07.2005 г. № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях»;
- Налоговый кодекс Российской Федерации;
- нормативные правовые акты регионального и местного уровня (например, Постановление Правительства Москвы от 04.08.2009 г. № 720-ПП «О порядке подготовки концессионных соглашений, реализуемых на территории города Москвы»).

Концессионное соглашение – это договор, в силу которого одна сторона (концессионер) обязуется за свой счет создать или реконструировать определенное этим соглашением имущество (объект концессионного соглашения), право собственности на которое принадлежит или будет принадлежать другой стороне (концеденту), осуществлять деятельность с использованием объекта концессионного соглашения, а концедент обязуется предоставить концессионеру на срок, установленный этим соглашением, права владения и пользования объектом концессионного соглашения для осуществления указанной деятельности. Концессионное соглашение является, как правило, двусторонним, возмездным, консенсуальным. Сторонами соглашения выступают концедент и концессионер.

В качестве концедента могут выступать:

- Российская Федерация в лице Правительства Российской Федерации или уполномоченного им федерального органа исполнительной власти;
- субъект Российской Федерации, от имени которого выступает орган государственной власти субъекта Российской Федерации;
- муниципальное образование, от имени которого выступает орган местного самоуправления.

В качестве концессионера может выступать индивидуальный предприниматель, российское или иностранное юридическое лицо либо действующие без образования юридического лица по договору простого товарищества (договору о совместной деятельности) два и более указанных юридических лица.

Предметом концессионного соглашения является создание или реконструкция объекта концессионного соглашения, в качестве которого выступает недвижимое имущество или недвижимое имущество и движимое имущество, технологически связанные между собой и предназначенные для осуществления деятельности, предусмотренной концессионным соглашением. К ним относятся, например, автомобильные дороги, объекты железнодорожного транспорта, морские и речные порты, суда, аэродромы, гидротехнические сооружения, объекты в сфере ЖКХ, метрополитен и другой транспорт общего пользования, объекты здравоохранения, в том числе объекты, предназначенные для санаторно-курортного лечения, объекты образования, культуры, спорта, объекты, используемые для организации отдыха граждан и туризма, иные объекты социально-культурного назначения.

Концессионным соглашением предусматривается плата, вносимая концессионером концеденту в период использования (эксплуатации) объекта концессионного соглашения. Концессионная плата может быть установлена в форме:

- твердой суммы платежей, вносимых периодически или единовременно в бюджет соответствующего уровня;

– установленной доли продукции или доходов, полученных концессионером в результате осуществления деятельности, предусмотренной концессионным соглашением;

– передачи концеденту в собственность имущества, находящегося в собственности концессионера.

Внесение концессионной платы может предусматриваться как в течение всего срока использования объекта концессионного соглашения, так и в течение отдельных периодов эксплуатации объекта. Размер концессионной платы, форма, порядок и сроки ее внесения устанавливаются концессионным соглашением. В случае реализации концессионером производимых товаров, выполнения работ, оказания услуг по регулируемым ценам концессионная плата концессионным соглашением может не предусматриваться.

Срок действия концессионного соглашения устанавливается концессионным соглашением с учетом срока создания или реконструкции объекта концессионного соглашения, объема инвестиций, срока окупаемости, срока получения концессионером объема валовой выручки, определенных концессионным соглашением, срока исполнения других обязательств концессионера и (или) концедента по концессионному соглашению.

Согласно ст. 10, ч. 1 Федерального закона от 21.07.2005 г. № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях» концессионное соглашение должно включать в себя следующие существенные условия:

– обязательства концессионера по созданию и (или) реконструкции объекта концессионного соглашения, соблюдению сроков его создания и (или) реконструкции;

– обязательства концессионера по осуществлению деятельности, предусмотренной концессионным соглашением;

– срок действия концессионного соглашения;

– описание, в том числе технико-экономические показатели, объекта концессионного соглашения;

– срок передачи концессионеру объекта концессионного соглашения;

– порядок предоставления концессионеру земельных участков, предназначенных для осуществления деятельности, предусмотренной концессионным соглашением, и срок заключения с концессионером договоров аренды (субаренды) этих земельных участков (в случае, если заключение договоров аренды (субаренды) земельных участков необходимо для осуществления деятельности, предусмотренной концессионным соглашением);

– цели и срок использования (эксплуатации) объекта концессионного соглашения;

– способы обеспечения исполнения концессионером обязательств по концессионному соглашению (предоставление безотзывной банковской гарантии, передача концессионером концеденту в залог прав концессионера по договору банковского вклада (депозита), осуществление страхования риска ответственности концессионера за нарушение обязательств по концессионному соглашению), размеры предоставляемого обеспечения и срок, на который оно предоставляется;

– размер концессионной платы, форму или формы, порядок и сроки ее внесения, за исключением случаев, когда такая плата концессионным соглашением не предусматривается;

– порядок возмещения расходов сторон в случае досрочного расторжения концессионного соглашения;

– обязательства концедента и (или) концессионера по подготовке территории, необходимой для создания и (или) реконструкции объекта концессионного соглашения, и (или) для осуществления деятельности, предусмотренной концессионным соглашением;

– объем валовой выручки, получаемой концессионером в рамках реализации концессионного соглашения, в том числе на каждый год срока действия концессионного соглашения, если объектом концессионного соглашения являются объекты коммунального хозяйства;

– иные предусмотренные федеральными законами существенные условия.

Концессионное соглашение заключается, как правило, путем проведения конкурса на право заключения концессионного соглашения. Конкурс на право заключения концессионного соглашения может быть открытым (заявки на участие в конкурсе могут представлять любые лица) или закрытым (заявки на участие в конкурсе могут представлять лица, которым направлены приглашения принять участие в таком конкурсе в соответствии с решением о заключении концессионного соглашения). Последний проводится в случае, если концессионное соглашение заключается в отношении объекта, сведения о котором составляют государственную тайну, а также объекта, имеющего стратегическое значение для обеспечения обороноспособности и безопасности государства.

Победителем конкурса признается участник конкурса, предложивший наилучшие условия. В случае, если два и более конкурсных предложения содержат равные наилучшие условия, победителем конкурса считается участник, раньше других указанных участников конкурса представивший в конкурсную комиссию конкурсное предложение.

В случае прекращения концессионного соглашения концессионер обязан передать концеденту объект концессионного соглашения и иное предусмотренное концессионным соглашением имущество, образующее единое целое с объектом концессионного соглашения или предназначенное для использования по общему назначению для осуществления концессионером деятельности, в срок, установленный концессионным соглашением.

В случае досрочного расторжения концессионного соглашения концессионер вправе потребовать от концедента возмещения расходов на создание и реконструкцию объекта концессионного соглашения.

7.4. Регулирование инвестиционной деятельности страховых компаний

Одной из основных особенностей инвестиционной деятельности страховых компаний является ее достаточно жесткое регулирование со стороны государства. Государство регулирует процесс инвестирования страховых фондов посредством установления правил размещения страховых резервов. Необходимость такого регулирования обусловлена следующими двумя факторами. Во-первых, характером движения финансовых ресурсов, специфика которого состоит в том, что в распоряжении страховщика в течение некоторого периода оказываются временно свободные (но все же связанные с обязательствами по договорам страхования) средства, и эти средства могут быть инвестированы в целях получения дополнительного дохода. Во-вторых, невозможностью контроля за инвестированием этих средств со стороны тех, перед кем страховщик несет страховые обязательства, т. е. со стороны страхователей и застрахованных.

Основными целями государственного регулирования инвестирования страховых фондов являются:

- приведение в соответствие размещения средств принятым страховщиком обязательствам по срокам и объемам;
- защита национальных интересов, например, путем наложения ограничений на отечественных страховщиков по инвестициям за рубеж;
- обеспечение соблюдения страховщиками принципов возвратности, диверсификации, прибыльности и ликвидности.

Основой современной системы государственного регулирования инвестиционной деятельности страховых организаций в России является Закон РФ «Об организации страхового дела в РФ». Непосредственное регулирование государством страховых инвестиций осуществляется через государственные требования, устанавливаемые Банком России.

Страховые организации могут инвестировать средства:

- в государственные ценные бумаги Российской Федерации и ценные бумаги, исполнение обязательств по которым гарантировано Российской Федерацией (в том числе путем гарантирования исполнения обязательств, вытекающих из банковских гарантий и (или) поручительств, обеспечивающих исполнение обязательств, вытекающих из указанных ценных бумаг);
- государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации;
- муниципальные ценные бумаги;
- акции;
- облигации;
- инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов для страховщиков, имеющих лицензии на осуществление добровольного страхования жизни;
- денежные средства, размещенные в депозиты, в том числе удостоверенные депозитными сертификатами;
- остатки по обезличенным металлическим счетам;

- недвижимое имущество: здания, жилые и нежилые помещения, земельные участки;
- наличные денежные средства в кассе, денежные средства на банковских счетах;
- займы страхователям по договорам страхования жизни.

В целях соблюдения принципа диверсификации вложений Банк России устанавливает предельный разрешенный процент вложений в тот или иной вид активов (табл. 39).

Т а б л и ц а 39

Требования к объемам инвестирования средств страховщиков (выдержка)⁸

Виды активов, в которые инвестируются собственные средства (капитал) страховщика	Предельный разрешенный процент
Стоимость государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг	Не более 45 % от собственных средств
Стоимость государственных ценных бумаг одного субъекта Российской Федерации	Не более 40 % от собственных средств
Стоимость муниципальных ценных бумаг одного органа местного самоуправления	Не более 40 % от собственных средств
Максимальная сумма денежных средств, размещенных в депозиты, в том числе удостоверенных депозитными сертификатами, а также остатков по обезличенным металлическим счетам в кредитных организациях	Не более 60 % от собственных средств
Стоимость акций	Не более 20 % от собственных средств

С 1 июля 2021 г. требования к инвестированию средств страховых компаний устанавливаются Положением Банка России от 10.01.2020 г. № 710-П «Об отдельных требованиях к финансовой устойчивости и платежеспособности страховщиков».

7.5. Регулирование рынка коллективных инвестиций

Разработка специальных принципов регулирования коллективных инвестиций на российском фондовом рынке началась с принятия Комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров, утвержденной Указом Президента РФ от 21 марта 1996 г. № 408. В ней были в общих чертах сформули-

⁸ О порядке инвестирования средств страховых резервов и перечне разрешенных для инвестирования активов : Указание Банка России от 22.02.2017 г. № 4297-У.

рованы основные направления государственного регулирования отрасли коллективного инвестирования, среди которых можно выделить:

- усиление государственного контроля за деятельностью коллективных инвесторов;
- отделение управления активами от их хранения;
- установление системы многостороннего перекрестного контроля;
- повышение требований к раскрытию информации инвесторам;
- совершенствование системы отчетности.

Нормативную основу коллективного инвестирования в настоящий момент определяет Федеральный закон от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах», который определяет:

- понятие акционерного инвестиционного фонда, требования к его организации и деятельности;
- особенности формирования паевых инвестиционных фондов;
- требования к договору доверительного управления;
- порядок выдачи, погашения и обмена инвестиционных паев;
- требования к управляющей компании;
- контроль за распоряжением имуществом, принадлежащим инвестиционным фондам;
- полномочия Банка России по контролю и надзору в сфере коллективного инвестирования.

В договоре доверительного управления имуществом должны быть указаны:

- состав имущества, передаваемого в доверительное управление;
- наименование юридического лица или имя гражданина, в интересах которых осуществляется управление имуществом (учредителя управления или выгодоприобретателя);
- размер и форма вознаграждения управляющему, если выплата вознаграждения предусмотрена договором;
- срок действия договора.

Срок действия договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом, указываемый в правилах доверительного управления паевым инвестиционным фондом, не должен превышать 15 лет с начала срока его формирования. Срок действия договора доверительного управления закрытым паевым инвестиционным фондом, указываемый в правилах доверительного управления этим фондом, не может быть менее трех лет с начала срока формирования этого паевого инвестиционного фонда.

В соответствии со ст. 28 ФЗ «Об инвестиционных фондах» управляющей компанией может быть только созданное в соответствии с законодательством Российской Федерации акционерное общество или общество с ограниченной ответственностью. Управление активами и паевым инвестиционным фондом может осуществляться только на основании лицензии, которую на данный момент выдает Банк России. Минимальный размер собственных средств управляющей компании с 1 сентября 2017 г. составляет 20 млн руб. и 0,02 % от величины пре-

вышения суммарной стоимости средств, находящихся в доверительном управлении (управлении) управляющей компании, над 3 млрд руб., но суммарно не более 80 млн руб.

Управляющая компания обязана организовать внутренний контроль за соответствием деятельности, осуществляемой на основании лицензии управляющей компании, требованиям федеральных законов и иных нормативных правовых актов Российской Федерации, нормативных актов Банка России, правилам доверительного управления паевым инвестиционным фондом, иным договорам, заключенным управляющей компанией при осуществлении указанной деятельности, а также учредительным документам и внутренним документам управляющей компании. Внутренний контроль должен осуществляться должностным лицом или отдельным структурным подразделением управляющей компании.

Одним из важнейших принципов регулирования рынка коллективных инвестиций является принцип раскрытия информации. Суть принципа раскрытия информации состоит в том, что инвестор должен иметь возможность своевременно и полно получать информацию о текущем состоянии активов инструмента коллективного инвестирования. Порядок раскрытия информации определяется Приказом ФСФР России от 22.06.2005 г. № 05-23/пз-н «Об утверждении Положения о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а также к содержанию раскрываемой информации».

В случаях нарушений лицензиатами требований законодательства о коллективном инвестировании Банк России вправе применить к нарушителям следующие меры:

- запрет на проведение всех или части операций;
- аннулирование лицензии;
- ликвидацию акционерного инвестиционного фонда;
- назначение временной администрации.

Таким образом, рынок коллективного инвестирования на данный момент урегулирован достаточно жестко, что создает гарантии защиты прав инвесторов. Наибольшее распространение в Российской Федерации получили не акционерные, а паевые инвестиционные фонды.

7.6. Регулирование иностранных инвестиций

Иностранные инвестиции являются важнейшей составляющей в международном движении капитала. Объем иностранных инвестиций во многом характеризует благоприятность инвестиционного климата. Нормативной основой регулирования иностранных инвестиций являются:

- Федеральный закон от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации»;

– Федеральный закон от 29.04.2008 г. № 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства».

Иностранные инвестиции – это вложение иностранного капитала в объект предпринимательской деятельности на территории Российской Федерации в виде объектов гражданских прав, принадлежащих иностранному инвестору, если такие объекты гражданских прав не изъяты из оборота или не ограничены в обороте в Российской Федерации в соответствии с федеральными законами, в том числе денег, ценных бумаг, иного имущества, имущественных прав, имеющих денежную оценку исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности, а также услуг и информации.

Допуск иностранных инвесторов представляет собой предоставление им права на осуществление предпринимательской и иной деятельности на территории принимающего государства с возложением на них определенных дополнительных ограничений по сравнению с гражданами и юридическими лицами данного государства. Правовым основанием для установления такого режима выступает суверенитет государства, что получило широкое признание в отечественной и зарубежной юриспруденции, и нормативное закрепление в нормах международного права.

В Российской Федерации иностранные инвесторы по общему правилу имеют право осуществлять инвестиции на территории Российской Федерации в любых формах, не запрещенных законодательством Российской Федерации (ст. 6 Федерального закона от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации»). Вместе с тем действующим законодательством предусмотрен и ряд исключений. Так, в отношении иностранных инвесторов действуют изъятия ограничительного характера, установленные Федеральным законом от 29.04.2008 г. № 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства». В частности, иностранные государства, международные организации, а также находящиеся под их контролем организации, в том числе созданные на территории Российской Федерации, не вправе совершать сделки, иные действия, влекущие за собой установление контроля над хозяйственными обществами, имеющими стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства, и совершать сделки, предусматривающие приобретение в собственность, владение или пользование ими имущества, которое относится к основным производственным средствам таких хозяйственных обществ и стоимость которого составляет 25 % и более определенной на последнюю отчетную дату по данным бухгалтерской отчетности балансовой стоимости активов хозяйственного общества, имеющего стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства;

Иностранные инвесторы обязаны представлять в Федеральную антимонопольную службу информацию о приобретении 5 % акций (долей) и более, составляющих уставные капиталы хозяйственных обществ, имеющих стратегическое

значение, а также о совершении сделок, иных действий, решение о предварительном согласовании которых принято в соответствии с данным Федеральным законом. Сделки, совершенные с нарушением требований Федерального закона от 29.04.2008 г. № 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства», являются ничтожными.

В действующем законодательстве установлены и иные ограничения для иностранных инвесторов, в частности:

– запрет обладать определенными земельными участками на праве собственности (ст. 15, п. 3; ст. 39.4, п. 4 ЗК РФ; ст. 3 Федерального закона от 24.07.2002 г. № 101-ФЗ «Об обороте земель сельскохозяйственного назначения»; ст. 18, п. 3 Федерального закона от 15.04.1998 г. № 66-ФЗ «О садоводческих, огороднических и дачных некоммерческих объединениях граждан»);

– дополнительные требования к созданию и деятельности кредитных и страховых организаций с иностранными инвестициями, филиалов иностранных банков и страховщиков (ст. 18 Федерального закона «О банках и банковской деятельности» (в редакции Федерального закона от 03.02.1996 г. № 17-ФЗ); ст. 6, п. 3 и 4 Закона Российской Федерации от 27.11.1992 г. № 4015-1 «Об организации страхового дела в Российской Федерации»);

– запрет на учреждение и приобретение акций учредителей телеканалов, радиоканалов, теле-, радио-, видеопрограмм, организаций (юридических лиц), осуществляющих вещание, зона уверенного приема передач которых охватывает половину и более половины субъектов Российской Федерации либо территорию, на которой проживает половина и более половины численности населения Российской Федерации, повлекшее появление в их уставном (складочном) капитале доли (вклада) иностранного участия 50 % и более (ст. 19.1 Закона Российской Федерации от 27.12.1991 г. № 2124-1 «О средствах массовой информации»).

В связи с принятием рядом иностранных государств экономических санкций в отношении определенных лиц и сфер деятельности в РФ российские власти прибегли к ответным мерам в форме контрсанкций. Был принят Федеральный закон от 04.06.2018 г. № 127-ФЗ «О мерах воздействия (противодействия) на недружественные действия Соединенных Штатов Америки и иных иностранных государств». Такие санкции могут вводиться правительством РФ по решению президента в отношении недружественных стран и организаций, находящихся под их юрисдикцией, подконтрольных таким государствам или аффилированных с ними, а также в отношении должностных лиц и граждан этих стран. Компаниям недружественных стран запрещено участвовать в контрактах по госзакупкам и в приватизации российского госимущества. На данный момент в российский санкционный список входит большое количество крупных украинских компаний и более 300 физических лиц. Таким образом, при осуществлении иностранной инвестиционной деятельности важно учитывать наметившуюся тенденцию введения властями РФ санкций в отношении иностранных граждан и компаний.

Помимо установления запретов, инвестиционное законодательство предоставляет иностранным инвесторам ряд прав и гарантий, в том числе:

- право на возмещение убытков, причиненных ему в результате незаконных действий (бездействия) государственных органов, органов местного самоуправления или должностных лиц этих органов, в соответствии с гражданским законодательством Российской Федерации;
- гарантию на выплату стоимости реквизируемого имущества;
- компенсацию стоимости имущества и убытков на случаи национализации имущества;
- право на свободное использование доходов и прибыли на территории Российской Федерации для реинвестирования;
- право на перевод за пределы Российской Федерации доходов, прибыли и других правомерно полученных иностранным инвестором денежных сумм;
- право иностранного инвестора на беспрепятственный вывоз за пределы Российской Федерации имущества и информации в документальной форме или в форме записи на электронных носителях, которые были первоначально ввезены в Российскую Федерацию в качестве иностранной инвестиции;
- право приобрести акции и иные ценные бумаги российских коммерческих организаций и государственные ценные бумаги в соответствии с законодательством Российской Федерации о ценных бумагах с учетом описанных ранее ограничений.

Субъекты Российской Федерации и органы местного самоуправления в пределах своей компетенции могут предоставлять иностранному инвестору льготы и гарантии, осуществлять финансирование и оказывать иные формы поддержки инвестиционного проекта, осуществляемого иностранным инвестором, за счет средств бюджетов субъектов Российской Федерации и местных бюджетов, а также внебюджетных средств.

Отдельно необходимо остановиться на так называемой дедушкиной оговорке. Такое название в судебно-арбитражной практике получила гарантия от неблагоприятного изменения законодательства Российской Федерации (ст. 9 ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации»). В случае, если вступают в силу новые акты, изменяющие размеры федеральных налогов (за исключением акцизов, налога на добавленную стоимость на товары, производимые на территории Российской Федерации) и взносов в государственные внебюджетные фонды (за исключением взносов в Пенсионный фонд Российской Федерации), либо вносятся изменения и дополнения, которые приводят к увеличению совокупной налоговой нагрузки на деятельность иностранного инвестора, то такие новые нормы не применяются в течение срока окупаемости инвестиционного проекта.

«Дедушкина оговорка» распространяется:

- на коммерческую организацию с долей иностранных инвестиций в уставном капитале более 25 %;

– коммерческую организацию с иностранными инвестициями, реализующую приоритетный инвестиционный проект, независимо от доли иностранных инвесторов в уставном капитале такой организации.

В исключительных случаях при реализации иностранным инвестором и коммерческой организацией с иностранными инвестициями приоритетных инвестиционных проектов в сфере производства или создания транспортной либо иной инфраструктуры с суммарным объемом иностранных инвестиций не менее 1 млрд руб. (не менее эквивалентной суммы в иностранной валюте по курсу Центрального банка Российской Федерации на день вступления в силу настоящего Федерального закона), срок окупаемости которого превышает семь лет, Правительство Российской Федерации принимает решение о продлении для указанного иностранного инвестора и коммерческой организации с иностранными инвестициями срока действия условий и режима «дедушкиной оговорки».

Таким образом, правовое регулирование иностранных инвестиций в настоящее время представляет собой сочетание ограничений, запретов, льгот и гарантий для иностранных инвесторов. Государственное регулирование иностранных инвестиций во многом определяется не только экономическими, но и политическими факторами.

7.7. Защита прав инвесторов

Одной из главных задач государственного регулирования инвестиционной деятельности является обеспечение защиты прав инвесторов. Без стабильных гарантий, возможности восстановить нарушенные права невозможно создание благоприятного инвестиционного климата. Как уже неоднократно отмечалось ранее, действующая нормативная база представлена комплексом федеральных законов, которые существенно отличаются друг от друга и датами принятия, и используемыми механизмами.

В соответствии со ст. 15 Федерального закона от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений», государство гарантирует всем субъектам инвестиционной деятельности независимо от форм собственности:

- обеспечение равных прав при осуществлении инвестиционной деятельности;
- гласность в обсуждении инвестиционных проектов;
- право обжаловать в суд решения и действия (бездействие) органов государственной власти, органов местного самоуправления и их должностных лиц;
- защиту капитальных вложений.

Капитальные вложения могут быть:

- национализированы только при условии предварительного и равноценного возмещения государством убытков, причиненных субъектам инвестиционной деятельности, в соответствии с Конституцией Российской Федерации, Гражданским кодексом Российской Федерации;

– реквизированы по решению государственных органов в случаях, порядке и на условиях, которые определены Гражданским кодексом Российской Федерации.

Федеральный закон от 05.03.1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» определяет особенности использования правовых механизмов для тех инвесторов на финансовом рынке. Этот закон предусматривает следующие особенности:

– запрет на рекламу ценных бумаг в случае, если не раскрывается вся необходимая и установленная законодательством информация;

– установление солидарной субсидиарной ответственности лиц, подписавших проспект эмиссии ценных бумаг, за ущерб, причиненный эмитентом инвестору вследствие содержащейся в указанном проспекте недостоверной или вводящей в заблуждение инвестора информации.

В целях информирования инвесторов и предупреждения их о совершенных и возможных правонарушениях на рынке ценных бумаг Банк России на своем официальном сайте в информационно-телекоммуникационной сети Интернет размещает информацию:

– об аннулировании или о приостановлении действия лицензий на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;

– о саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка (далее – саморегулируемые организации);

– об административных взысканиях, наложенных Банком России;

– о судебных решениях, вынесенных по искам Банка России.

В целях прекращения и предотвращения нарушений прав инвесторов на рынке ценных бумаг Банк России выносит предписания. Таким предписанием Банк России вправе запретить или ограничить проведение профессиональным участником отдельных операций на рынке ценных бумаг на срок до шести месяцев. Предписание обязательно к исполнению. Предписания Банка России изменяются либо отменяются Банком России в связи со вступившим в законную силу решением суда либо по инициативе Банка России. Банк России вправе обращаться в суд с заявлением о принудительном исполнении предписания.

Федеральный закон от 01.04.2020 г. № 69-ФЗ «О защите и поощрении капиталовложений в Российской Федерации» вводит новые требования к процедуре досудебного урегулирования споров между сторонами, которые заключают соглашения о защите и поощрении капиталовложений. До подачи искового заявления в суд сторона, чьи права нарушены, обязана подать другой стороне уведомление. В уведомлении о споре должны быть указаны:

– предложение об урегулировании спора путем переговоров;

– положения соглашения о защите и поощрении капиталовложений, федеральных законов и иных нормативных правовых актов, на нарушение которых ссылается сторона (стороны) спора;

– обстоятельства, являющиеся причиной возникновения спора;

– краткое описание доводов в поддержку позиции стороны (сторон), направившей (направивших) уведомление о споре;

- доказательства и иные сведения, которые сторона (стороны) считает (считают) необходимым предоставить для подтверждения своих доводов;
- предложения стороны (сторон) по возможному урегулированию спора.

Стороны соглашения о защите и поощрении капиталовложений обязаны предпринять усилия по урегулированию спора в течение трех месяцев со дня направления уведомления о споре. Если спор между сторонами соглашения о защите и поощрении капиталовложений не будет урегулирован в досудебном порядке, такой спор разрешается по инициативе любой из сторон компетентным судом Российской Федерации либо в рамках арбитража (третейского разбирательства), если стороны заключили арбитражное соглашение.

Арбитражное соглашение заключается в виде арбитражной оговорки в соглашении о защите и поощрении капиталовложений. Местом арбитража должна являться Российская Федерация. Арбитраж должен осуществляться по правилам постоянно действующего арбитражного учреждения, включая иностранное арбитражное учреждение, получившее право на осуществление функций постоянно действующего арбитражного учреждения, в соответствии с Федеральным законом от 29.12.2015 г. № 382-ФЗ «Об арбитраже (третейском разбирательстве) в Российской Федерации».

Помимо закрепления различных форм защиты и поощрения инвестиций, государственное регулирование инвестиционной деятельности включает в себя и систему санкций за нарушение законодательства. Эти санкции включают в себя меры гражданско-правовой, административной и уголовной ответственности. Поскольку гражданское право регулирует главным образом имущественные отношения, то и гражданско-правовая ответственность имеет имущественное содержание, а ее меры носят в основном имущественный характер. Одним из доминирующих принципов гражданского права принято считать принцип полного возмещения убытков. Административная ответственность устанавливается Кодексом об административных правонарушениях и выражается в виде штрафов, дисквалификации (табл. 40).

Т а б л и ц а 40

**Административная ответственность за нарушение законодательства
об инвестиционной деятельности⁹**

Статья КоАП РФ	Правонарушение	Штраф для должностных лиц	Штраф для организаций
14.62	Организация финансовых пирамид	От 20 до 100 тыс.	От 500 до 1 млн руб.
15.15.4	Нарушение юридическим лицом, которому предоставлены бюджетные инвести-	От 10 до 30 тыс. руб.	от 2 до 12 % суммы полученной бюджетной инвестиции

⁹ Составлено авторами на основании Кодекса Российской Федерации об административных правонарушениях от 30.12.2001 г. № 195-ФЗ.

О к о н ч а н и е т а б л. 40

Статья КоАП РФ	Правонарушение	Штраф для должностных лиц	Штраф для организаций
	ции, условий их предоставления		
15.19	Нарушение требований законодательства, касающихся представления и раскрытия информации на финансовых рынках	От 20 до 30 тыс. руб. или дисквалификация до 1 года	От 500 до 700 тыс. руб.
15.29, ч. 1	Нарушение требований к обособленному учету собственных средств и средств клиентов	От 30 до 50 тыс. руб. или дисквалификация на 1 год	От 700 до 1 млн руб.
15.29, ч. 5	Нарушение установленных требований к составу активов акционерных инвестиционных фондов или паевых инвестиционных фондов	От 20 до 30 тыс. руб. или дисквалификация до 1 года	От 500 до 700 тыс. руб.

За правонарушения, обладающие наибольшей степенью общественной опасности, виновные лица могут быть привлечены к уголовной ответственности (табл. 41).

Т а б л и ц а 41

Уголовная ответственность за нарушения прав инвесторов¹⁰

Статья Уголовного кодекса РФ	Состав преступления	Максимальный срок лишения свободы
172.1	Фальсификация финансовых документов учета и отчетности финансовой организации	До семи лет
172.2	Организация деятельности по привлечению денежных средств и (или) иного имущества (организация финансовых пирамид)	До шести лет
185.4	Воспрепятствование осуществлению или незаконное ограничение прав владельцев ценных бумаг	До пяти лет

¹⁰ Составлено авторами на основании Уголовного кодекса Российской Федерации от 13.06.1996 г. № 63-ФЗ.

Таким образом, действующее законодательство закрепляет возможности инвестора защитить свои права в досудебном, административном и судебном порядке. За наиболее серьезные нарушения прав инвесторов установлена административная и уголовная ответственность.

Контрольные вопросы

1. Перечислите основные федеральные законы, регулирующие инвестиционную деятельность.
2. В каких странах приняты инвестиционные кодексы?
3. Какие нормативные акты, регулирующие инвестиционную деятельность, приняты на уровне того субъекта РФ, в котором вы проживаете?
4. Что такое инвестиционный налоговый кредит и в каких случаях он предоставляется?
5. Что такое налоговые каникулы? Приведите примеры предоставления налоговых каникул.
6. Какое влияние оказывает амортизация на налог на прибыль и налог на имущество физических лиц?
7. В каких сферах деятельности наиболее распространены концессионные соглашения?
8. В какие активы могут быть инвестированы средства страховых компаний? Какие ограничения для них установлены?
9. Какими нормативными актами регулируются коллективные инвестиции?
10. Какой договор заключает инвестор с управляющей компанией при покупке паев?
11. Какие ограничения и запреты установлены для иностранных инвесторов в РФ?
12. Что такое «дедушкина оговорка»? Для чего она применяется? В каких случаях иностранные инвесторы имеют право на защиту от неблагоприятных изменений законодательства?
13. Каковы направления дальнейшего совершенствования законодательной базы, регулирующей инвестиционную деятельность?
14. Какие меры административной ответственности установлены за нарушения законодательства об инвестиционной деятельности?
15. За какие виды правонарушений в сфере инвестиционной деятельности установлена уголовная ответственность?

Список рекомендуемой литературы

Алексеев А. П. Инвестиционное право : учебное пособие / А. П. Алексеев. – Владивосток : Изд-во ВГУЭС, 2019. – 130 с. – ISBN 978-5-9736-0565-0.

Инвестиционное право : учебник / В. Б. Гольцов, Н. М. Голованов, В. Г. Беляков ; под общ. ред. В. Б. Гольцова, Н. М. Голованова. – Санкт-Петербург : СПбГАСУ, 2019. – 352 с. – ISBN 978-5-9227-0983-5.

Лаптева А. М. Инвестиционное право : учебник для бакалавриата и магистратуры : для студентов высших учебных заведений, обучающихся по юридическим, экономическим направлениям / А. М. Лаптева, О. Ю. Скворцов. – Москва : Юрайт, 2019. – 534 с. – ISBN 978-5-534-09780-1.

Лебедев Д. С. Международная инвестиционная политика предприятий в схемах и таблицах : учебное пособие. – Москва : Проспект, 2017. – 136 с. – ISBN 978-5-392-21099-2.

Лиликова О. С. Особенности правового регулирования инвестиционной деятельности : учебное пособие / О. С. Лиликова. – Белгород : Изд-во БУКЭП, 2017. – 341 с. – ISBN 978-5-8231-0664-1.

Лисица В. Н. Инвестиционное право / В. Н. Лисица. – Новосибирск : ННИГУ, 2015. – 567 с. – ISBN 978-5-94520-108-8.

Мингазова А. М. Договорное регулирование инвестиционной деятельности : монография / А. М. Мингазова. – Казань : КЮИ МВД России, 2019. – 146 с.

Семенухин В. В. Доверительное управление, паевые инвестиционные фонды / В. В. Семенухин. – 3-е изд., перераб. и доп. – Москва : ГроссМедиа ; РОСБУХ, 2019. – 426 с. – ISBN 978-5-4230-0461-3.

Терехова Е. В. Инвестиционное право: публично-правовые начала : учебное пособие / Е. В. Терехова. – Москва : РГУП, 2015. – 294 с. – ISBN 978-5-93916-474-0.

Фархутдинов И. З. Международное инвестиционное право и процесс : учебник / И. З. Фархутдинов. – Москва : Проспект, 2017. – 415 с. – ISBN 978-5-392-13219-5.

Нормативно-правовые акты

Налоговый кодекс Российской Федерации (часть первая) от 31.07.1998 г. № 146-ФЗ.

Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 05.08.2000 г. № 117-ФЗ.

Об иностранных инвестициях в Российской Федерации : Федеральный закон от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ.

Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений : Федеральный закон от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ.

Об инвестиционных фондах : Федеральный закон от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ.

Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации : Федеральный закон от 24.07.2002 г. № 111-ФЗ.

О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства : Федеральный закон от 29.04.2008 г. № 57-ФЗ.

Об инвестиционном товариществе : Федеральный закон от 28.11.2011 г. № 335-ФЗ.

О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка : Федеральный закон от 13.07.2015 г. № 223-ФЗ.

О Российском Фонде Прямых Инвестиций : Федеральный закон от 02.06.2016 г. № 154-ФЗ.

О мерах воздействия (противодействия) на недружественные действия Соединенных Штатов Америки и иных иностранных государств : Федеральный закон от 04.06.2018 г. № 127-ФЗ.

О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : Федеральный закон от 02.08.2019 г. № 259-ФЗ.

О защите и поощрении капиталовложений в Российской Федерации : Федеральный закон от 01.04.2020 г. № 69-ФЗ.

Об утверждении Положения о требованиях к порядку и срокам раскрытия информации, связанной с деятельностью акционерных инвестиционных фондов и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов, а также к содержанию раскрываемой информации : Приказ ФСФР России от 22.06.2005 г. № 05-23/пз-н.

Об отдельных требованиях к финансовой устойчивости и платежеспособности страховщиков : Положение Банка России от 10.01.2020 г. № 710-П.

Список рекомендованных сайтов

Президент РФ : [офиц. сайт]. URL: <http://kremlin.ru/> (дата обращения: 06.04.2020).

Правительство РФ : [офиц. сайт]. URL: <http://government.ru/> (дата обращения: 06.04.2020).

Государственная Дума Федерального Собрания РФ : [офиц. сайт]. URL: <http://duma.gov.ru/> (дата обращения: 06.04.2020).

Конституционный Суд РФ : [офиц. сайт]. URL: <http://www.ksrf.ru/> (дата обращения: 08.04.2020).

Верховный Суд РФ : [офиц. сайт]. URL: <http://www.supcourt.ru/> (дата обращения: 08.04.2020).

Генеральная прокуратура РФ : [офиц. сайт]. URL: <http://genproc.gov.ru/> (дата обращения: 08.04.2020).

Центральный Банк Российской Федерации : [офиц. сайт]. URL: <http://www.cbr.ru/> (дата обращения: 14.05.2020).

Официальный Интернет-портал правовой информации : [офиц. сайт]. URL: <http://pravo.fso.gov.ru> (дата обращения: 14.05.2020).

Портал государственных и муниципальных услуг : [офиц. сайт]. URL: <https://www.gosuslugi.ru/> (дата обращения: 14.05.2020).

Министерство внутренних дел Российской Федерации : [офиц. сайт]. URL: <http://mvd.ru/> (дата обращения: 14.05.2020).

Министерство финансов Российской Федерации : [офиц. сайт]. URL: <https://www.minfin.ru> (дата обращения: 18.05.2020).

Федеральная налоговая служба : [офиц. сайт]. URL: <https://www.nalog.ru> (дата обращения: 18.05.2020).

Федеральная служба по финансовому мониторингу (Росфинмониторинг) : [офиц. сайт]. URL: <http://www.fedsfm.ru/> (дата обращения: 18.05.2020).

Справочная правовая система Консультант Плюс : [офиц. сайт]. URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 20.05.2020).

Глава 8

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КЛИМАТ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ В УСЛОВИЯХ ДИНАМИЧНОЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СРЕДЫ

8.1. Инвестиционный климат: понятие, экономические факторы, его определяющие, и методы оценки

Инвестиционный климат территории – одна из важнейших характеристик инвестиционной деятельности в любом государстве. Под инвестиционным климатом обычно понимают совокупность сложившихся в какой-либо стране:

- 1) политических;
- 2) социально-культурных;
- 3) финансово-экономических;
- 4) правовых условий, определяющих качество предпринимательской инфраструктуры, эффективность инвестирования и степень возможных рисков при вложении капитала.

При таком подходе характеристика инвестиционного климата должна состоять из двух составляющих: оценки факторов, которые «притягивают» инвестиции в тот или иной регион земного шара, и оценки рисков, препятствующих притоку инвестиций. Баланс инвестиционной привлекательности и инвестиционного риска и определяют инвестиционный климат в том или ином регионе (стране, ее отдельных субъектах и территориях). Основой инвестиционной привлекательности является эффективность вложений, поэтому инвестиции в первую очередь направляются в те регионы, где они обеспечивают наибольшую отдачу для инвесторов.

Что касается России, то для обеспечения устойчивого развития в среднесрочной и долгосрочной перспективе стране необходимо решить ряд фундаментальных проблем. Они связаны с созданием условий для развития человеческого капитала и роста трудовых ресурсов, ускоренным развитием инфраструктуры, повышением конкурентоспособности производства и производительности труда, улучшения качества институциональной системы. 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 прежде всего должно обеспечить защиту прав собственности, гарантированное исполнение законов и равенство всех экономических агентов перед ним, достойный уровень среднего образования, поддержку фундаментальной науки.

Рассмотрим факторы, определяющие инвестиционный климат региона (рис. 64).



Рис. 64. Факторы, определяющие инвестиционный климат

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, особенностей 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 страны, принимающей инвестиции.

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 особенностей политической системы. Политический риск связан с состоянием, изменением политической обстановки в регионе, сменой приори-

тетов в развитии, политических элит, возможными конфликтами на национальной почве, между элитами регионов, между регионом и центром, изменением нормативной базы, в результате чего могут наступить отрицательные последствия масштабного характера. Особенности политической системы определяют уровень гарантий гражданских свобод и основных прав человека;

– динамика курса национальной валюты: повышение курса стимулирует приток прямых зарубежных инвестиций, отток прибылей, полученных от этих капиталовложений. Снижение курса, напротив, ведет к их уменьшению.

Третья группа факторов, определяющих инвестиционный климат страны, – географические и природно-климатические факторы. 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 фактора, 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 и др.

В процессе проведения оценки инвестиционной привлекательности оцениваются:

– 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, преэминентность 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).

Методики оценки инвестиционного климата

Методики оценки инвестиционного климата	Краткое содержание
Российская практика	Включает следующие показатели: – инвестиционная привлекательность; – инвестиционный потенциал; – инвестиционный риск; – инвестиционная активность
Американская практика	Включает следующие агрегированные показатели: – деловая активность; – потенциал развития хозяйственной системы; – экономическая эффективность инвестиций; – основные составляющие налоговой политики
Японская практика	Используются описательные характеристики инвестиционного климата без количественных оценок

В настоящее время комплексные рейтинги инвестиционного климата стран мира периодически публикуются ведущими экономическими журналами мира: Euromoney, The Economist и др. Наиболее известной и часто цитируемой комплексной оценкой стран мира является рейтинг журнала Euromoney, который проводит анализ инвестиционного риска на основе политической и экономической стабильности (в настоящее время) 186 стран мира. Euromoney Country Risk (ECR) является мерой риска, определенной на основании мнения более 400 независимых экономистов и аналитиков по всему миру. Оценка ECR дает обновленные рейтинги для инвестиционного риска каждой страны, используя 15 критериев, включая политический риск, экономические показатели, структурную оценку, показатели задолженности, кредитные рейтинги, доступ к банковскому финансированию и доступ к рынкам капитала. Каждая страна получает баллы ECR по 100-балльной шкале, где 100 считается самым безопасным (без риска), а оценка 0 (ноль) равна максимальному риску.

В итоге ECR классифицирует оцениваемые страны на пять уровней:

- ECR Tier 1 – баллы между 80–100 (этот показатель можно приравнять к кредитному рейтингу AA и выше);
- ECR Tier 2 – ядра между 65–79,9 (показатель, равный кредитоспособности A-AA);
- ECR Tier 3 – ядра от 50 до 64,9 (равные кредитным рейтингам BB+ до A-);
- ECR Tier 4 – основные средства между 36–49,9 (равный кредитным рейтингам B- до BB+);
- ECR Tier 5 – ядра от 0 до 35,9 (показатели, равные кредитным рейтингам от D до B-).

Исследовательская компания The Economist Intelligence Unit (аналитическое подразделение британского журнала The Economist) публикует результаты глобальных ежегодных исследований стран мира по уровню благоприятных условий ведения бизнеса. Глобальное исследование и сопровождающий его рейтинг стран мира по показателю благоприятных условий ведения бизнеса публикуется раз в пять лет и составляется на основании оценки качества и привлекательности бизнес-условий в 82 государствах. Так, например, в 2014 г. исследование охватывало 82 страны и позволило спрогнозировать изменения деловой среды в исследуемых регионах на ближайшие пять лет. Каждое государство в рейтинге оценивается на основе анализа 10 базовых критериев, включая политическую стабильность, макроэкономическую стабильность, рыночные возможности, политику свободного рынка и конкуренции, инвестиционную политику, систему контроля внешней торговли и валютного курса, систему налогообложения, финансовую структуру, рынок трудовых ресурсов и инфраструктуру. Каждый из указанных критериев включает различные показатели, значения которых измеряются в течение пятилетнего периода. Высокая позиция страны в рейтинге означает, что ее экономический и регуляторный климат благоприятствует ведению бизнеса.

В 2018 г., по мнению The Economist Intelligence Unit, мировым лидером по конкурентоспособности стал Сингапур, последовательно проводящий реформы, нацеленные на улучшение условий ведения бизнеса. Главные преимущества экономики Сингапура, по мнению составителей рейтинга, заключаются в политической стабильности, эффективной экономической политике, широких инвестиционных возможностях и развитой инфраструктуре. Вслед за Сингапуром в рейтинге расположились Швейцария и Гонконг – соответственно на втором и третьем местах. В первую десятку лидеров также вошли: Австралия, Швеция, Соединенные Штаты Америки, Новая Зеландия, Финляндия и Дания.

Российская Федерация за пятилетний период улучшила свои позиции на один пункт и поднялась с 59-го на 60-е место в рейтинге (прил. 16). В целом наиболее благоприятные условия для ведения бизнеса по-прежнему отмечаются в странах с высоким уровнем дохода, являющихся членами ОЭСР, а наименее благоприятные – в странах Африки и Южной Азии. Самыми неблагоприятными странами для ведения бизнеса в нынешнем рейтинге признаны Ангола, Иран и Венесуэла. Несмотря на все разговоры последнего времени о высоком потенциале развивающихся рынков, развитые экономики Северной Америки, Западной Европы и Юго-Восточной Азии остаются лучшими местами для ведения бизнеса¹.

Обычная практика при составлении характеристики инвестиционного климата, расчете показателей, составлении заключений и прогнозов состоит в том, что они рассчитываются для страны в целом. Такая методика подходит для характеристики территории с одинаковым уровнем развития ее регионов и тогда общая оценка будет более объективной для каждого из них.

¹ Распределение стран по уровню благоприятности условий ведения бизнеса в 2014–2018 гг. представлено в прил. 16.

В странах в федеративном устройстве часто проводят анализ инвестиционной привлекательности отдельных регионов. Как правило (но не всегда, все зависит от масштаба экономики), инвестиционный климат отдельных территориальных образований в рамках отдельно взятого федеративного государства в условиях динамично развивающейся экономической среды постоянно меняется в ту или иную сторону. Что касается России, то количественные характеристики инвестиционного климата российских регионов структурно показывают интегральный уровень инвестиционной привлекательности как факториального признака, инвестиционных рисков, инвестиционного потенциала и инвестиционной активности как результативного признака. В настоящее время используется следующая система показателей по оценке инвестиционного климата российских регионов, разработанная Рейтинговым агентством RAEX («Эксперт РА»)².

RAEX («Эксперт РА») ежегодно с 1996 г. публикует соответствующие рейтинги, и за 20 лет стал наиболее авторитетным индикатором изменений инвестиционного климата субъектов Российской Федерации.

Как видно из прил. 17 и 18 большинство регионов РФ имеют рейтинг инвестиционного климата (ЗВ1) – «пониженный потенциал – умеренный риск».

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.

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.

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 разработки соответствующей комплексной 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.

² Распределение российских регионов по рейтингу инвестиционного климата представлено в прил. 17, 18.

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.

8.2. Инвестиционная привлекательность на макро- и микроуровне, 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 существует. Одни считают, что инвестиционная привлекательность зависит от системы показателей, характеризующих финансовое состояние, что она формируется благодаря конкурентоспособности продукции (услуг), другие рассматривают инвестиционную привлекательность во взаимосвязи с оценкой эффективности инвестиций.

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 наоборот³.

Определения инвестиционной привлекательности дают также и эксперты, занимающиеся практической деятельностью по оценке инвестиционной привлекательности территорий. Так, согласно определения Рейтингового агентства RAEX инвестиционная привлекательность тождественна понятию «инвестиционный климат» и включает в себя инвестиционный потенциал (объективные возможности государства) и инвестиционный риск (условия деятельности инвестора). Данная трактовка позволяет установить критерии, руководствуясь которыми инвестор принимает решение об инвестировании. Любой инвестор, рассматривая имеющиеся объекты инвестирования, оценивает их потенциальную доходность и риск. Сравнивая реальное соотношение доходности и риска по каждому объекту вложений

³ *Сергеев И. В., Веретенникова И. И., Яновский В. В.* Организация и финансирование инвестиций : учеб. пособие. М. : Финансы и статистика, 2020. С. 37.

с необходимым для достижения цели инвестирования, инвестор делает вывод о целесообразности вложений конкретно для него в данный момент времени.

В международной практике под инвестиционной привлекательностью объекта (территории, региона, организации) понимается лишь совокупность некоммерческих рисков «вхождения» инвестора в данный регион (некоммерческие риски непосредственно связаны с прямыми или косвенными действиями принимающего государства, которые причиняют ущерб иностранным инвесторам, осуществившим капиталовложения в экономику страны-реципиента).

Таким образом, понятие «инвестиционная привлекательность» в наиболее общем виде 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 макроэкономического уровня формируется в зависимости от политической стабильности 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 может существенно отличаться от общего фона из-за наличия 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 (прил. 9, 10).

В состав частных показателей, используемых для определения 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 деятельности региона. Финансовый потенциал – это размер налоговой базы и уровень прибыльности промышленного сектора региона. Институциональный потенциал – наличие развитых институтов, фондов с высоким технологическим уровнем. Инфраструктурный потенциал предполагает 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.

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.

В условиях динамичной экономической среды оценка инвестиционной привлекательности осуществляется на уровне страны, региона, отрасли⁴ 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 влияние следующих факторов:

- средства организаций, банковские депозиты (вклады) и другие привлеченные средства юридических и физических лиц (показатель М2 для регионов);
- валовый региональный продукт на душу населения (ВРП);
- удельный вес трудоспособного населения;

⁴ В методологии российской статистики понятие «отрасль» тождественно понятию «вид экономической деятельности».

– среднедушевые денежные доходы, удельный вес прибыльных организаций, объем инвестиции в основной капитал.

В табл. 43 представлена выборка из 10 регионов с наибольшей и наименьшей величиной показателя «Средства организаций, банковские депозиты (вклады) и другие привлеченные средства юридических и физических лиц» (аналог показателя М2 для регионов). В отношении каждого региона рассчитан ВРП на душу населения. Сопоставляя эти данные с данными прил. 3, легко отметить закономерность, связанную с тем, что большинство регионов, имеющих в 2017 г. наибольшие показатели М2 и ВРП на душу населения, в 2018 г. имели благоприятный инвестиционный климат.

Т а б л и ц а 43

**Данные в отношении средств организаций, банковских депозитов (вкладов)
и других привлеченных средства юридических и физических лиц,
а также ВРП отдельных регионов РФ на 01.01.2017 г.⁵**

№ п/п	Регион (субъект РФ) ⁶	Средства организаций, банковские депозиты (вклады) и другие привлеченные средства юридических и физических лиц по состоянию на 01.01.2017 г., млн рублей	ВРП по состоянию на 01.01.2017 г., млн рублей	ВРП в расчете на одного жителя субъекта выборки, тыс. руб./чел.
1	Москва	14 816 203	14 299 800,6	1 155,00
2	Санкт-Петербург	2 536 766	3 742 182,4	708,53
3	Московская область	1 394 450	3 565 258,0	480,27
4	Тюменская область	925 057	5 922 073,3	1 618,1
5	Республика Татарстан	848 824	1 937 637,1	498,7
6	Свердловская область	788 088	1 978 055,7	456,9
7	Краснодарский край	734 754	2 015 934,7	361,9
8	Самарская область	576 009	1 275 063,6	398,0
9	Нижегородская область	539 979	1 182 265,0	364,0
10	Ростовская область	517 405	1 270 891,5	300,3
...	...			
76	Чеченская Республика	25 588	166 711,2	117,8

⁵ Куваева Ю. В. Коэффициент монетизации региона как индикатор финансовой глубины экономики // Вестн. НГУЭУ. 2018. С. 171–183.

⁶ В табл. 43 представлена выборка из 10 регионов с наибольшей и наименьшей величиной показателя «Средства организаций, банковские депозиты (вклады) и другие привлеченные средства юридических и физических лиц» (аналог показателя М2 для регионов).

О к о н ч а н и е т а б л. 43

№ п/п	Регион (субъект РФ)	Средства организаций, банковские депозиты (вклады) и другие привлеченные средства юридических и физических лиц по состоянию на 01.01.2017 г., млн рублей	ВРП по состоянию на 01.01.2017 г., млн рублей	ВРП в расчете на одного жителя субъекта выборки, тыс. руб./чел.
77	Республика Адыгея	21 951	91 352,4	201,5
78	Карачаево-Черкесский автономный округ	18 230	73 151,3	156,8
79	Чукотский автономный округ	13 248	66 146,8	1 328,2
80	Еврейский автономный округ	12 210	46 872,2	285,5
81	Республика Калмыкия	9 750	56 045,1	202,3
82	Республика Тыва	9 626	52 221,3	163,9
83	Республика Алтай	8 740	46 128,4	212,6
84	Ненецкий автономный округ	8 654	255 496,6	5 820,0
85	Республика Ингушетия	7 872	50 882,9	105,9
	Российская Федерация	34 120 946	69 254 134,3	417,7

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, а именно уровню загрузки производственных мощностей, степени износа основных фондов, коэффициенту выбытия, а также показателям инвестиционной деятельности отрасли: индексу физического объема инвестиций в основной капитал, количеству инвестиций на одного работающего, объему инвестиций на предприятии.

Для оценки инвестиционной привлекательности предприятия анализируются все показатели, определяющие его финансовое состояние, рыночные позиции компании, 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.

8.3. Методы оценки инвестиционной привлекательности

В условиях динамичной экономической среды оценка инвестиционной привлекательности осуществляется на уровне страны, региона, отрасли и предприятия.

В корпоративном секторе экономики особый интерес представляет метод оценки на основе стоимостного подхода, в рамках которого основным критерием инвестиционной привлекательности является рыночная капитализация компании.

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 влияние следующих факторов: валовый региональный продукт на душу населения, удельный вес трудоспособного населения, среднедушевые денежные доходы, удельный вес прибыльных организаций, объем инвестиций 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 – это 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 значи-

мости 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 основным критерием инвестиционной привлекательности является рыночная стоимость компании. Когда предприятия или его доли становятся объектами купли-продажи для инвесторов с целью его управления, для его дальнейшего стратегического развития и перепродажи или выхода на рынок IPO, для привлечения дополнительного капитала применяется стоимостный 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. 44). Вышеуказанные показатели выбраны не случайно, например, показатель «Степень износа основных производственных фондов» характеризует потенциальную востребованность в инвестиционных вложениях, а показатель «Финансовый результат деятельности» показывает эффективность хозяйственной деятельности отрасли (предприятия) в целом.

Т а б л и ц а 44

Показатели оценки инвестиционной привлекательности

Отрасль	Предприятие
<i>Производственный потенциал</i>	
Доля отрасли в объеме отгруженной продукции. Отношение отгруженной продукции к произведенной. Выработка на одного работающего. Доля отрасли в основных производственных фондах. Коэффициент обновления ОПФ. Степень износа основных производственных 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
<i>Финансовые результаты деятельности</i>	
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

О к о н ч а н и е т а б л . 44

Отрасль	Предприятие
<i>Инвестиционная активность</i>	
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
<i>Трудовой потенциал</i>	
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 на одного работника

Показатели инвестиционной активности отражают стремление к обновлению производства и реконструкции. В соответствии с данными показателями инвестиционной привлекательности составлен ее рейтинг (рис. 65).

Данная методика 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 и сформировать круг отраслей или предприятий, определяющих макроэкономическое развитие государства, в свою очередь требующих внимания и поддержки со стороны органов власти и финансирования.

Все перечисленные выше методики оценки инвестиционной привлекательности предприятия в основном предназначены для стратегических инвесторов, целью которых является не краткосрочное вложение капитала и получение дохода, а управление им и его операционной деятельностью. Спекулятивные инвесторы для оценки инвестиционной привлекательности теории портфельных инвестиций проводят фундаментальный и технический анализы.



Рис. 65. Этапы построения рейтинга инвестиционной привлекательности

8.4. 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.

При характеристике инвестиционной среды и инвестиционной активности следует рассмотреть роль инвестиционной привлекательности во взаимосвязи со следующими компонентами экономического развития (рис. 66).

Инвестиционная активность предполагает степень привлечения инвестиций, 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 инвестиционным риском, а 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 сырье-



Рис. 66. Роль инвестиционной привлекательности при характеристике инвестиционного бизнеса

вой национальной экономики, вывоз капитала, высокая зависимость от цены на нефть на мировом рынке, высокая изношенность основных фондов.

Становится очевидным, что вне зависимости от используемого экспертом или аналитиком подхода к определению чаще всего термин «инвестиционная привлекательность» используют 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 характеризуется состоянием объекта, его дальнейшего развития, перспектив 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, имеющихся льгот для инвесторов и степенью выгодности разработки полезных ископаемых. Как показывают исследования, на сегодняшний день по уровню инвестиционной привлекательности лидируют те регионы, которые лидируют и по уровню инвестиционной активности. Инвестиционная привлекательность регионов России характеризуется интегральными показателями инвестиционного потенциала и инвестиционного риска.

Особое место в системе инвестиционной привлекательности занимают инвестиционные риски⁷. 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-лидеры⁸ и регионы-аутсайдеры⁹ по динамике инвестиционного потенциала.

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.

Инвестиционная привлекательность отрасли экономики представляет собой обобщенную характеристику перспективности, выгоды, 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.

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 управ-

⁷ 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.

⁸ 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.

⁹ К ним относятся Республика Коми, Ивановская область, Новгородская область, Республика Карелия, Астраханская область, Томская область.

ляющего 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 влияющая 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 – это коррупционно-криминальная составляющая инвестиционного риска и система управления, третье место сохранил социальный риск.

В кризисных условиях добросовестный инвестор и предприниматель стараются 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, а кластеризация является одним из наиболее перспективных направлений их экономического роста, поскольку кластеризация как национальной экономики, так и инвестиционного рынка является перспективным направлением повышения конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение инвестиционного климата.
2. Перечислите факторы, определяющие инвестиционный климат в России.
3. В чем заключается проблема улучшения инвестиционного климата в РФ?
4. Что такое инвестиционная привлекательность?
5. Опишите особенности российской, американской и японской методик оценки инвестиционного климата.
6. Чем определяется инвестиционная привлекательность на макро- и микроэкономическом уровне?
7. Опишите основные элементы инвестиционной привлекательности на макро- и микроэкономическом уровне?
8. Какие показатели оценки инвестиционной привлекательности на уровне отраслей экономики и отдельных предприятий существуют?
9. Как меняется в последние годы место России в рейтинге стран мира по уровню благоприятных условий ведения бизнеса?
10. Какие из регионов РФ являются наиболее благоприятными с точки зрения инвестиционного климата в последнее время? С чем это может быть связано?
11. Что является основным критерием инвестиционной привлекательности компании в корпоративном секторе экономики?
12. В чем проявляется специфика отчуждения потенциальных налоговых поступлений на счета казначейства в рамках инвестиционного кредита?
13. Может ли отличаться инвестиционная привлекательность на страновом, региональном и муниципальном уровнях?

14. Какие факторы учитывают инвесторы, анализируя инвестиционную привлекательность региона?
15. Что является важным для инвестора при анализе инвестиционной привлекательности муниципалитета?

Список рекомендуемой литературы

Инвестиции : учебник для бакалавров / [А. Ю. Андрианов и др.] ; отв. ред. : В. В. Ковалев, В. В. Иванов, В. А. Лялин. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : Проспект, 2014. – 584 с. – ISBN 978-5-392-12268-4.

Инвестиции : учебник и практикум для академического бакалавриата : учебник для студентов высших учебных заведений, обучающихся по экономическим направлениям и специальностям / В. Е. Леонтьев, В. В. Бочаров, Н. П. Радковская. – Москва : Юрайт, 2014. – 454 с. – ISBN 978-5-9916-3888-3.

Лукаевич И. Я. Инвестиции / И. Я. Лукаевич. – Москва : Вузовский учебник ; ИНФРА-М, 2017. – 413 с. – ISBN 978-5-9558-0129-2.

Хазанович Э. С. Инвестиции : учебное пособие / Э. С. Хазанович. – Москва : КНОРУС, 2013. – 318 с. – ISBN 978-5-406-03134-6.

Шапкин А. С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций : произв.-практ. изд. / А. С. Шапкин, В. А. Шапкин. – 8-е изд. – Москва : Дашков и К°, 2011. – 544 с. – ISBN 978-5-394-01074-3.

Инвестиции : учебник / Л. И. Юзвович, С. А. Дегтярева, Е. Г. Князева ; под ред. Л. И. Юзвович. – 2-е изд., испр. и доп. – Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2016. – 610 с. – ISBN 978-5-7996-2452-1.

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. – Москва : Дашков и К°, 2013. – 312 с. – ISBN 978-5-394-02342-1.

Мостовщикова И. А. Инвестиционная активность и инвестиционный портфель организации / И. А. Мостовщикова, И. А. Соловьева // Научный диалог. – 2013. – № 7(19). – С. 58–70. – (Экономика. Право. Политология).

Мякшин В. Н. Факторы инвестиционной привлекательности региона и их оценка / В. Н. Мякшин // Региональная экономика: теория и практика. – 2014. – № 14 (341). – С. 23–33.

Рынок ценных бумаг : учебник / [В. А. Татьянников, Е. А. Разумовская, Т. В. Решетникова, Ю. В. Куваева, М. И. Львова] ; под общ. ред. В. А. Татьянникова. – Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2019. – 496 с. – ISBN 978-5-7996-2758-4.

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.

Раздел 4
ИНОСТРАННЫЕ
ИНВЕСТИЦИИ

Глава 9

НЕОБХОДИМОСТЬ И РОЛЬ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ

9.1. Экономическая природа и сущность иностранных инвестиций

Устойчивое развитие экономики любой страны невозможно без активного участия иностранного капитала. В особенности это актуально для экономики развивающихся стран, к числу которых относится и российская экономика. Процессы глобализации и региональной экономической интеграции способствовали резкому усилению мобильности капитала. Частью общего процесса международного движения капитала является процесс международного движения инвестиционных ресурсов в значительных масштабах.

Вывоз капитала может осуществляться в денежной или товарной форме. В современных условиях этот процесс в денежной форме получил преимущественное развитие по сравнению с вывозом товаров. Суть вывоза капитала сводится к изъятию части капитала из национального оборота в одной стране и включению в оборот в различных формах в другой стране, на территории которой и происходит процесс формирования прибыли.

В настоящее время политика РФ направлена на привлечение и эффективное использование в экономике Российской Федерации иностранных материальных и финансовых ресурсов, передовой техники и технологии, управленческого опыта, обеспечение стабильности условий деятельности иностранных инвесторов и соблюдение соответствия правового режима иностранных инвестиций нормам международного права и международной практике инвестиционного сотрудничества.

Как и любое другое сложное экономическое явление, вложение иностранных капиталов может оказывать на национальную экономику как положительное, так и отрицательное воздействие. Прежде всего отметим преимущества привлечения иностранных инвестиций для экономики принимающей стороны:

- страна приобретает возможность дополнительного финансирования крупных инвестиционных проектов;
- вместе с финансовыми ресурсами в страны поступают технологические, операционные и продуктовые инновации;
- иностранные инвестиции стимулируют рост внутренних инвестиций;
- рост иностранных инвестиций способствует интеграции страны в мировое хозяйство, что является важным условием ее устойчивого развития;
- иностранные инвестиции способствуют росту занятости населения и, как следствие, повышению уровня жизни.

К недостаткам или к отрицательным последствиям иностранных инвестиций относятся следующие моменты:

- репатриация капитала и вывоз прибыли в различных формах (дивидендов, процентов 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 нерационального использования местных ресурсов.

Вышеперечисленные преимущества и недостатки иностранных инвестиций в экономику принимающих стран не реализуются автоматически, а существуют лишь в теории. Любая принимающая страна 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.

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, а также уровень развития инфраструктуры и квалификации рабочей силы. Кроме того, важна инвестиционная политика принимающей страны, обеспечивающая гарантии зарубежным инвесторам, эффективное и стабильное функционирование правовой системы.

В современных условиях разработка и реализация государственной политики в области иностранных инвестиций являются важнейшими аспектами регулирования экономики. В этой связи Правительство Российской Федерации:

- определяет целесообразность введения запретов и ограничений осуществления иностранных инвестиций на территории Российской Федерации, разрабатывает законопроекты о перечнях указанных запретов и ограничений;

- определяет меры по контролю за деятельностью иностранных инвесторов в Российской Федерации;

- утверждает перечень приоритетных инвестиционных проектов;

- разрабатывает и обеспечивает реализацию федеральных программ привлечения иностранных инвестиций;

- привлекает инвестиционные кредиты международных финансовых организаций и иностранных государств на финансирование бюджета развития Российской Федерации и инвестиционных проектов федерального значения;

– осуществляет взаимодействие с субъектами Российской Федерации по вопросам международного инвестиционного сотрудничества;

– осуществляет контроль за подготовкой и заключением инвестиционных соглашений с иностранными инвесторами о реализации ими крупномасштабных инвестиционных проектов;

– осуществляет контроль за подготовкой и заключением международных договоров Российской Федерации о поощрении и взаимной защите инвестиций¹.

Применительно к РФ иностранный инвестор:

– это иностранное юридическое лицо, гражданская правоспособность которого определяется в соответствии с законодательством государства, в котором оно учреждено и которое вправе в соответствии с законодательством указанного государства осуществлять инвестиции на территории Российской Федерации, за исключением иностранного юридического лица, находящегося под контролем гражданина Российской Федерации и (или) российского юридического лица;

– иностранная организация, не являющаяся юридическим лицом, гражданская правоспособность которой определяется в соответствии с законодательством государства, в котором она учреждена и которая вправе в соответствии с законодательством указанного государства осуществлять инвестиции на территории Российской Федерации, за исключением иностранной организации, не являющейся юридическим лицом и находящейся под контролем гражданина Российской Федерации и (или) российского юридического лица;

– иностранный гражданин, гражданская правоспособность и дееспособность которого определяются в соответствии с законодательством государства его гражданства и который вправе в соответствии с законодательством указанного государства осуществлять инвестиции на территории Российской Федерации, за исключением иностранного гражданина, имеющего также гражданство Российской Федерации; лицо без гражданства, которое постоянно проживает за пределами Российской Федерации, гражданская правоспособность и дееспособность которого определяются в соответствии с законодательством государства его постоянного места жительства и которое вправе в соответствии с законодательством указанного государства осуществлять инвестиции на территории Российской Федерации;

– международная организация, которая вправе в соответствии с международным договором Российской Федерации осуществлять инвестиции на территории Российской Федерации; иностранные государства в соответствии с порядком, определяемым федеральными законами².

Действующее российское законодательство трактует иностранные инвестиции как вложение иностранного капитала, осуществляемое иностранным инвестором непосредственно и самостоятельно, в объект предпринимательской деятельности

¹ Об иностранных инвестициях в Российской Федерации : Федеральный закон от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ (ред. от 31.05.2018). Ст. 23.

² Там же. Ст. 2.

на территории Российской Федерации в виде объектов гражданских прав, принадлежащих иностранному инвестору, если такие объекты гражданских прав не изъяты из оборота или не ограничены в обороте в Российской Федерации в соответствии с федеральными законами, в том числе денег, ценных бумаг (в иностранной валюте и валюте Российской Федерации), иного имущества, имущественных прав, имеющих денежную оценку исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности (интеллектуальную собственность), а также услуг и информации³.

С финансовой точки зрения иностранные инвестиции представляют собой вложение капитала в различные виды предпринимательской деятельности за рубежом с целью извлечения предпринимательской прибыли, определенной степени 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.

Национальная инвестиционная политика представляет собой совокупность правил и инструментов регулирования иностранных инвестиций. Следует иметь в виду, что единого (общего) режима инвестиций не существует, а есть лишь множество специальных инвестиционных режимов, в рамках которых урегулирован порядок отношений определенной области движения инвестиций. Так, например, в государственной и межгосударственной практике регулирования капиталопотоков применяются определенные инвестиционные режимы, которые образуют отдельную группу правовых режимов, отражающих особенности регулирования отношений в сфере движения инвестиций.

Различают пять видов инвестиционных режимов:

- 1) режим наибольшего благоприятствования;
- 2) национальный режим;
- 3) режим недискриминации;
- 4) справедливый и равноправный режим;
- 5) режим прозрачности⁴.

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,

³ Об иностранных инвестициях в Российской Федерации : Федеральный закон от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ (ред. от 31.05.2018). Ст. 2.

⁴ Ливенцев Н. Н., Костюнина Г. М. Международное движение капитала (инвестиционная политика зарубежных стран) : учебник. М. : Экономистъ, 2004. С. 81.

в развитых странах и действует на стадии допуска зарубежных инвесторов, к ним относятся США, Швеция, Австралия, Бельгия.

На практике применяется РНБ более широкого толкования, чем требуемый минимальный стандарт в рамках международного права, и характеризуется следующими исключениями:

- во-первых, это исключение общего плана (например, в отношении национальной безопасности);
- во-вторых, это исключения, основанные на взаимных договоренностях (например, вопросы налогообложения, защита 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 сложнее всего установить, так как это связано с чувствительными 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 из национального инвестиционного режима в следующих отраслях:

- стратегические отрасли: нефтедобыча, нефтехимическая индустрия;
- электроэнергетика, почта, радио;
- 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; эксплуатация 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; проекты, нарушающие экологию, угрожающие природным ресурсам и причиняющие ущерб здоровью населения; проекты, производящие товары с использованием китайских технологий и др.;

3) ограничен допуск зарубежных инвестиций: в строительство метро, портов, гражданских аэропортов, атомных электростанций. Введена квота в судостроение, во 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 фиксируется в двухсторонних инвестиционных соглашениях.

Справедливый и равноправный режим является критерием оценки взаимоотношений зарубежного инвестора и правительства принимающей страны. Он показывает готовность допуска 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 право-

вых 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 инвестиционных режимах: внесении в него изменений или дополнений, путем проведения брифингов о текущей инвестиционной политике, возможных будущих шагах правительства в этом направлении, объяснения специфики административных процедур и практики регистрации, лицензирования и т. п.

Например, компания «Прайс Вотер Хаус энд Куперс» проводит ежегодное исследование непрозрачности рынков разных стран, в том числе и России. Кроме индекса непрозрачности, рассчитываются еще два показателя: налоговый эквивалент непрозрачности и премия к стоимости заимствований в США (табл. 45).

Т а б л и ц а 45

Индекс непрозрачности некоторых стран по итогам 2019 г.⁵

Страна	Индекс непрозрачности	Эквивалент налога на прибыль, %	Премия к стоимости заимствований в США (базовых пунктов)
Великобритания	38	7	63
Италия	48	15	312
Китай	87	46	1 316
Литва	58	23	584
Мексика	48	15	308
Польша	64	28	724
Пакистан	62	26	674
Россия	84	43	1 225
США	36	5	0
Япония	60	25	629

⁵ Эксперт ONLNINE: Индекс непрозрачности некоторых стран [Электронный ресурс]. URL: https://expert.ru/ratings/table_43115/ (дата обращения: 05.07.2020).

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 (первые буквы перечисленных английских названий образуют слово CLEAR, т. е. «прозрачный»):

- С – коррупция в государственных органах;
- L – законы, регулирующие права собственности;
- E – экономическая политика (фискальная, монетарная, налоговая);
- A – сфера финансовой отчетности;
- R – государственное регулирование бизнеса.

Налоговый эквивалент показывает, что имеющийся в стране уровень непрозрачности эквивалентен дополнительному налогообложению 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.

Надбавка к процентной ставке демонстрирует необходимость платить большой процент по займам для государств с большей закрытостью и непрозрачностью.

Один из современных подходов к классификации инвестиционных правовых режимов, в том числе и в отношении иностранных инвестиций, предлагает А. М. Лаптева, которая описывает инвестиционные режимы⁶:

– в зависимости от объекта, выделяя при этом инвестиционный режим бюджетных инвестиций, инвестиционный режим инвестиций в форме капитальных вложений, инвестиционный режим вложений на фондовом рынке, инвестиционный режим на рынке пенсионных накоплений и т. д.;

– по сфере действия – международные инвестиционные режимы и внутригосударственные инвестиционные режимы;

– по территориальным масштабам – инвестиционные режимы ОЭЗ, зон территориального развития, территорий опережающего социально-экономического развития, наукоградов и т. д.

– в зависимости от форм осуществления инвестиционной деятельности – инвестиционные режимы:

- а) в рамках государственно-частного партнерства;
- б) концессионного соглашения;
- в) соглашения о разделе продукции.

Важно отметить, что инвестиционные режимы позволяют более четко учитывать особенности осуществления конкретного вида инвестиционной деятельности и определять степень юридического регулирования, наличие известных преференций, ограничений и льгот.

Страна, принимающая инвестиции, гарантирует иностранному инвестору защиту его прав и интересов, что отражается в национальных конституциях, законах

⁶ Лаптева А. М. Инвестиционные режимы. Правовые аспекты : учеб. пособие для бакалавриата и магистратуры. М. : Юрайт, 2019. (Сер. : Бакалавр и магистр. Академический курс).

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);
- защиту от возможной экспроприации и национализации собственности;
- свободный перевод прибыли и других видов доходов за рубеж;
- защиту 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.

9.2. Классификация и структура иностранных инвестиций

Интернационализация и глобализация мировых хозяйственных связей закономерно ведет 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 вложения средств, периоду инвестирования в зависимости от степени риска и т. д. (рис. 67).

Вместе с тем специфика иностранных инвестиций определяет необходимость уточнения ряда классификационных признаков применительно к данному типу инвестиций.

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. Отличительной чертой прямых иностранных инвестиций является их производственное назначение, долгосрочность и способность обеспечить инвестору управленческий контроль над предприятием.

Основные особенности прямых инвестиций заключаются в следующем:

- при прямых зарубежных инвестициях инвесторы, как правило, лишаются возможности быстрого ухода с рынка;
- большая степень риска и большая сумма, чем при портфельных инвестициях;



Рис. 67. Классификация иностранных инвестиций

– более высокий срок капиталовложений, они более предпочтительны для стран-импортеров иностранного капитала.

Прямые иностранные инвестиции направляются в принимающие страны двумя путями:

- организацией новых предприятий;
- скупкой или поглощением 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.

Под прочими инвестициями понимаются торговые кредиты, банковские займы, финансовые лизинговые сделки, займы от МВФ и прочих международных организаций, краткосрочные депозиты, сделки с иностранной валютой. По сути, это финансовый или судный капитал.

Объем прямых, портфельных и прочих инвестиций на страновом уровне отражается в специальном отчете, который носит название «Международная инвестиционная позиция» (МИП). Этот документ дает полезную информацию для оценки экономических взаимоотношений страны с остальным миром, а рекомендации по его составлению дает МВФ. В очередном актуализированном Руководстве по платежному балансу и международной инвестиционной позиции Международный валютный фонд описывает МИП как отчет, отражающий на определенный момент времени:

1) стоимость финансовых активов резидентов страны, представляющих собой требования к нерезидентам или золото в слитках, хранимое в качестве резервных активов;

2) обязательства резидентов страны в отношении нерезидентов⁷.

Разница между внешними финансовыми активами и обязательствами представляет собой чистую инвестиционную позицию, которая может быть положительной – страна является чистым кредитором по отношению к остальному миру – или отрицательной – страна является чистым заемщиком. Данные по прямым, портфельным и прочим инвестициям в Международной инвестиционной позиции Российской Федерации представлены в прил. 19.

По периоду инвестирования выделяют: краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные инвестиции. Краткосрочные инвестиции – это вложения денежных средств обычно до 1 года. Данные инвестиции носят, как правило, спекулятивный характер. Среднесрочные инвестиции представляют собой вложение денежных средств на срок от 1 года до 5 лет и долгосрочные вложения – более 5 лет.

В зависимости от степени риска выделяют консервативные и агрессивные инвестиции. Консервативные инвестиции характеризуются надежностью и ликвидностью вложений пониженного риска. Агрессивные инвестиции представляют собой вложения в инструменты с высоким уровнем риска при достаточной прибыльности и ликвидности.

По формам собственности на инвестиционные ресурсы иностранные инвестиции могут быть государственными, частными и смешанными.

Государственные инвестиции – это средства из государственного бюджета, которые направляются за рубеж или принимаются оттуда по решению либо непосредственно правительств, либо межправительственных организаций. Возможны и диагональные отношения, когда консорциум (группа) частных банков представляет инвестиции государству как таковому.

⁷ Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции Международного валютного фонда (РПБ) : [сайт]. 6-е изд. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2016/pdf/Guiderus.pdf> (дата обращения: 05.07.2020).

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 инфраструктурные проекты или базовое образование.

Частные (негосударственные) инвестиции – это средства частных инвесторов (частных предприятий, банков, отдельных граждан и т. д.), вложенные в объекты инвестирования, размещенные вне территориальных пределов данной страны. Частные средства направляются в страны со сравнительно благоприятным инвестиционным климатом. Особо важны передаваемые знания и инновации, так как иностранные инвестиции, как правило, сопровождаются передачей передовых технологий, способствуют 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).

Под смешанными иностранными инвестициями понимают вложения, осуществляемые за рубежом 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 и вложения из частных источников, связанные с предоставлением средств на заемной основе с целью получения процента.

По способу учета различают 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.

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, как было отмечено ранее, определяется уровнем политической и экономической стабильности, инвестиционной политикой, устойчивостью денежной единицы и прочими факторами.

9.3. Характеристика прямых и портфельных инвестиций

Понятие прямых иностранных инвестиций описано в ряде программных документов, подготовленных международными организациями. Так, согласно определения МФВ прямые инвестиции имеют место в тех случаях, когда единица-резидент одной страны осуществляет инвестиции, обеспечивающие ей значительную степень влияния на управление предприятием, которое является резидентом другой страны. На практике эта концепция означает, что прямому инвестору принадлежат инструменты участия в капитале, предоставляющие ему 10 или более процентов голосов в предприятии прямого инвестирования (обычно число голосов равно числу находящихся в его собственности обыкновенных акций). Когда этот пороговый уровень достигнут, считается, что соответствующие структуры связаны отношениями прямого инвестирования, и остатки по инструментам участия в капитале и долговым инструментам между прямым инвестором и предприятиями прямого инвестирования, а также между всеми предприятиями прямого инвестирования одного и того же прямого инвестора – кроме долговых обязательств между финансовыми посредниками – включаются в состав прямых инвестиций. В прямые инвестиции включаются структуры, которые имеют общего прямого инвестора, но не обладают 10 % или более инструментов участия друг в друге⁸.

ОЭСР в Эталонном определении для иностранных прямых инвестиций описывает прямые иностранные инвестиции как представляющие собой вид международных инвестиций, совершенных резидентом в одной стране (прямым инвестором) с целью реализации своей долговременной заинтересованности в предприятии (предприятии-реципиенте прямых инвестиций), которое является резидентом страны, отличной от страны местонахождения прямого инвестора. Мотивацией прямого инвестора выступает установление долговременных отношений с предприятием-реципиентом прямых инвестиций таким образом, чтобы прямой инвестор мог оказывать существенное влияние на управление этим предприятием. Долговременная заинтересованность проявляется тогда, когда прямой инвестор владеет по крайней мере 10 % голосующих акций (или эквивалентом, дающим право на аналогичную долю при голосовании) на предприятии-реципиенте прямых инвестиций. Прямые инвестиции могут также позволить прямому инвестору получить доступ к экономике предприятия-реципиента, чего в противном случае он не смог бы сделать.

Предприятиями-реципиентами прямых инвестиций являются юридические лица, которые могут быть либо дочерними компаниями, в которых инвестор владеет более чем 50 % голосующих акций (или эквивалентом, дающим право на аналогичную долю при голосовании), либо ассоциированными компаниями, в которых инвестор владеет от 10 % до 50 % голосов, либо квазигирическими лицами,

⁸ Руководство по координированию обследованию прямых иностранных инвестиций: статистический департамент международного валютного фонда [Электронный ресурс]. URL: <https://www.imf.org/external/russian/np/sta/cdis/2009/120109r.pdf> (дата обращения: 06.07.2020).

например, отделениями, которые фактически на 100 % принадлежат материнским компаниям-инвесторам. Взаимоотношения между прямыми инвесторами и предприятиями-реципиентами прямых инвестиций могут быть сложными и могут быть очень слабо связаны или не иметь вообще никакого отношения к структуре управления и той, и другой компании⁹.

Российское законодательство определяет прямые иностранные инвестиции:

– как приобретение иностранным инвестором не менее 10 % доли, долей (вклада) в уставном (складочном) капитале коммерческой организации, созданной или вновь создаваемой на территории Российской Федерации в форме хозяйственного товарищества или общества в соответствии с гражданским законодательством Российской Федерации;

– вложение капитала в основные фонды филиала иностранного юридического лица, создаваемого на территории Российской Федерации;

– осуществление на территории Российской Федерации иностранным инвестором как арендодателем финансовой аренды (лизинга) оборудования, указанного в соответствующих разделах единой Товарной номенклатуры внешнеэкономической деятельности Таможенного союза в рамках ЕвразЭС, таможенной стоимостью не менее 1 млн руб.¹⁰

На основании рассмотренных подходов к определению прямых иностранных инвестиций можно выделить основные особенности, которые, на наш взгляд, заключаются в следующем:

– при прямых зарубежных инвестициях инвесторы, как правило, лишаются возможности быстрого ухода с рынка;

– большая степень риска и большая сумма, чем при портфельных инвестициях;

– более высокий срок капиталовложений, они более предпочтительны для стран-импортеров иностранного капитала.

Роль прямых иностранных инвестиций заключается не только в существенном воздействии на национальные экономики и международный бизнес в целом:

– но и в способности активизировать инвестиционные процессы в силу присущего инвестициям мультипликативного эффекта;

– в содействии общей социально-экономической стабильности, стимулировании производственных вложений в материальную базу (в отличие от спекулятивных и нестабильных портфельных инвестиций, которые могут быть внезапно выведены с негативными последствиями для национальной экономики);

– в сочетании переноса практических навыков и квалифицированного менеджмента с взаимовыгодным обменом ноу-хау, облегчающим выход на международные рынки;

⁹ Эталонное определение ОЭСР для иностранных прямых инвестиций. 4-е изд. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.oecd.org/daf/inv/investmentstatisticsandanalysis/46229224.pdf> (дата обращения: 06.07.2020).

¹⁰ Об иностранных инвестициях в Российской Федерации : Федеральный закон от 09.07.1999 г. № 160-ФЗ (ред. от 31.05.2018). Ст. 2.

- в активизации конкуренции и стимулировании развития среднего и малого бизнеса;
- в способности при правильной организации, стимулировании и размещении ускорить развитие отраслей и регионов;
- в содействии росту занятости и повышению уровня доходов населения, расширению налоговой базы;
- в стимулировании развития производства экспортной продукции с высокой долей добавленной стоимости, инновационных товаров и производственных технологий, управления качеством, ориентации на потребителя.

По данным ЮНКТАД¹¹ после высокого роста в 2015 г. началось постепенное снижение мирового объема прямых иностранных инвестиций (ПИИ), который по итогам 2018 г. продолжал сокращаться, упав на 13 % – до 1,3 трлн долл. (рис. 68).

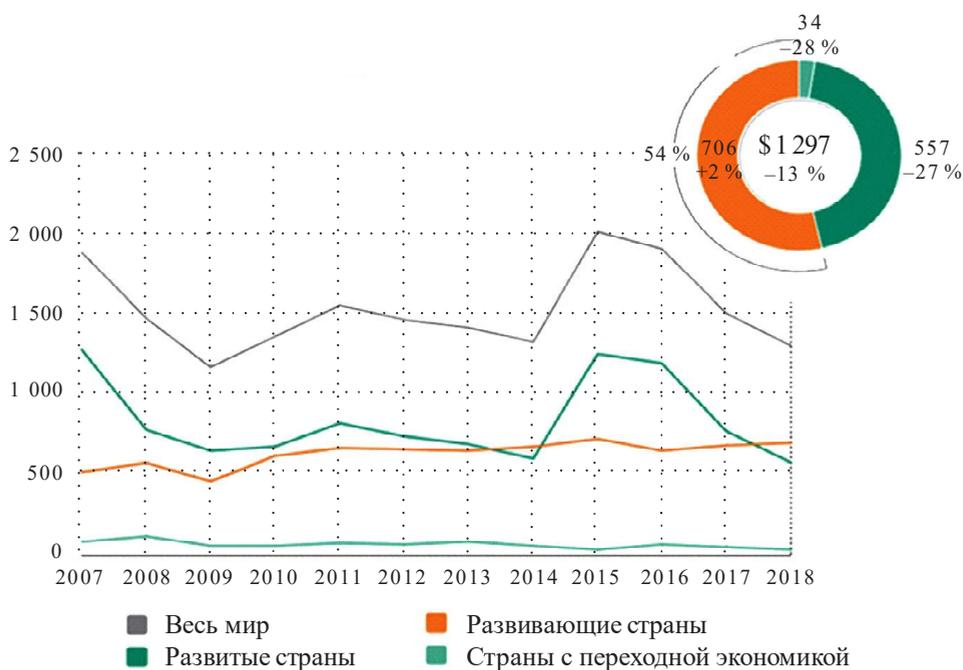


Рис. 68. Приток ПИИ во всем мире по экономическим группам, в млрд рублей и в %¹²

Эксперты объясняют продолжающееся три года подряд сокращение потоков ПИИ главным образом крупномасштабной репатриацией многонациональными предприятиями Соединенных Штатов накопленной за рубежом прибыли в течение первых двух кварталов 2018 г. после налоговых реформ, проведенных в этой стра-

¹¹ Орган Генеральной Ассамблеи ООН. ЮНКТАД является координационным центром в рамках Организации Объединенных Наций по комплексному подходу к торговле и развитию и взаимосвязанным вопросам в области финансов, технологии, инвестиций и устойчивого развития.

¹² См.: Доклад о мировых инвестициях 2019 г. [Электронный ресурс]. URL: https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2019_overview_ru.pdf (дата обращения: 18.06.2020).

не в конце 2017 г. Приток ПИИ в развитые страны в 2018 г. достиг самого низкого показателя с 2004 г., сократившись на 27 %. Приток инвестиций в Европу уменьшился в 2 раза – до менее 200 млрд долл. из-за оттока капитала из нескольких крупных принимающих стран в связи с репатриацией средств и значительного падения инвестиций в Великобритании. Приток капитала в Соединенные Штаты также сократился: было отмечено снижение на 9 % – до 252 млрд долл.

Приток инвестиций в развивающиеся страны в 2018 г. оставался стабильным, увеличившись на 2 %. В результате этого увеличения и аномального сокращения ПИИ в развитых странах доля развивающихся стран в глобальных ПИИ увеличилась до рекордных 54 %.

Приток ПИИ в Африку в этом же году увеличился на 11 % – до 46 млрд долл., несмотря на снижение инвестиций во многие крупные страны-получатели. Этому увеличению способствовали продолжающиеся инвестиции в освоение природных ресурсов, небольшой объем диверсифицированных инвестиций и оживление в Южной Африке, наметившееся после нескольких лет слабого притока капитала.

Приток инвестиций в развивающиеся страны Азии, крупнейший регион-получатель, увеличился на 4 %. Признаком дальнейшей активизации роста является удвоение стоимости новых инвестиционных проектов, где наметился подъем после паузы 2017 г.

ПИИ в странах Латинской Америки и Карибского бассейна снизились на 6 % по сравнению с 2017 г. Прямые иностранные инвестиции в этом регионе по-прежнему на 27 % ниже, чем на пике сырьевого бума.

Приток ПИИ в страны с переходной экономикой в 2018 г. продолжал снижаться, сократившись на 28 % – до 34 млрд долл. из-за уменьшения на 49 % инвестиций в Российскую Федерацию.

Долгосрочная динамика ПИИ начиная с 2008 г. остается достаточно вялой. Если исключить такие ситуативные факторы, как налоговые реформы, мегасделки и нестабильность финансовых потоков, то за последнее десятилетие среднегодовой рост ПИИ составлял лишь 1 % по сравнению с 8 % в 2000–2007 гг. и более 20 % до 2000 г. Это объясняется целым рядом факторов, включая снижение доходности прямых иностранных инвестиций, распространение таких форм инвестиций, которые не требуют вложений в дорогостоящие активы, и в целом менее благоприятный инвестиционный климат.

Вместе с тем в 2018 г. остановилось долгосрочное снижение инвестиций в новые производственные мощности в обрабатывающей промышленности, в результате чего стоимость объявленных проектов возросла на 35 % по сравнению с низким показателем 2017 г. Среди развивающихся стран, где капиталовложения в обрабатывающую промышленность имеют ключевое значение для промышленного развития, рост был в основном сосредоточен в Азии и стимулировался капиталоемкими проектами в отраслях по переработке природного сырья. Число государственных МНП стабилизировалось, и приобретение ими зарубежных активов замедлилось. Как и в 2017 г. в настоящее время в мире насчитывается около 1 500 государственных МНП.

Приток ПИИ в развивающиеся страны оставался стабильным, увеличившись на 2 % – до 706 млрд долл. В результате этого увеличения и аномального сокращения ПИИ в развитых странах доля развивающихся стран в глобальных ПИИ увеличилась до рекордных 54 %. Их представленность в перечне 20 крупнейших принимающих стран не претерпела изменений (рис. 69). Крупнейшим получателем ПИИ оставались Соединенные Штаты, за которыми следовали Китай, Гонконг (Китай) и Сингапур.

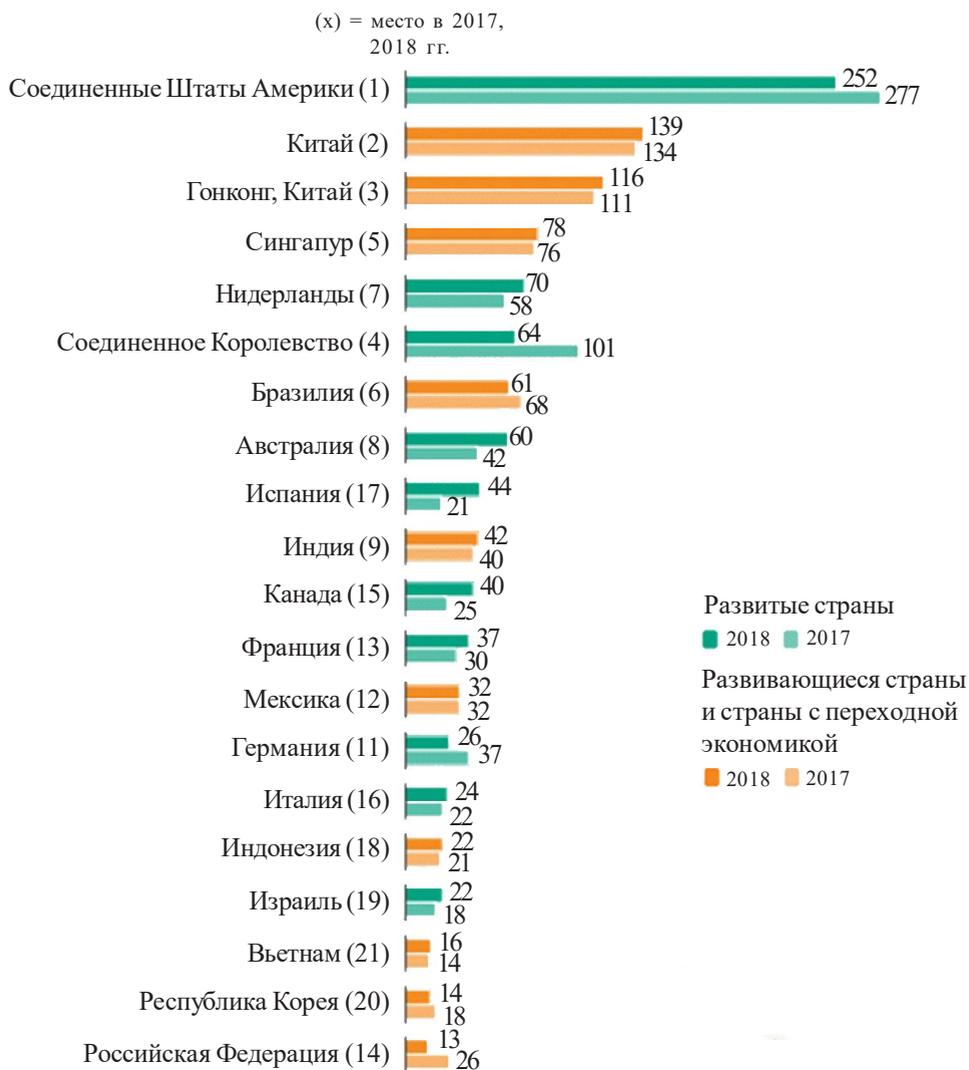


Рис. 69. Приток прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в 20 крупнейших получателей, 2017 и 2018 гг., млрд долл.¹³

¹³ См.: Доклад о мировых инвестициях 2019 г. [Электронный ресурс]. URL: https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2019_overview_ru.pdf (дата обращения: 06.07.2020).

Крупномасштабная репатриация средств американскими компаниями привела к отрицательному показателю вывоза ПИИ, в результате чего в 2018 г. Соединенные Штаты выпали из списка 20 крупнейших стран-инвесторов (рис. 70). В целом вывоз ПИИ из развитых стран упал на 40 % и составил 558 млрд долл. В результате их доля в общем объеме вывоза ПИИ сократилась до 55 % – самый низкий показатель за всю историю наблюдений. Тем не менее объем внешних инвестиций европейских компаний вырос на 11 % и составил 418 млрд долл. Третье место по объему вывоза ПИИ заняла Франция: в 2018 г. он составил более 100 млрд долл.

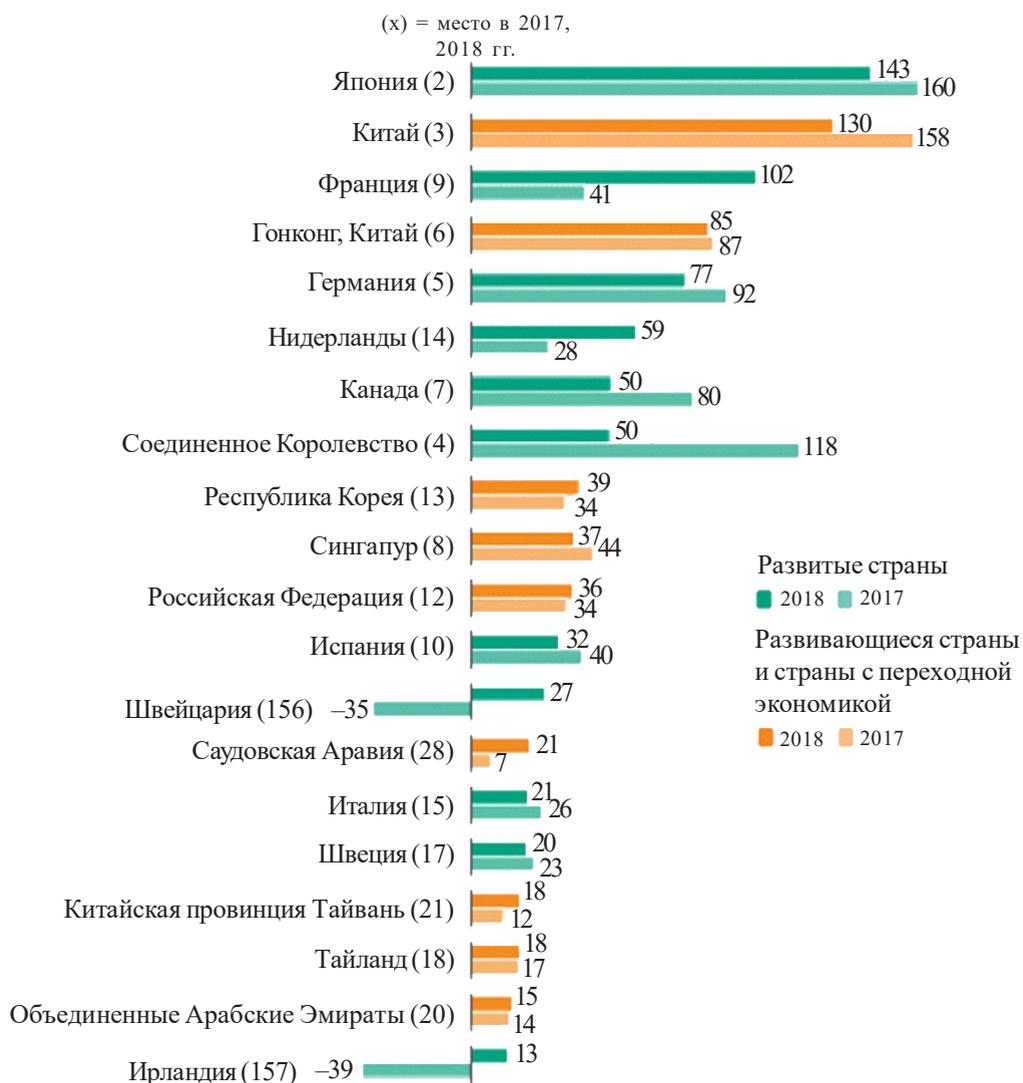


Рис. 70. Отток ПИИ из 20 крупнейших стран-инвесторов, 2017 и 2018 гг., млрд долл.¹⁴

¹⁴ См.: Доклад о мировых инвестициях 2019 г. [Электронный ресурс]. URL: https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2019_overview_ru.pdf (дата обращения: 06.07.2020).

Цели прямых инвестиций отличаются от целей портфельных инвестиций, при которых инвесторы обычно и не стремятся оказывать влияние на управление предприятием. Портфельные инвестиции – это вложения денежных средств с целью извлечения дохода и диверсификации рисков, а не получения права контроля над объектом инвестирования. Как правило, доход от портфельных инвестиций осуществляется в форме прироста рыночной стоимости инвестиционных объектов, дивидендов и процентов.

Количественные границы между прямыми и портфельными инвестициями довольно условны. Обычно предполагается, 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:

- они, как правило, имеют более долгосрочный и стабильный характер;
- сумма этих вложений обычно выше;
- инвестор подвергается более высокой степени долгосрочного риска;
- они дают инвестору право контролировать или участвовать в управлении объектом инвестирования.

Под прочими инвестициями понимаются торговые кредиты, банковские займы, финансовые лизинговые сделки, займы от МВФ и прочих международных организаций, краткосрочные депозиты, сделки с иностранной валютой. По сути, это финансовый или судный капитал.

9.4. Место и роль многонациональных предприятий в инвестиционной деятельности

Роль многонациональных предприятий (МНП)¹⁵ в мировой экономике продолжает расти, отражением чего также является тот факт, что они – ключевые субъекты, определяющие масштабы прямых зарубежных инвестиций в мировой экономике. В настоящий момент МНП приобретают все больший вес не только в мировой торговле, производстве, НИОКР, но и в политике. При этом российским компаниям следует предпринять активные действия для сокращения отставания от наиболее успешных многонациональных предприятий, чтобы занять достойное место в мировой экономике.

МНП – крупнейшие компании, национальные по капиталу, но превратившиеся на базе вывоза капитала в международные по сфере своей деятельности. Как пра-

¹⁵ Указанная форма ведения бизнеса в международном обороте была введена ЮНКТАД в 2015 г. До этого времени данная форма ведения бизнеса обозначалась как транснациональная корпорация (ТНК).

вило, за пределами основной страны они осуществляют существенную долю своих производственных операций. Во многом это связано с масштабированием процесса создания так называемых глобальных цепочек добавленной стоимости¹⁶.

МНП – это компании нового типа международных монополий, глобальные инвесторы, которые прочно зарекомендовали себя как ключевые агенты международного инвестирования и главными инициаторами международных трансфертов капитала, технологий и управленческого мастерства. Сделав упор на наукоемкой деятельности, ТНК являются основными создателями технологий и их глобальными распространителями. Более 1/3 финансируемых частным сектором НИОКР во всем мире приходится на МНП, входящие в список 100 крупнейших компаний. Больше всего на НИОКР тратят МНП в отраслях технологий, фармацевтики и автомобилестроения. Удельный вес НИОКР (по отношению к объему продаж) среди 100 крупнейших компаний в развивающихся странах значительно ниже. Объем международных инвестиций в новые проекты в сфере НИОКР высок и постоянно растет. Так, за последние пять лет МНП объявили о 5 300 научно-исследовательских проектах за пределами своих национальных рынков, что составляет более 6 % от всех заявленных новых инвестиционных проектов, причем в предыдущие пять лет этот показатель был ниже и составлял 4 000. На развивающиеся страны и страны с переходной экономикой приходится 45 % таких проектов. Большинство проектов ПИИ, связанных с НИОКР, осуществляются не в области фундаментальных исследований, а в таких сферах с относительно меньшей добавленной стоимостью, как проектирование, разработки и испытания¹⁷.

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. 71.

Деятельность многонациональных компаний считается одним из основных факторов формирования конкурентоспособности стран и реализации их конкурентных преимуществ на международных рынках. По последним данным в мире насчитывается 82 000 МНК, у которых 810 000 филиалов по всему миру. Больше всего МНК находится в США (18 %), Великобритании (15 %), Франции (15 %), Германии (13 %) и Японии (9 % от общего количества).

Продолжающийся рост международного производства в значительной степени связан с нематериальными активами. Рост не связанных с участием в капитале форм международного производства опережает рост ПИИ, о чем свидетельству-

¹⁶ Впервые термин «цепочка добавленной стоимости» был предложен в 1960–1970 гг. Этот вопрос подробно рассмотрен М. Портером в его работе «Конкурентное преимущество». Под такой цепочкой М. Портер понимал «совокупность различных видов деятельности компании, направленных на разработку, производство, маркетинг, доставку и обслуживание своих продуктов» (Портер М. Конкурентное преимущество: Как достичь высокого результата и обеспечить его устойчивость. М.: Альпина Паблишер, 2016. С. 73).

¹⁷ См.: Доклад о мировых инвестициях 2019 г. [Электронный ресурс]. URL: https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2019_overview_ru.pdf (дата обращения: 06.07.2020).

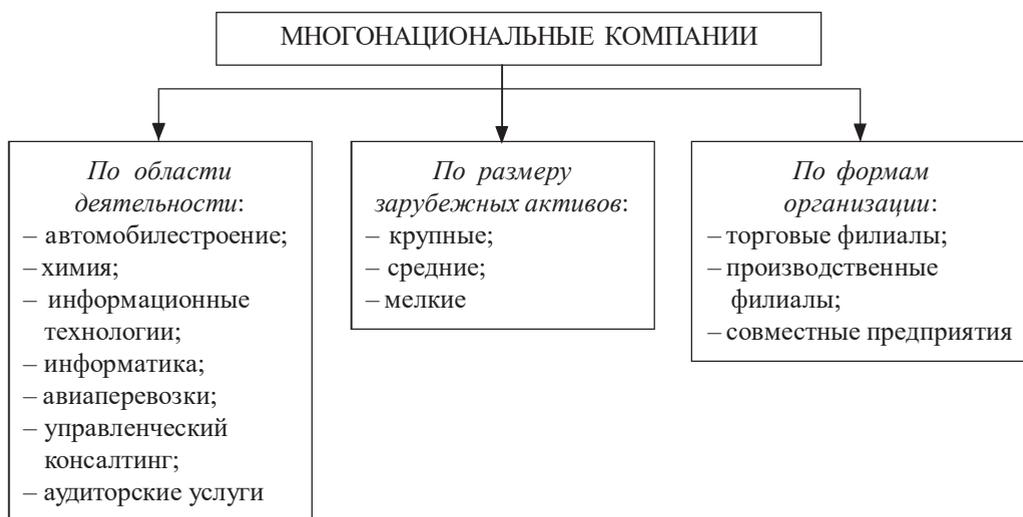


Рис. 71. Классификация многонациональных компаний

ют опережающие темпы роста доходов от патентных и лицензионных платежей и торговли услугами. По списку 100 крупнейших МНП за 2018 г. видно, что промышленные МНП теряют свои позиции, а некоторые даже выходят из этого списка.

В сравнении с периодом существования крупнейших мировых МНП/ТНК, российские корпорации появились на мировых рынках относительно недавно, после либерализации внешнеэкономической деятельности в 1990-х гг., когда многие ниши уже были заняты крупными международными компаниями из развитых стран. В настоящее время отечественным корпорациям еще предстоит предпринять активные действия для сокращения отставания от наиболее успешных МНК, чтобы занять достойное место в мировой экономике.

Небольшие МНК значительно чаще сотрудничают с местными предприятиями, чем мегакорпорации, которые предпочитают приобретать контрольные пакеты, полностью контролировать производственную деятельность или проводить инвестирование «с нуля». Недостатком малых МНК являются их ограниченные финансовые и управленческие возможности.

В современных условиях многонациональные корпорации планируют свою деятельность в мировом масштабе и в зависимости от изменения хозяйственной обстановки, социально-политического климата в странах или регионах, маневрируют производственными и финансовыми ресурсами, перенаправляя потоки капитала в зависимости от конъюнктуры мирового хозяйства. Больше 25 % мировой торговли представляют собой внутрифирменные поставки МНК, осуществляемые по трансфертным ценам (внутрифирменным).

МНК стремятся установить цены на таком уровне, который обеспечивал бы получение сверхприбыли и в то же время не создавал сильных стимулов для проникновения на рынок новых конкурентов, если не существует высоких технологических и организационных барьеров. Капитал МНК действует глобально за пре-

делами государств, широко используя сравнительные преимущества в размещении производительных сил.

Деятельность глобальных МНК, как экспортеров капитала, наглядно показывает направление происходящих сдвигов в отраслевой структуре его вывоза. Если в конце XIX – начале XX в., когда экспорт капитала только набирал силу, он направлялся главным образом в 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, а в 1970–1980-е гг. резко возросла доля вложений иностранного капитала в сферу услуг в широком смысле, которые растут опережающими темпами. И наконец, на рубеже веков и тысячелетий набирает силу международное инвестирование, в основном по линии МНК, в отрасль информационно-коммуникационных технологий – сектор, представляющий материальную основу информационного общества.

В настоящее время происходит формирование глобальных тенденций на инвестиционном рынке, в результате чего во многом меняются основные условия международной экономической деятельности. Суть этих глобальных тенденций в наиболее общем виде заключается в следующем:

- мировой объем ПИИ снижается третий год подряд;
- ПИИ в развитых странах снизились до самого низкого уровня за последние 15 лет и продолжают снижаться;
- число новых инвестиционных проектов в мире выросло, но этот рост неравномерный;
- государственные МНП замедлили свою международную экспансию;
- МНП вкладывают значительные средства в НИОКР;
- приток ПИИ в страны с переходной экономикой продолжает сокращаться;
- ПИИ в развитых странах резко снижаются;
- приток ПИИ в страны со структурно слабой экономикой остается неустойчивым;
- усиливаются ограничения и регулирование иностранных инвестиций в разных странах.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение иностранных инвестиций с финансовой и правовой точки зрения.
2. В чем заключается роль иностранных инвестиций в развивающейся экономике?
3. Укажите преимущества и недостатки иностранных инвестиций.
4. Перечислите виды инвестиционных режимов.
5. Если речь идет об инвестиционных режимах, то в чем заключаются отличия режима наибольшего благоприятствования от режима недискриминации?
6. По каким признакам классифицируют иностранные инвестиции?
7. Дайте определения прямым и портфельным инвестициям.
8. Что такое реинвестирование?
9. Перечислите способы осуществления прямых иностранных инвестиций.

10. Как описывает российское законодательство прямые иностранные инвестиции?
11. Что входит в понятие «международная инвестиционная позиция» (МИП)?
12. Какова роль прямых иностранных инвестиций для принимающих стран?
13. Что такое многонациональные предприятия и какова их роль в инвестиционной деятельности?
14. Как можно описать процедуру вывоза прямых иностранных инвестиций из страны?
15. Какая динамика в части вывоза прямых иностранных инвестиций наблюдается в России в последние годы? С чем это может быть связано?

Список рекомендуемой литературы

Инвестиции : учебник для бакалавров / [А. Ю. Андрианов и др.] ; отв. ред. : В. В. Ковалев, В. В. Иванов, В. А. Лялин. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : Проспект, 2014. – 584 с. – ISBN 978-5-392-12268-4.

Колмыкова Т. С. Инвестиционный анализ / Т. С. Колмыкова. – Москва : ИНФРА-М, 2013. – 204 с. – ISBN 978-5-16-009798-5.

Леонтьев В. Е. Инвестиции : учебник и практикум для академического бакалавриата / В. Е. Леонтьев, В. В. Бочаров, Н. П. Радковская. – Москва : Юрайт, 2017. – 455 с. – ISBN 978-5-9916-3888-3. – (Сер.: Бакалавр. Академический курс).

Инвестиции : учебник для студентов высших учебных заведений, обучающихся по направлению «Экономика» и специальностям «Финансы и кредит» и «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» / И. Я. Лукасевич. – Москва : Вузовский учебник ; ИНФРА-М, 2012. – 411 с. – ISBN 978-5-9558-0129-2.

Хазанович Э. С. Инвестиции : учебное пособие / Э. С. Хазанович. – Москва : КНОРУС, 2013. – 318 с. – ISBN 978-5-406-03134-6.

Инвестиции : учебник / Л. И. Юзвович, С. А. Дегтярева, Е. Г. Князева ; под ред. Л. И. Юзвович. – 2-е изд., испр. и доп. – Екатеринбург : Изд-во Урал. ун-та, 2016. – 610 с. – ISBN 978-5-7996-2452-1.

Иголина Л. Л. Инвестиции : учебное пособие / Л. Л. Иголина ; под ред. В. А. Слепова. – Москва : Юристъ, 2002. – 479 с. – ISBN 5-7975-0447-2 (в пер.).

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.

Федорова Е. А. Факторы, влияющие на приток иностранных инвестиций в регионы / Е. А. Федорова // Региональная экономика: теория и практика. – 2014. – № 43. – С. 51–62.

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.

Стародубцева Е. Б. Иностранные инвестиции в РФ в современных условиях / Е. Б. Стародубцева // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2014. – № 47. – С. 15–23.

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 мировой инвестиционный рынок структурируют по различным типам¹:

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 выпускать свои ценные долговые бумаги на крупных национальных рынках. 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 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 совершения операций, характер и степень регулирования сделок. В зависимости от этих критериев различают рынки национальные, иностранные и оффшорные.

В современных условиях мировой инвестиционный рынок подразделяется на различные сегменты мирохозяйственных связей. Остановимся на европейском, американском и азиатско-тихоокеанском рынках (рис. 72).

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; *Фабозци Ф. Ф.* Управление инвестициями / Ф. Ф. Фабозци при участии Т. Д. Коггина [и др.] ; пер. с англ. М. : ИНФРА-М, 2000.

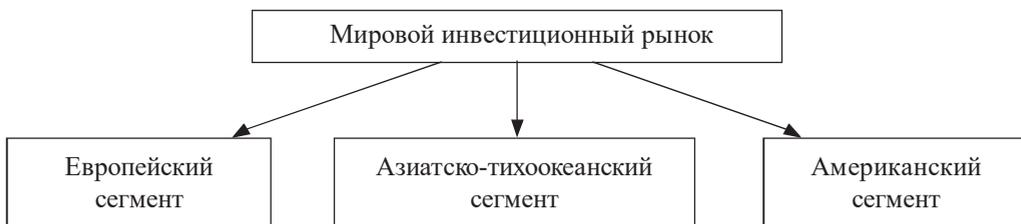


Рис. 72. Структура мирового инвестиционного рынка

Современная структура международного инвестиционного рынка предполагает перераспределение кредитных ресурсов между национальными экономика-ми, 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, являющихся 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. 73).

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. Обязательства 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).



Рис. 73. Классификация участников мирового инвестиционного рынка

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 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 (МБРР), Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР). 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 расширился, соответственно расширяются и дифференцируются сами инвестиционные портфели центральных банков.

Можно выделить две основные группы инвесторов: частные и институциональные².

В период становления еврорынка основными держателями еврооблигаций были частные инвесторы. Частные инвесторы, осуществляющие операции с ценными бумагами, представляют собой физических лиц, стремящихся 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.

² К институциональным инвесторам относятся банки, государственные учреждения, международные финансовые институты, пенсионные фонды, страховые фонды и компании, взаимные инвестиционные фонды, крупные корпорации.

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.

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, понимать и 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 с иностранными инвесторами. 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 сравнительные 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. Выделялся быстрый рост свободных экономических зон, в основном американских, который ускорил процесс либерализации экономики. Основным вклад зарубежных компаний был связан с передачей технологий. Участие Мексики в Североамериканской зоне свободной торговли стимулировало приток ПЗИ в экономику страны. Таким образом, американский сегмент международного финансового рынка отличается от европейского по следующим направлениям (табл. 46).

Т а б л и ц а 46

**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
3	Субсидирование	Европейская конкурентная политика способствовала снижению объемов государственной помощи национальным производств	Сохраняются национальные системы субсидирования отдельных видов производств

О к о н ч а н и е т а б л . 46

№ п/п	Направление деятельности	Европейский сегмент	Американский сегмент
		водителям, но объем субсидий остается большим. Осуществляется наднациональное субсидирование сельскохозяйственной продукции, вывозимой за пределы Евросоюза	
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

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 инвесторов. Однако биржевой спекулятивный бум 1990-х гг. 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 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, реализуя собственное видение 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, а 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 по национальным различиям в законодательстве компаний, бухгалтерской отчетности, взимании 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 капиталом 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 за год;
- 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 слияния 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 представлен странами Юго-Восточной Азии и Океании и был создан в 1989 г. 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 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, между Новой Зеландией и Сингапуром.

Существенный элемент Азиатско-тихоокеанского экономического сообщества – это использование принципа недискриминации в рамках режима наибольшего благоприятствования и национального режима. Недискриминация предполагает немедленное или в течение определенного времени введения 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:

- права на создание;
- порядка перевода прибыли;
- требований к найму персонала;
- системы налогообложения;

- гарантий инвесторам и порядка разрешения споров;
- предоставления инвестиционных стимулов;
- порядка 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 из них – это страны АТС, инвесторами АТС осуществляется глобальная инвестиционная стратегия, занимающая 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. 74.

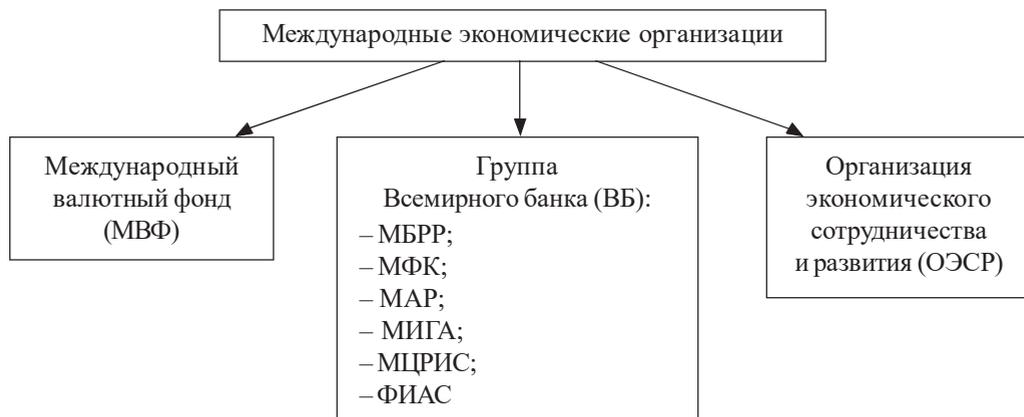


Рис. 74. Международные экономические организации в системе инвестиционного регулирования

Международный валютный фонд (МВФ)

Является международной валютно-финансовой организацией, предназначенной для регулирования валютно-кредитных отношений между государствами-членами и оказания им финансовой помощи при валютных затруднениях, вызываемых дефицитом платежного баланса, путем предоставления краткосрочных и среднесрочных кредитов в иностранной валюте. Имеет статус специализированного учреждения ООН. МВФ был учрежден на Международной валютно-финансовой конференции ООН в 1944 г. (в Бреттон-Вудсе – США). Начал функционировать в мае 1946 г., к финансовым операциям приступил с 10 марта 1947 г. Место пребывания 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 СДР, 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 страны должны руководствоваться при проведении политики в области валютного курса 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 странам-участницам 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. 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).

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, *Foreign Investment Advisory – FIAS*).

Международный банк реконструкции и развития (МБРР) – головная структура группы Всемирного банка. Учрежден одновременно с Международным валютным фондом на основе Бреттон-вудских соглашений в июле 1944 г. Деятельность начал с июня 1946 г. Вступление в МВФ является непременным условием членства в МБРР. Основная задача МБРР при создании 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, производят общую стратегическую линию. Однако учет финансовой деятельности этих институтов ведется раздельно. МАР, в отличие от МБРР, не привлекает ресурсы с 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 долларов.

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 отличительные от МБРР функции, то в юридическом и финансовом отношении МФК – самостоятельная организация.

Многостороннее агентство по инвестиционным гарантиям (МИГА)

МИГА (МАГИ) создано в 1988 г. на основе Сеульской конвенции 1985 г.

Основные направления деятельности:

- страхование зарубежных инвестиций от некоммерческих рисков в странах с повышенным уровнем риска;

- техническое содействие в стимулировании привлечения зарубежных инвестиций в развивающиеся страны и страны с переходной экономикой;
- 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 ВБ и носит автономный характер.

Основные направления деятельности:

- центр 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. Всемирным 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, защите 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)

Организация экономического сотрудничества и развития объединяет достаточно богатые страны. Одним из ее направлений деятельности 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. Исключением 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 : учебное пособие / А. Г. Ивасенко, Я. И. Никонова. – 2-е изд., стереотип. – Москва : КноРус, 2011. – 272 с. – ISBN 978-5-406-05565-6.
- Заякина И. А.* Иностранные инвестиции : учебное пособие / И. А. Заякина [и др.]. – Старый Оскол : ТНТ, 2009. – 287 с. – ISBN 978-5-94178-202-4 (в пер.).
- Косинцев А. П.* Иностранные инвестиции : учебное пособие / [А. П. Косинцев и др.]; под ред. А. П. Косинцева. – Москва : КноРус, 2014. – 210 с. – ISBN 978-5-406-00911-6.
- Корда Н. И.* Иностранные инвестиции : учебное пособие / Н. И. Корда, Л. В. Брянцева, А. Э. Ахмедов. – Москва : КноРус, 2016. – 120 с. – ISBN 978-5-406-04827-6.
- Костюнина Г. М.* Иностранные инвестиции (вопросы теории и практики зарубежных стран) : учебное пособие / Г. М. Костюнина. – Москва : Инфра-М, 2014. – 304 с. – ISBN 978-5-16-006950-0.
- Леонова Ю. Ю.* Региональные интересы и факторы инвестиционной активности зарубежных компаний в России : монография / Ю. Ю. Леонова. – Москва : ЛЕНАНД, 2015. – 195 с.
- Орлова Е. Р.* Иностранные инвестиции в России : учебное пособие / Е. Р. Орлова, О. М. Зарянкина. – Москва : Омега-Л, 2009. – 201 с. – ISBN 978-5-370-00884-9.
- Подшиваленко Г. П.* Иностранные инвестиции : курс лекций / Г. П. Подшиваленко. – Москва : КноРус, 2015. – 120 с. – ISBN 978-5-406-04045-4.
- Хазанович Э. С.* Иностранные инвестиции : учебное пособие / Э. С. Хазанович. – 3-е изд., перераб. – Москва : КноРус, 2013. – 312 с. – ISBN 978-5-406-02052-4.

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 финансирования для перспективных коммерческих, социальных и инфраструктурных проектов.

Активные инвестиции – 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.

Акционерный инвестиционный фонд – акционерное общество, исключительным предметом деятельности которого является инвестирование имущества в ценные бумаги и иные объекты, предусмотренные законом, и фирменное наименование которого содержит слова «акционерный инвестиционный фонд» или «инвестиционный фонд».

Акционерный инвестиционный фонд (АИФ) является довольно популярным среди инвесторов, а 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 права 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 заключения контракта.

Венчурные инвестиции – 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) представляет собой уровень доходности средств, направленных на цели инвестирования, а также по своей природе близка к различным процентным ставкам.

Заемные источники финансирования инвестиций – средства других юридических и физических лиц, временно привлекаемых 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 также называют статистической неопределенностью. Оценка измеримой неопределенности позволяет предусмотреть мас-

штаб негативных последствий для инвестиционного проекта и оценить затраты на их предотвращение.

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 иного полезного эффекта.

Инвестиции портфельные – это вложение капитала в приобретение ценных бумаг.

Инвестиции прямые – вложение капитала в новое строительство или расширение, перевооружение действующих предприятий.

Инвестиционная деятельность – вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

Инвестиционная платформа – информационная система в информационно-телекоммуникационной сети Интернет, используемая для заключения с помощью информационных технологий и технических средств этой информационной системы договоров инвестирования, доступ к которой предоставляется оператором инвестиционной платформы.

Инвестиционная политика государства – это совокупность мероприятий, проводимых государством по управлению инвестиционной деятельностью с целью создания оптимальных условий для активизации инвестиционного процесса.

Инвестиционная система – совокупность конкретных финансовых органов, инвестиционных институтов и фондов, призванных на практике осуществлять реализацию государственной инвестиционной политики.

Инвестиционное предложение – это предложение лица, привлекающего инвестиции, заключить с ним договор инвестирования.

Инвестиционный омбудсмен – 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 проект – обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления прямой иностранной инвестиции, включающее проектно-сметную документацию, которая разработана в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Инвестиционный риск – это вероятность недополучить запланированную прибыль в ходе реализации инвестиционного проекта.

Инвестиционный фонд – организация, выпускающая акции с целью мобилизации денежных средств инвесторов и их вложения от имени фонда в ценные бумаги, а также на банковские счета и во вклады, 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 за счет изменения текущей цены акций фонда.

Инвестиционный фонд России – это государственный фонд для финансирования 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.

Инвестиционные компании – финансово-кредитные организации, занимающиеся привлечением средств инвесторов.

Инвестор – физическое или юридическое лицо, осуществляющее вложение собственных, заемных или иных привлеченных средств в инвестиции с целью получения прибыли.

Иностранная инвестиция – вложение иностранного капитала, осуществляемое иностранным инвестором непосредственно и самостоятельно, в объект предпринимательской деятельности на территории Российской Федерации в виде объектов гражданских прав, принадлежащих иностранному инвестору, если такие объекты гражданских прав не изъяты из оборота или не ограничены в обороте в Российской Федерации в соответствии с федеральными законами, в том числе денег, ценных бумаг (в иностранной валюте и валюте Российской Федерации), иного имущества, имущественных прав, имеющих денежную оценку исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности (интеллектуальную собственность), а также услуг и информации.

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.

Инфляционный риск – риск, вызванный непредвиденным ростом издержек производства, связанный с инфляционными процессами.

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.

Истинный лизинг направлен на оптимизацию налоговых платежей:

– *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 – денежные средства, которые могут использоваться в качестве инвестиционных ресурсов.

Капитальные вложения – это инвестиции в основной капитал (основные средства), в том числе затраты на новое строительство, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательские работы и другие затраты.

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.

Консультативный совет по иностранным инвестициям образован для содействия привлечению иностранных инвестиций в экономику России, а также выработки решений по улучшению инвестиционного климата.

Концессия – 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 неплаты 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 – 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 – механизмы привлечения инвестиционных ресурсов с целью финансирования инвестиционного процесса.

Мировой инвестиционный рынок представляет собой 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.

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.

Оффшорные зоны (означает «вне берега») – финансовые центры, привлекающие иностранный капитал путем предоставления специальных налоговых и других льгот иностранным компаниям, зарегистрированным в стране расположения центра оффшора.

Оценка уровня риска инвестиций – это определение количественным или качественным способом степени рисков, характерной для конкретного проекта.

Паевой инвестиционный фонд – обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компанией учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией.

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* – купить пай или забрать деньги можно в любой момент. Средства пайщиков инвестируются в высоколиквидные активы;

– *интервальный* – открыт для операций в определенное время (один раз в квартал (чаще всего) или год);

– *закрытый* – принимает средства на длительный период (3–15 лет), т. е. 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);

– *биржевой* – 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, т. е. операции по акциям могут совершаться в течение всего торгового дня, а их цена меняется в зависимости от активности на рынке.

Пассивные инвестиции – 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.

Полная неопределенность возникает, когда невозможно установить все факторы, которые могут повлиять на результат инвестирования, и их взаимодействия, а следовательно, нельзя оценить масштаб негативных последствий.

Приоритетный инвестиционный проект – это инвестиционный проект, суммарный объем иностранных инвестиций в котором составляет не менее 1 млрд руб. (не менее эквивалентной суммы в иностранной валюте по курсу Центрального банка Российской Федерации на день вступления в силу настоящего Федерального закона), или инвестиционный проект, в котором минимальная доля (вклад) иностранных инвесторов в уставном (складочном) капитале коммерческой организации с иностранными инвестициями составляет

не менее 100 млн руб. (не менее эквивалентной суммы в иностранной валюте по курсу Центрального банка Российской Федерации на день вступления в силу настоящего Федерального закона), включенные в перечень, утверждаемый Правительством Российской Федерации.

Предсказуемая неопределенность не имеет количественных характеристик, 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 по ценным бумагам.

Прямая иностранная инвестиция – приобретение иностранным инвестором не менее 10 % доли, долей (вклада) в уставном (складочном) капитале коммерческой организации, созданной или вновь создаваемой на территории Российской Федерации в форме хозяйственного товарищества или общества в соответствии с гражданским законодательством Российской Федерации; вложение капитала в основные фонды филиала иностранного юридического лица, создаваемого на территории Российской Федерации; осуществление на территории Российской Федерации иностранным инвестором как арендодателем финансовой аренды (лизинга) оборудования, указанного в разделах XVI и XVII единой Товарной номенклатуры внешнеэкономической деятельности Таможенного союза в рамках ЕвразЭС (далее – Таможенный союз), таможенной стоимостью не менее 1 млн руб.

Реальные инвестиции – это вложение капитала частных фирм или государства в производство продукции, предполагающее образование реального капитала (здания, сооружения, товарно-материальные запасы и др.)

Реинвестирование – осуществление капитальных вложений в объекты предпринимательской деятельности на территории Российской Федерации за счет доходов или прибыли иностранного инвестора или коммерческой организации с иностранными инвестициями, которые получены ими от иностранных инвестиций.

Реинвестирование – это капиталовложения в объекты предпринимательской деятельности, финансируемые за счет доходов или прибыли иностранного инвестора, которые получены на территории принимающей страны.

Рентабельность инвестиций (PI) – показатель, позволяющий определить, в какой мере возрастет стоимость фирмы в расчете на 1 руб. инвестиций.

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.

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.

Риск упущенной выгоды – риск наступления косвенного финансового ущерба в результате неосуществления какого-либо мероприятия.

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 их 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.

Срок окупаемости инвестиционного проекта – срок со дня начала финансирования инвестиционного проекта с использованием прямой иностранной инвестиции до дня, когда разность между накопленной суммой чистой прибыли с амортизационными отчислениями и объемом инвестиционных затрат коммерческой организации с иностранными инвестициями, или филиала иностранного юридического лица, или арендодателя по договору финансовой аренды (лизинга) приобретет положительное значение.

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 – распределение и соотношение инвестиций по формам собственности в их общей сумме.

Структура иностранных инвестиций – 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 и соотношение по отраслям промышленности и народного

хозяйства в целом. *Под территориальной (региональной) структурой инвестиций* понимается их распределение и соотношение по отдельным субъектам Российской Федерации.

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

Структура финансовых вложений – соотношение инвестиций в акции, облигации, другие ценные бумаги, а также в активы других предприятий в их общей величине.

Транснациональные компании (ТНК) – это компании нового типа международных монополий, глобальные инвесторы, прочно зарекомендовавшие себя как ключевые агенты международного инвестирования и главные инициаторы международных трансфертов капитала, технологий и управленческого мастерства.

Финансовые инвестиции – 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.

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 – лицо, страхующее курсовые (ценовые) риски, риски трансфертов, присущие финансовым инструментам, свои активы или конкретные сделки на рынке спот.

Хеджирование – операция страхования от риска изменения цен путем занятия на параллельном рынке противоположной позиции.

Чистая текущая стоимость (NPV) – разница между суммой денежных поступлений от реализации проекта, приведенных к нулевому моменту времени, и суммой дисконтированных выплат, необходимых для реализации этого проекта.

ТИПОВЫЕ ЗАДАЧИ И ПРАКТИЧЕСКИЕ КЕЙСЫ

Типовые задачи

Задача 1

Имеются два инвестиционных проекта А и Б. Пусть для проекта А ставка дисконта составляет r_a , а для проекта В – r_b . Известно, что $r_a = 2 r_b$. Если компания объединит эти два проекта, то NPV совместного проекта составит величину:

А) $NPV(A+B) = NPV(A) + 2NPV(B)$;

Б) $NPV(A+B) = 2NPV(A) + NPV(B)$;

В) $NPV(A+B) = NPV(A) + NPV(B)$;

Г) $NPV(A+B) = NPV(A) + 0,5NPV(B)$.

Задача 2

Используя расчеты критериев оценки инвестиций для принятия банком решения о предоставлении долгосрочного кредита под реальный инвестиционный проект. Оценить целесообразность приобретения за счет заемных средств технологической линии стоимостью 10 млн руб. и сроком эксплуатации 10 лет. При этом срок окупаемости 5 лет, цена капитала составляет 14 %, ставка налога на прибыль 20 %. Исходные данные по оценке кредитоспособности долгосрочного заемщика следующие:

№ п/п	Прогнозный показатель	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год
1	Выручка от реализации продукции	6 800	7 400	8 200	8 000	5 000
2	Текущие расходы	3 400	3 502	3 607	3 715	3 827
3	Амортизация (10 млн руб./10 лет)	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
4	Налогооблагаемая прибыль					
5	Налог на прибыль					
6	Чистый денежный поток					

Определить:

1) недостающие показатели в таблице для оценки эффективности инвестиционного проекта;

2) чистую текущую стоимость проекта (NPV), рентабельность инвестиций (PI), внутреннюю норму прибыли (IRR), срок окупаемости простой (PR) и дисконтированный (DPR).

Сделать выводы о целесообразности выдачи долгосрочного кредита/отклонении кредита на основе произведенных расчетов.

Задача 3

Сравнить эффективность финансирования актива при следующих условиях:

Стоимость актива – 60 тыс. долл.

Срок эксплуатации – 5 лет.

Авансовый лизинговый платеж предусмотрен в сумме 5 % и составляет 3 тыс. долл.

Регулярный лизинговый платеж предусмотрен в сумме 20 тыс. долл. в год.

Ликвидационная стоимость актива после предусмотренного срока его использования прогнозируется в сумме 10 тыс. долл.

Ставка налога на прибыль – 20 %.

Средняя ставка процента по долгосрочному банковскому кредиту в долларах составляет 9 %.

Задача 4

Осуществляется оценка акций фирмы. В настоящее время обыкновенные акции компании стоят 40 долл., прогнозируется, что за два года их цена вырастет до 50 долл. Кроме того, предполагается, что в конце двух следующих лет будет выплачено по 2 долл. дивидендов. Требуемая доходность составляет 14 %.

Определить:

- 1) внутреннюю стоимость акции;
- 2) приблизительную доходность акции;
- 3) является ли акция привлекательной формой вложения.

Сделать выводы.

Задача 5

Доходность годовой казначейской бескупонной облигации 9,1 %. Доходность двухгодичной казначейской бескупонной облигации 17,4 %.

А) Определите подлинную стоимость корпоративной облигации со сроком погашения 2 года, номиналом 1 000 и 5 % ставкой годового купонного дохода.

Б) Объясните стратегию инвестирования в подобные облигации, если их рыночный курс 900 руб.

Задача 6

А) Ставка спот на один год составляет 10 %, на два – 11 %, купонная облигация, до погашения которой остается три года, продается по цене 916 руб., номинал облигации 1 000 руб., купон – 8 % и выплачивается один раз в год. Необходимо определить теоретическую ставку спот для трех лет.

Б) Ставка спот на один год составляет 10 %, на два – 11 %. Определить форвардную ставку для второго года (т. е. ставку спот, которая будет на рынке через год для облигации с нулевым купоном, выпущенной на год).

Задача 7

Вы получили следующую информацию об облигациях:

Облигация	Номинал	Купонная ставка	Срок погашения	Цена
А	\$ 100	Нет	1 год	\$ 94,34
В	\$ 100	10 %	2 года	\$ 103,74
С	\$ 100	9 %	3 года	\$ 93,8

А) Предполагая, что купонные выплаты делаются раз в год, определите ставки спот для всех облигаций и форвардные ставки.

Б) Предположим, что правительство решило выпустить купонную трехлетнюю облигацию номиналом \$ 100. Каков должен быть купон для того, чтобы облигация была распродана по номиналу.

В) Один ваш клиент заинтересован в покупке трехлетней бескупонной облигации номиналом \$ 50. Определите Ваши действия, если Вы хотите продать такую облигацию, но не хотите брать на себя риск изменения процентных ставок.

Задача 8

На рынке торгуются 2 шестилетние купонные облигации: 1-я с купоном 6 % и дисконтом 5 %, 2-я с купоном 10 % и премией 5 %. Определите 6-летнюю процентную ставку.

Задача 9

Допустим, Вы купили по номинальной стоимости корпоративную облигацию со сроком до погашения 10 лет, номиналом \$ 1 000 и ставкой купона 8 %, который выплачивается один раз в год. Сразу же после проведения этой операции рыночные ставки возросли до 10 %. Определите реализованную Вами доходность, если Вы продали эту облигацию через 3 года.

Задача 10

Предположим, что 1-летние облигации с нулевым купонным доходом торгуются по цене £ 877,19 и 2-летние облигации с нулевым купонным доходом торгуются по цене £ 797,19. Обе облигации имеют номинал £ 1000. Вы способны купить оба типа.

Предположим, что новый проект, который начнется через год, потребует от Вас капитала в размере £ 23 000. После обсуждения банк предлагает предоставить кредит на проект в 12 мес. с погашением в течение 24 мес. По ставке 15 %. Объясните, должны ли Вы принять предложение банка, если нет, то объясните, как Вы можете профинансировать проект.

Задача 11

Имеются сведения об обращении двух облигаций из единого пула эмиссии, срок обращения которых одинаковый, но при обращении на рынке на них сформировалась разная цена и доходность – одна облигация \$ 87,44 и доходность 8,77 %, вторая облигация \$ 100,71 соответственно и доходность по ней 8,78 %.

Пояснить, как две облигации с равными характеристиками и сроком погашения имеют разную доходность? Что изменится, если спот-ставки будут в диапазоне от 6 % до 9 %.

Практические кейсы

Кейс 1

Оценить финансовую реализуемость инвестиционного проекта.

Описание кейса: компания «Z+++» планирует реализовать инвестиционный проект по модернизации производства. Проект предполагается частично осуществить за счет собственных средств, частично – за счет заемных денежных средств. Кроме того, после завершения проекта акционерам планируется выплатить дивиденды. В представленных таблицах указаны величины элементов денежных потоков (в условных единицах), генерируемых в рамках инвестиционного проекта. На первом этапе необходимо рассчитать сальдо денежного потока от операционной (производственной), инвестиционной и финансовой

деятельности и указать соответствующие значения в таблицах. На втором этапе следует рассчитать финансовую реализуемость инвестиционного проекта. В завершении – сделать выводы о финансовой реализуемости проекта и предложить мероприятия, позволяющие влиять на финансовую реализуемость проекта и компании «Z+++».

1. Расчет сальдо денежного потока от операционной (производственной) деятельности.

№ п/п	Наименование показателя	Номер шага расчета					
		шаг 0	шаг 1	шаг 2	шаг 3	шаг 4	шаг 5
1	Выручка от реализации продукции	0	0	430	467	514	550
2	Внереализационные доходы	0	0	16	16	16	16
3	Себестоимость продукции	0	0	318	336	362	385
4	Амортизация	0	0	65	65	65	65
5	Прибыль до вычета налогов	0	0	?	?	?	?
6	Налог на прибыль 20 %	0	0	?	?	?	?
7	Сальдо денежного потока	0	0	?	?	?	?

2. Расчет сальдо денежного потока от инвестиционной деятельности.

№ п/п	Наименование показателя	Номер шага расчета					
		шаг 0	шаг 1	шаг 2	шаг 3	шаг 4	шаг 5
1	Капитальные вложения	245	0	0	0	0	0
2	Прирост потребности в оборотном капитале	22	0	0	0	0	0
3	Сальдо денежного потока от инвестиционной деятельности	?	0	0	0	0	0

3. Расчет сальдо денежного потока от финансовой деятельности.

№ п/п	Наименование показателя	Номер шага расчета					
		шаг 0	шаг 1	шаг 2	шаг 3	шаг 4	шаг 5
1	Собственный капитал	8 000	0	0	0	0	0
2	Долгосрочные кредиты	2 100	0	0	0	0	0
3	Погашение задолженности по кредитам	0	0	0	0	3 075	0

О к о н ч а н и е т а б л и ц ы

№ п/п	Наименование показателя	Номер шага расчета					
		шаг 0	шаг 1	шаг 2	шаг 3	шаг 4	шаг 5
4	Выплата дивидендов	0	0	0	0	0	10 000
5	Сальдо денежного потока от финансовой деятельности	?	0	0	0	?	?

4. Расчет денежных потоков на каждом шаге.

№ п/п	Наименование показателя	Номер шага расчета					
		шаг 0	шаг 1	шаг 2	шаг 3	шаг 4	шаг 5
1	Сальдо денежного потока от операционной (производственной) деятельности	?	?	?	?	?	?
2	Сальдо денежного потока от инвестиционной деятельности	?	?	?	?	?	?
3	Сальдо денежного потока от финансовой деятельности	?	?	?	?	?	?
4	Итоговое сальдо	?	?	?	?	?	?

5. Расчет сальдо накопленных денег на каждом шаге расчета и формулировка выводов о финансовой реализуемости проекта.

Кейс 2

Имеются два альтернативных инвестиционных проекта А и В, сальдо денежных потоков по которым заданы в таблице:

Проект	C_0	C_1	C_2
А	-100	+60	+72
В	-700	+220	+605

А) Какой из этих проектов предпочтительней, если проводить оценку по правилу IRR?

Б) При каких величинах ставок дисконтирования проект В предпочтительней проекта А, если учесть, что данные проекты альтернативные?

Кейс 3

Имеются следующие проекты:

Проект	C_0	C_1	C_2	C_3	PV	PI
А	-40	+25	+25	+20		
В	-50	+30	+20	+40		
С	-60	+40	+10	+50		

Если ставка дисконтирования $r = 12\%$, то какой инвестиционный проект предпочтительней с точки зрения индекса рентабельности инвестиций?

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1

**Прямые иностранные инвестиции в экономику России
по основным странам-инвесторам
(сальдо операций платежного баланса Российской Федерации, млн долларов США)¹**

Показатели	2015	2016	2017	2018
Прямые иностранные инвестиции – всего	6 853	32 539	28 557	8 785
из них из стран:				
Нидерланды	–246	165	–1 427	7 846
Соединенное Королевство (Великобритания)	1 112	478	2 076	2 522
Швейцария	203	1 842	1 511	1 690
Сингапур	185	16 274	2 703	1 587
Виргинские острова (Британия)	2 374	1 010	–827	1 223
Багамы	5 108	5 802	6 211	1 009
Австрия	407	1 071	–174	884
Бермуды	2 239	2 551	1 256	843
Джерси	2 122	608	832	598
Финляндия	–272	253	50	582
Италия	56	133	30	579
Соединенные Штаты Америки	209	402	495	376
Швеция	122	530	20	372
Япония	447	140	83	345
Германия	1 483	224	470	341
Объединенные Арабские Эмираты	28	82	94	324
Венгрия	–452	362	184	259
Казахстан	433	350	205	159
Гонконг	136	–30	573	135
Лихтенштейн	18	17	45	127

¹ Федеральная служба государственной статистики : [офиц. сайт]. URL: <https://www.gks.ru/folder/210/document/12993> (дата обращения: 03.08.2020).

Приложение 2

Инвестиции в основной капитал по видам экономической деятельности²

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019
Миллиардов рублей (в фактически действовавших ценах)					
Инвестиции в основной капитал – всего	13 897,2	14 748,9	16 027,3	17 782,0	19 318,8
из них:					
сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	518,8	623,4	705,5	781,5	838,8
из них:					
растениеводство и животноводство, охота и предоставление соответствующих услуг в этих областях	483,6	582,6	651,4	707,3	746,6
лесоводство и лесозаготовки	20,8	20,7	25,4	37,4	45,6
рыболовство и рыбоводство	14,4	20,1	28,7	36,8	46,6
добыча полезных ископаемых	2 385,3	2 710,4	3 023,2	3 225,8	3 282,0
из нее:					
добыча угля	80,5	98,6	139,9	167,8	211,8
добыча сырой нефти и природного газа	1 582,7	1 597,7	1 807,1	1 856,8	2 067,7
добыча металлических руд	158,4	159,1	187,1	266,7	289,0
добыча прочих полезных ископаемых	57,6	58,1	63,2	69,3	80,8
обрабатывающие производства	2 167,6	2 103,3	2 296,5	2 513,2	2 798,3
из них:					
производство пищевых продуктов	199,8	193,0	237,1	260,0	296,0

² Федеральная служба государственной статистики : [официальный сайт]. URL: <https://www.gks.ru/folder/210/document/12993> (дата обращения: 03.08.2020).

Продолжение прил. 2

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019
производство напитков	34,3	34,9	36,5	44,9	44,3
производство табачных изделий	13,0	15,6	14,4	17,9	19,8
производство текстильных изделий	6,9	6,9	10,0	10,6	11,9
производство одежды	4,9	3,6	4,4	4,5	5,7
производство кожи и изделий из кожи	6,0	3,6	3,9	4,8	3,6
обработка древесины и производство изделий из дерева и пробки, кроме мебели, производство изделий из соломки и материалов для плетения	58,1	66,0	71,6	69,4	70,3
производство бумаги и бумажных изделий	39,9	51,7	69,5	92,5	106,9
деятельность полиграфическая и копирование носителей информации	10,4	13,2	12,9	12,2	12,3
производство кокса и нефтепродуктов	478,3	385,8	447,1	408,3	560,1
производство химических веществ и химических продуктов	312,6	367,8	424,8	484,6	471,7
производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях	35,0	28,6	35,5	40,8	50,4
производство резиновых и пластмассовых изделий	53,8	40,3	47,4	58,8	57,8
производство прочей неметаллической минеральной продукции	104,1	79,9	69,5	98,5	98,3
производство металлургическое	229,7	269,2	285,7	305,4	350,5

Продолжение прил. 2

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019
производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования	46,2	48,9	95,8	109,6	115,2
производство компьютеров, электронных и оптических изделий	73,9	61,7	65,9	64,3	64,0
производство электрического оборудования	32,7	29,7	40,4	43,3	42,8
производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки	82,1	63,0	65,7	67,2	71,6
производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов	118,2	96,7	82,3	108,4	111,9
производство прочих транспортных средств и оборудования	98,6	110,3	127,8	155,4	174,5
производство мебели	8,9	18,0	11,8	13,8	16,2
производство прочих готовых изделий	9,9	8,7	10,2	11,6	14,7
обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха	917,9	866,0	943,7	1 013,0	1 054,2
водоснабжение, водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений	128,7	148,0	147,7	160,8	192,8
строительство	401,2	443,7	511,5	638,4	653,7
торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов	542,7	637,0	647,2	784,1	786,2

Продолжение прил. 2

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019
в том числе торговля оптовая и розничная автотранспортными средствами и мотоциклами и их ремонт	38,6	45,0	51,0	79,1	84,1
торговля оптовая, кроме оптовой торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	201,6	272,4	268,8	349,4	394,8
торговля розничная, кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	302,5	319,6	327,4	355,5	307,3
транспортировка и хранение	2 146,5	2 424,1	2 659,4	3 083,0	3 263,1
деятельность гостиниц и предприятий общественного питания	92,1	93,9	86,7	124,0	112,9
деятельность в области информации и связи	422,7	459,7	478,4	626,6	791,8
из нее:					
деятельность издательская	1,6	1,4	1,5	2,2	2,3
деятельность в сфере телекоммуникаций	352,4	389,0	369,2	446,7	570,8
деятельность в области информационных технологий	13,3	14,5	25,5	43,6	61,2
деятельность финансовая и страховая	195,4	212,6	324,9	379,8	414,3
деятельность по операциям с недвижимым имуществом	2 572,3	2 604,3	2 627,9	2 714,3	2 921,5
деятельность профессиональная, научная и техническая	475,7	465,7	494,6	555,3	690,0
из нее:					
научные исследования и разработки	184,5	174,7	165,3	176,7	196,8

Продолжение прил. 2

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019
деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги	79,7	90,9	117,8	177,7	328,3
государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение	233,7	271,4	285,3	270,9	294,3
образование	241,0	210,5	225,3	268,8	352,2
деятельность в области здравоохранения и социальных услуг	179,6	186,7	198,8	232,3	297,9
деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений	182,0	184,1	239,8	218,2	225,9
предоставление прочих видов услуг	14,2	13,1	13,1	14,2	20,6
В процентах к итогу					
Инвестиции в основной капитал – всего	100	100	100	100	100
из них:					
сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	3,7	4,2	4,4	4,4	4,3
из них:					
растениеводство и животноводство, охота и предоставление соответствующих услуг в этих областях	3,5	4,0	4,1	4,0	3,9
лесоводство и лесозаготовки	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
рыболовство и рыбоводство	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
добыча полезных ископаемых	17,2	18,4	19,0	18,1	17,0

Продолжение прил. 2

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019
из нее: добыча угля	0,6	0,7	0,9	0,9	1,1
добыча сырой нефти и природного газа	11,4	10,8	11,3	10,4	10,7
добыча металлических руд	1,1	1,1	1,2	1,5	1,5
добыча прочих полезных ископаемых	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
обрабатывающие производства	15,6	14,3	14,3	14,1	14,5
из них:					
производство пищевых продуктов	1,4	1,3	1,5	1,5	1,5
производство напитков	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
производство табачных изделий	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
производство текстильных изделий	0,05	0,05	0,1	0,1	0,1
производство одежды	0,04	0,02	0,03	0,02	0,03
производство кожи и изделий из кожи	0,04	0,02	0,02	0,03	0,02
обработка древесины и производство изделий из дерева и пробки, кроме мебели, производство изделий из соломки и материалов для плетения	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
производство бумаги и бумажных изделий	0,3	0,4	0,4	0,4	0,6
деятельность полиграфическая и копирование носителей информации	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
производство кокса и нефтепродуктов	3,4	2,6	2,8	2,3	2,9

Продолжение прил. 2

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019
производство химических веществ и химических продуктов	2,2	2,5	2,6	2,7	2,4
производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3
производство резиновых и пластмассовых изделий	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
производство прочей неметаллической минеральной продукции	0,7	0,5	0,4	0,5	0,5
производство металлургическое	1,7	1,8	1,8	1,7	1,8
производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования	0,3	0,3	0,6	0,6	0,6
производство компьютеров, электронных и оптических изделий	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
производство электрического оборудования	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2
производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4
производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов	0,9	0,7	0,5	0,6	0,6
производство прочих транспортных средств и оборудования	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9
производство мебели	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
производство прочих готовых изделий	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

Продолжение прил. 2

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019
обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха	6,6	5,9	5,9	5,7	5,5
водоснабжение, водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений	0,9	1,0	0,9	0,9	1,0
строительство	2,9	3,0	3,2	3,6	3,4
торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов	3,9	4,3	4,0	4,4	4,1
в том числе: торговля оптовая и розничная автотранспортными средствами и мотоциклами и их ремонт	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
торговля оптовая, кроме оптовой торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	1,4	1,8	1,7	2,0	2,1
торговля розничная, кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	2,2	2,2	2,0	2,0	1,6
транспортировка и хранение	15,5	16,4	16,6	17,3	16,9
деятельность гостиниц и предприятий общественного питания	0,7	0,6	0,5	0,7	0,6
деятельность в области информации и связи	3,0	3,1	3,0	3,5	4,1
из нее: деятельность издательская	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
деятельность в сфере телекоммуникаций	2,5	2,6	2,3	2,5	3,0

Продолжение прил. 2

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019
деятельность в области информационных технологий	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3
деятельность финансовая и страховая	1,4	1,4	2,0	2,2	2,1
деятельность по операциям с недвижимым имуществом	18,5	17,7	16,4	15,3	15,1
деятельность профессиональная, научная и техническая	3,4	3,3	3,1	3,2	3,6
из нее:					
научные исследования и разработки	1,3	1,2	1,0	1,0	1,0
деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги	0,6	0,6	0,7	1,0	1,7
государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение	1,7	1,8	1,8	1,5	1,5
образование	1,7	1,4	1,4	1,5	1,8
деятельность в области здравоохранения и социальных услуг	1,3	1,3	1,2	1,3	1,5
деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений	1,3	1,2	1,5	1,2	1,2
предоставление прочих видов услуг	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
В процентах к предыдущему году (в сопоставимых ценах)					
Инвестиции в основной капитал – всего	89,9	99,8	104,8	105,4	101,7
из них:					
сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	87,9	112,5	109,7	106,1	99,7

Продолжение прил. 2

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019
из них: растениеводство и животноводство, охота и предоставление соответствующих услуг в этих областях	87,4	113,1	108,2	104,1	98,2
лесоводство и лесозаготовки	109,1	90,7	119,6	140,5	112,9
рыболовство и рыбоводство	78,8	125,5	139,6	123,0	116,9
добыча полезных ископаемых	101,9	109,2	106,1	103,6	96,7
из нее: добыча угля	85,0	111,6	137,1	114,4	116,9
добыча сырой нефти и природного газа	97,4	97,6	107,8	100,0	107,4
добыча металлических руд	118,1	93,0	112,8	137,0	100,5
добыча прочих полезных ископаемых	72,2	93,4	103,8	101,4	107,6
обрабатывающие производства	90,3	89,4	105,4	104,1	103,8
из них: производство пищевых продуктов	87,6	88,0	118,8	104,3	105,6
производство напитков	70,2	92,8	101,3	117,5	91,8
производство табачных изделий	85,2	108,4	90,0	119,6	102,4
производство текстильных изделий	47,1	92,4	141,7	101,7	104,6
производство одежды	54,6	65,9	120,7	98,2	120,0
производство кожи и изделий из кожи	67,4	54,5	104,4	120,6	69,0

Продолжение прил. 2

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019
обработка древесины и производство изделий из дерева и пробки, кроме мебели, производство изделий из соломки и материалов для плетения	102,7	104,0	105,7	93,0	94,0
производство бумаги и бумажных изделий	86,1	120,2	129,6	127,9	107,7
деятельность полиграфическая и копирование носителей информации	117,3	115,2	96,2	90,2	94,0
производство кокса и нефтепродуктов	86,3	75,3	110,7	87,8	128,4
производство химических веществ и химических продуктов	119,6	109,0	111,0	108,6	90,5
производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях	85,7	75,8	120,1	110,9	114,8
производство резиновых и пластмассовых изделий	104,5	68,9	115,6	116,9	91,0
производство прочей неметаллической минеральной продукции	66,2	70,5	85,0	133,9	92,6
производство металлургическое	97,0	108,0	102,9	102,0	106,4
производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования	93,7	96,8	189,7	108,9	97,9
производство компьютеров, электронных и оптических изделий	126,8	76,0	105,0	91,7	92,4
производство электрического оборудования	99,9	83,5	132,6	101,1	91,9
производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки	93,1	70,4	101,6	97,0	99,0

Продолжение прил. 2

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019
производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов	82,5	74,1	83,1	124,1	96,3
производство прочих транспортных средств и оборудования	79,0	102,8	112,8	114,9	101,3
производство мебели	26,9	184,8	63,6	111,0	108,7
производство прочих готовых изделий	109,9	79,9	115,2	106,2	117,5
обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха	75,2	87,4	104,4	102,2	96,3
водоснабжение; водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений	68,5	107,9	95,0	103,7	111,5
строительство	77,7	103,6	110,1	120,1	96,2
торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов	87,3	108,8	96,6	115,4	93,2
в том числе: торговля оптовая и розничная автотранспортными средствами и мотоциклами и их ремонт	68,5	107,5	110,2	149,0	98,4
торговля оптовая, кроме оптовой торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	98,0	125,2	93,9	124,0	105,4
торговля розничная, кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	84,0	98,1	99,0	103,1	80,1
транспортировка и хранение	74,0	105,5	104,9	109,3	97,4

Окончание прил. 2

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019
деятельность гостиниц и предприятий общественного питания	78,0	94,8	89,0	136,6	84,3
деятельность в области информации и связи	88,6	99,4	101,9	125,3	117,1
из нее:					
деятельность издательская	82,3	81,3	101,0	132,3	102,1
деятельность в сфере телекоммуникаций	87,1	100,7	92,5	115,2	118,5
деятельность в области информационных технологий	86,8	99,8	174,1	163,8	129,2
деятельность финансовая и страховая	101,1	100,3	147,8	111,3	101,5
деятельность по операциям с недвижимым имуществом	105,7	100,8	96,0	99,5	99,6
деятельность профессиональная, научная и техническая	132,5	91,4	101,4	106,0	115,1
из нее:					
научные исследования и разработки	116,9	87,0	91,9	100,8	102,7
деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги	57,3	106,2	125,9	144,5	171,2
государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение	87,7	108,5	100,5	90,2	100,5
образование	87,0	80,4	103,9	113,9	120,7
деятельность в области здравоохранения и социальных услуг	79,0	95,3	102,5	107,7	113,4
деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений	94,4	94,5	125,6	87,5	96,3
предоставление прочих видов услуг	77,0	85,6	95,8	103,5	135,2

Приложение 3

**Финансовые вложения организаций
по видам экономической деятельности, млн рублей³**

Показатели	Всего	В том числе	
		Долгосрочные	Краткосрочные
2017			
Финансовые вложения – всего	165 669 181	18 586 505	147 082 676
в том числе по видам экономической деятельности: сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	944 784	111 250	833 534
в том числе: растениеводство и животноводство, охота и предоставление соответствующих услуг в этих областях	815 306	89 778	725 528
лесоводство и лесозаготовки	12 789	2 354	10 435
рыболовство и рыбоводство	116 689	19 118	97 571
добыча полезных ископаемых	13 094 917	5 358 691	7 736 226
из нее: добыча угля	548 081	242 533	305 548
добыча нефти и природного газа	6 178 356	1 124 163	5 054 193
добыча металлических руд	2 092 940	937 477	1 155 463
добыча прочих полезных ископаемых	701 799	65 010	636 789
обрабатывающие производства	22 632 025	3 577 436	19 054 589
из них: производство пищевых продуктов	1 552 969	242 756	1 310 213
производство напитков	1 017 571	22 437	995 134
производство табачных изделий	146 273	10 986	135 287
производство текстильных изделий	48 282	993	47 289
производство одежды	20 226	156	20 070
производство кожи и изделий из кожи	6 215	799	5 416

³ Федеральная служба государственной статистики : [офиц. сайт]. URL: <https://www.gks.ru/folder/210/document/12993> (дата обращения: 03.08.2020).

Продолжение прил. 3

Показатели	Всего	В том числе	
		Долгосрочные	Краткосрочные
обработка древесины и производство изделий из дерева и пробки, кроме мебели, производство изделий из соломки и материалов для плетения	74 624	12 172	62 452
производство бумаги и бумажных изделий	260 838	8 849	251 989
деятельность полиграфическая и копирование носителей информации	109 349	340	109 009
производство кокса и нефтепродуктов	7 193 169	2 384 876	4 808 293
из них: производство кокса	33 826	23 592	10 234
производство нефтепродуктов	7 159 343	2 361 284	4 798 059
производство химических веществ и химических продуктов	1 235 304	137 353	1 097 951
производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях	246 654	10 111	236 543
производство резиновых и пластмассовых изделий	158 343	35 554	122 789
производство металлургическое	4 244 274	376 402	3 867 872
производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования	1 371 961	58 374	1 313 587
производство компьютеров, электронных и оптических изделий	636 610	4 797	631 813
производство электрического оборудования	205 062	5 243	199 819
производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки	485 009	41 061	443 948
производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов	1 305 525	33 381	1 272 144
производство прочих транспортных средств и оборудования	1 004 094	122 358	881 736
производство мебели	46 689	2 139	44 550

Продолжение прил. 3

Показатели	Всего	В том числе	
		Долгосрочные	Краткосрочные
производство прочих готовых изделий	170 731	959	169 772
обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха	4 959 613	259 763	4 699 850
в том числе: производство, передача и распределение электроэнергии	4 341 923	243 399	4 098 524
производство и распределение газообразного топлива	467 406	6 283	461 123
производство, передача и распределение пара и горячей воды; кондиционирование воздуха	150 284	10 081	140 203
водоснабжение, водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений	217 774	8 509	209 265
строительство	4 174 041	211 360	3 962 681
из него: строительство зданий	1 955 925	141 761	1 814 164
строительство инженерных сооружений	1 723 138	24 930	1 698 208
торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов	26 538 491	3 285 854	23 252 637
в том числе: торговля оптовая и розничная автотранспортными средствами и мотоциклами и их ремонт	1 701 162	199 609	1 501 553
торговля оптовая, кроме оптовой торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	23 049 564	2 745 519	20 304 045
торговля розничная, кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	1 787 765	340 726	1 447 039
транспортировка и хранение	7 641 268	653 199	6 988 069
в том числе: деятельность сухопутного и трубопроводного транспорта	3 472 379	367 122	3 105 257

Продолжение прил. 3

Показатели	Всего	В том числе	
		Долгосрочные	Краткосрочные
в том числе: деятельность железнодорожного транспорта: междугородные и международные пассажирские перевозки	719 864	21 033	698 831
деятельность железнодорожного транспорта: грузовые перевозки	204 353	5 866	198 487
деятельность прочего сухопутного пассажирского транспорта	38 095	1 560	36 535
деятельность автомобильного грузового транспорта и услуги по перевозкам	107 921	2 339	105 582
деятельность трубопроводного транспорта	2 402 146	336 324	2 065 822
деятельность водного транспорта	141 770	3 557	138 213
деятельность воздушного и космического транспорта	2 037 785	157 271	1 880 514
складское хозяйство и вспомогательная транспортная деятельность	1 983 783	121 579	1 862 204
деятельность почтовой связи и курьерская деятельность	5 551	3 670	1 881
деятельность гостиниц и предприятий общественного питания	335 169	30 099	305 070
в том числе: деятельность по предоставлению мест для временного проживания	198 653	27 063	171 590
деятельность по предоставлению продуктов питания и напитков	136 516	3 036	133 480
деятельность в области информации и связи	4 113 986	522 894	3 591 092
из нее: деятельность издательская	75 552	899	74 653
деятельность в сфере телекоммуникаций	3 106 344	476 135	2 630 209
деятельность в области информационных технологий	213 329	3 182	210 147

Продолжение прил. 3

Показатели	Всего	В том числе	
		Долгосрочные	Краткосрочные
деятельность финансовая и страховая	65 919 500	1 666 779	64 252 721
деятельность по операциям с недвижимым имуществом	4 690 588	1 088 936	3 601 652
деятельность профессиональная, научная и техническая	8 772 054	1 333 063	7 438 991
из нее: научные исследования и разработки	2 391 584	86 714	2 304 870
деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги	1 029 270	430 410	598 860
из нее: деятельность туристических агентств и прочих организаций, предоставляющих услуги в сфере туризма	7 629	1 953	5 676
государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение	43 912	32 552	11 360
образование	166 057	241	165 816
деятельность в области здравоохранения и социальных услуг	217 347	9 682	207 665
из нее: деятельность в области здравоохранения	195 339	9 451	185 888
деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений	75 363	2 505	72 858
из нее: деятельность библиотек, архивов, музеев и прочих объектов культуры	2 293	14	2 279
деятельность в области спорта, отдыха и развлечений	64 963	185	64 778
предоставление прочих видов услуг	103 022	3 282	99 740

Продолжение прил. 3

Показатели	Всего	В том числе	
		Долгосрочные	Краткосрочные
2018			
Финансовые вложения – всего	246 503 384	32 636 074	213 867 310
в том числе по видам экономической деятельности: сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	1 364 320	140 073	1 224 247
в том числе: растениеводство и животноводство, охота и предоставление соответствующих услуг в этих областях	1 093 642	63 702	1 029 940
лесоводство и лесозаготовки	6 619	1 264	5 355
рыболовство и рыбоводство	264 059	75 107	188 952
добыча полезных ископаемых	22 508 450	11 037 902	11 470 548
из нее: добыча угля	490 510	102 359	388 151
добыча нефти и природного газа	10 130 249	2 300 575	7 829 674
добыча металлических руд	5 710 953	4 844 956	865 997
добыча прочих полезных ископаемых	888 674	44 781	843 893
обрабатывающие производства	30 115 515	5 063 271	25 052 244
из них: производство пищевых продуктов	1 592 546	231 411	1 361 135
производство напитков	981 837	27 524	954 313
производство табачных изделий	213 851	536	213 315
производство текстильных изделий	69 700	2 384	67 316
производство одежды	23 122	1 909	21 213
производство кожи и изделий из кожи обработка древесины и производство изделий из дерева и пробки, кроме мебели	7 038	1 436	5 602
производство изделий из соломки и материалов для плетения	159 113	4 837	154 276

Продолжение прил. 3

Показатели	Всего	В том числе	
		Долгосрочные	Краткосрочные
производство бумаги и бумажных изделий	493 777	7 282	486 495
деятельность полиграфическая и копирование носителей информации	163 212	930	162 282
производство кокса и нефтепродуктов	9 512 498	3 788 741	5 723 757
из них: производство кокса	15 126	12 704	2 422
производство нефтепродуктов	9 497 372	3 776 037	5 721 335
производство химических веществ и химических продуктов	1 522 669	66 489	1 456 180
производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях	416 064	9 699	406 365
производство резиновых и пластмассовых изделий	190 808	12 505	178 303
производство металлургическое	7 212 353	552 810	6 659 543
производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования	1 691 074	41 802	1 649 272
производство компьютеров, электронных и оптических изделий	689 352	10 022	679 330
производство электрического оборудования	348 106	6 144	341 962
производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки	664 045	18 273	645 772
производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов	1 672 180	44 483	1 627 697
производство прочих транспортных средств и оборудования	1 221 524	162 097	1 059 427
производство мебели	50 228	2 204	48 024
производство прочих готовых изделий	116 433	567	115 866
обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха	5 536 874	239 973	5 296 901

Продолжение прил. 3

Показатели	Всего	В том числе	
		Долгосрочные	Краткосрочные
в том числе: производство, передача и распределение электроэнергии	4 928 421	219 303	4 709 118
производство и распределение газообразного топлива	410 689	13 994	396 695
производство, передача и распределение пара и горячей воды; кондиционирование воздуха	197 764	6 676	191 088
водоснабжение, водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений	301 750	9 526	292 224
строительство	3 471 513	177 493	3 294 020
из него: строительство зданий	2 061 322	140 421	1 920 901
строительство инженерных сооружений	954 963	29 681	925 282
торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов	43 832 040	4 714 617	39 117 423
в том числе: торговля оптовая и розничная автотранспортными средствами и мотоциклами и их ремонт	2 266 109	218 225	2 047 884
торговля оптовая, кроме оптовой торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	37 482 777	3 787 792	33 694 985
торговля розничная, кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	4 083 154	708 600	3 374 554
транспортировка и хранение	11 977 034	890 604	11 086 430
в том числе: деятельность сухопутного и трубопроводного транспорта	5 483 841	536 125	4 947 716
в том числе: деятельность железнодорожного транспорта: междугородные и международные пассажирские перевозки	955 184	13 991	941 193

Продолжение прил. 3

Показатели	Всего	В том числе	
		Долгосрочные	Краткосрочные
деятельность железнодорожного транспорта: грузовые перевозки	584 739	38 703	546 036
деятельность прочего сухопутного пассажирского транспорта	48 463	1 711	46 752
деятельность автомобильного грузового транспорта и услуги по перевозкам	125 747	14 613	111 134
деятельность трубопроводного транспорта	3 769 708	467 107	3 302 601
деятельность водного транспорта	574 935	5 499	569 436
деятельность воздушного и космического транспорта	1 792 577	39 808	1 752 769
складское хозяйство и вспомогательная транспортная деятельность	4 118 905	305 797	3 813 108
деятельность почтовой связи и курьерская деятельность	6 776	3 375	3 401
деятельность гостиниц и предприятий общественного питания	373 779	45 267	328 512
в том числе: деятельность по предоставлению мест для временного проживания	298 565	36 919	261 646
деятельность по предоставлению продуктов питания и напитков	75 214	8 348	66 866
деятельность в области информации и связи	7 882 259	896 560	6 985 699
из нее: деятельность издательская	122 076	3 594	118 482
деятельность в сфере телекоммуникаций	4 530 114	641 533	3 888 581
деятельность в области информационных технологий	1 216 001	147 978	1 068 023
деятельность финансовая и страховая	71 788 490	5 002 250	66 786 240
деятельность по операциям с недвижимым имуществом	5 630 112	1 634 653	3 995 459
деятельность профессиональная, научная и техническая	38 591 821	2 042 075	36 549 746

Продолжение прил. 3

Показатели	Всего	В том числе	
		Долгосрочные	Краткосрочные
из нее: научные исследования и разработки	2 423 043	44 146	2 378 897
деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги	1 904 750	691 689	1 213 061
из нее: деятельность туристических агентств и прочих организаций, предоставляющих услуги в сфере туризма	19 697	3 505	16 192
государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение	43 523	29 890	13 633
образование	124 269	405	123 864
деятельность в области здравоохранения и социальных услуг	521 265	8 822	512 443
из нее: деятельность в области здравоохранения	505 480	8 306	497 174
деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений	382 820	2 644	380 176
из нее: деятельность библиотек, архивов, музеев и прочих объектов культуры	2 294	12	2 282
деятельность в области спорта, отдыха и развлечений	362 786	1 310	361 476
предоставление прочих видов услуг	152 800	8 360	144 440
2019			
Финансовые вложения – всего	247 228 909	22 570 871	224 658 038
в том числе по видам экономической деятельности: сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	1 777 592	198 006	1 579 586
в том числе: растениеводство и животноводство, охота и предоставление соответствующих услуг в этих областях	1 472 926	128 689	1 344 237

Продолжение прил. 3

Показатели	Всего	В том числе	
		Долгосрочные	Краткосрочные
лесоводство и лесозаготовки	19 678	4 740	14 938
рыболовство и рыбоводство	284 988	64 577	220 411
добыча полезных ископаемых	12 547 098	2 770 066	9 777 032
из нее:			
добыча угля	474 467	48 217	426 250
добыча нефти и природного газа	8 052 649	1 472 064	6 580 585
добыча металлических руд	1 396 556	280 980	1 115 576
добыча прочих полезных ископаемых	250 314	19 977	230 337
обрабатывающие производства	35 247 793	2 856 965	32 390 828
из них:			
производство пищевых продуктов	1 761 008	192 506	1 568 502
производство напитков	574 613	17 960	556 653
производство табачных изделий	525 683	3 397	522 286
производство текстильных изделий	51 621	1 168	50 453
производство одежды	69 722	949	68 773
производство кожи и изделий из кожи обработка древесины и производство изделий из дерева и пробки, кроме мебели	21 425	816	20 609
производство изделий из соломки и материалов для плетения	273 261	4 763	268 498
производство бумаги и бумажных изделий	595 905	14 198	581 707
деятельность полиграфическая и копирование носителей информации	154 925	1 088	153 837
производство кокса и нефтепродуктов	9 390 364	1 753 833	7 636 531
из них:			
производство кокса	8 354	1 365	6 989
производство нефтепродуктов	9 382 010	1 752 468	7 629 542
производство химических веществ и химических продуктов	1 924 631	91 589	1 833 042

Продолжение прил. 3

Показатели	Всего	В том числе	
		Долгосрочные	Краткосрочные
производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях	558 807	12 039	546 768
производство резиновых и пластмассовых изделий	234 010	8 368	225 642
производство металлургическое	7 994 476	334 533	7 659 943
производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования	2 699 317	47 814	2 651 503
производство компьютеров, электронных и оптических изделий	1 552 572	24 964	1 527 608
производство электрического оборудования	540 403	10 268	530 135
производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки	938 726	31 044	907 682
производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов	2 295 868	67 130	2 228 738
производство прочих транспортных средств и оборудования	1 217 585	184 322	1 033 263
производство мебели	48 536	112	48 424
производство прочих готовых изделий	79 479	2 554	76 925
обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха	7 329 903	269 801	7 060 102
в том числе: производство, передача и распределение электроэнергии	6 676 658	255 447	6 421 211
производство и распределение газообразного топлива	402 521	11 881	390 640
производство, передача и распределение пара и горячей воды; кондиционирование воздуха	250 724	2 473	248 251
водоснабжение, водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений	394 419	16 813	377 606

Продолжение прил. 3

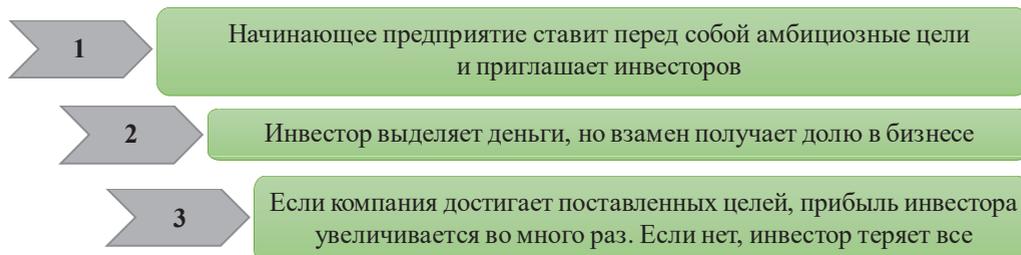
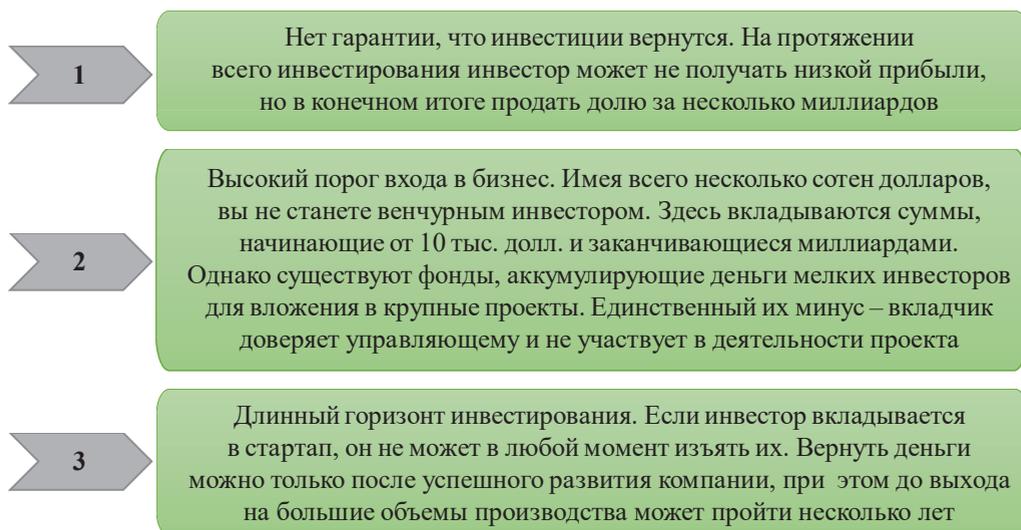
Показатели	Всего	В том числе	
		Долгосрочные	Краткосрочные
строительство	3 469 275	94 511	3 374 764
из него:			
строительство зданий	1 954 580	76 901	1 877 679
строительство инженерных сооружений	857 149	9 887	847 262
торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов	42 822 957	2 961 306	39 861 651
в том числе:			
торговля оптовая и розничная автотранспортными средствами и мотоциклами и их ремонт	2 401 146	176 533	2 224 613
торговля оптовая, кроме оптовой торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	36 508 292	1 943 962	34 564 330
торговля розничная, кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	3 913 519	840 811	3 072 708
транспортировка и хранение	10 865 050	436 324	10 428 726
в том числе:			
деятельность сухопутного и трубопроводного транспорта	3 623 739	250 457	3 373 282
в том числе:			
деятельность железнодорожного транспорта: междугородные и международные пассажирские перевозки	574 662	2	574 660
деятельность железнодорожного транспорта: грузовые перевозки	471 085	38 027	433 058
деятельность прочего сухопутного пассажирского транспорта	80 590	269	80 321
деятельность автомобильного грузового транспорта и услуги по перевозкам	355 300	75 929	279 371
деятельность трубопроводного транспорта	2 142 102	136 230	2 005 872
деятельность водного транспорта	326 854	6 575	320 279

Продолжение прил. 3

Показатели	Всего	В том числе	
		Долгосрочные	Краткосрочные
деятельность воздушного и космического транспорта	1 131 517	17 848	1 113 669
складское хозяйство и вспомогательная транспортная деятельность	5 758 935	152 823	5 606 112
деятельность почтовой связи и курьерская деятельность	24 005	8 621	15 384
деятельность гостиниц и предприятий общественного питания	513 058	30 964	482 094
в том числе: деятельность по предоставлению мест для временного проживания	273 601	22 356	251 245
деятельность по предоставлению продуктов питания и напитков	239 457	8 608	230 849
деятельность в области информации и связи	6 703 590	629 661	6 073 929
из нее: деятельность издательская	76 976	2 244	74 732
деятельность в сфере телекоммуникаций	2 061 236	516 514	1 544 722
деятельность в области информационных технологий	2 024 063	78 416	1 945 647
деятельность финансовая и страховая	79 170 861	8 009 900	71 160 961
деятельность по операциям с недвижимым имуществом	7 161 696	1 103 036	6 058 660
деятельность профессиональная, научная и техническая	35 818 887	2 263 394	33 555 493
из нее: научные исследования и разработки	1 164 740	20 915	1 143 825
деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги	2 142 810	886 665	1 256 145
из нее: деятельность туристических агентств и прочих организаций, предоставляющих услуги в сфере туризма	26 607	1 629	24 978

Окончание прил. 3

Показатели	Всего	В том числе	
		Долгосрочные	Краткосрочные
государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение	46 064	15 088	30 976
образование	80 992	194	80 798
деятельность в области здравоохранения и социальных услуг	461 648	15 392	446 256
из нее: деятельность в области здравоохранения	449 651	14 975	434 676
деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений	440 015	10 849	429 166
из нее: деятельность библиотек, архивов, музеев и прочих объектов культуры	3 149	10	3 139
деятельность в области спорта, отдыха и развлечений	419 986	1 205	418 781
предоставление прочих видов услуг	235 201	1 936	233 265

Механизм венчурного инвестирования⁴**Алгоритм венчурного инвестирования****Механизм венчурного инвестирования**

⁴ В переводе слово *venture* означает «риск». Значит, по определению венчурное инвестирование – рисковое начинание. Объект – маленькие предприятия, которые только появились на рынке России. Именно благодаря венчурным вложениям компания создает продукт, «взрывающийся» рынок. Источник: <https://greedisgood.one/venchurnye-investory>.

Приложение 5

Отличия венчурных инвестиций от традиционных (прямых) инвестиций



В связи с высокими рисками в венчурном инвестировании (венчурный бизнес) многие инвесторы России предпочитают самостоятельно руководить проектами

Приложение 6

**Влияние преимуществ и недостатков некоторых видов
финансирования реальных инвестиций на факторы успеха или роста**

Вид финансирования	Преимущества финансирования реальных инвестиций	Недостатки финансирования реальных инвестиций	Факторы успеха
Инвестиционные фонды	<p>Возможность получения значительного объема акционерного финансирования на самых разных стадиях развития бизнеса.</p> <p>Невмешательство в оперативное управление компанией.</p> <p>Возможность увеличения стоимости бизнеса в короткий срок.</p> <p>Возможность последующего обратного выкупа доли фонда</p>	<p>Ожидание фондом быстрого роста компании и значительной отдачи от инвестиций.</p> <p>Риск конфронтации в сфере стратегии и целей развития бизнеса, желание некоторых фондов в краткосрочном периоде извлечь максимальную прибыль и выйти из бизнеса.</p> <p>После выхода инвестора из бизнеса его доля может перейти к нежелательным акционерам</p>	<p>Наличие перспектив значительного роста в привлекательной отрасли.</p> <p>Четкая стратегия развития и наличие значимых конкурентных преимуществ.</p> <p>Наличие профессиональной управленческой команды и опыта работы на данном рынке</p>
Публичное размещение акций (IPO)	<p>Возможность получения значительного объема акционерного финансирования.</p> <p>Значительный рост ликвидности акций, доступ для широкого круга инвесторов.</p> <p>Приобретение статуса публичной компании и укрепление репутации.</p> <p>Возможность реализации части стоимости существующими акционерами.</p> <p>Возможность дополнительно зарабатывать на выкупе обществом собственных акций в периоды ценовой коррекции при хороших фундаментальных показателях.</p>	<p>Дорогой, длительный и сложный процесс подготовки (8–12 месяцев в Европе и США, 3–5 месяцев в России).</p> <p>Необходимость выполнения формальных требований биржи и учета пожеланий инвестиционного сообщества.</p> <p>Успех размещения и размер капитализации зависят от конъюнктуры фондового рынка.</p> <p>Размывается контроль и снижается скорость принятия решений, требующих согласия акционеров.</p>	<p>Четкая стратегия развития, прозрачный бизнес и соблюдение высоких стандартов корпоративного управления.</p> <p>Прочные позиции на рынке, высокая рентабельность и хорошие перспективы роста.</p> <p>Отчетность в соответствии с МСФО или ГААП, международный аудит</p>

Продолжение прил. 6

Вид финансирования	Преимущества финансирования реальных инвестиций	Недостатки финансирования реальных инвестиций	Факторы успеха
	Возможность использования акций компаний для приобретения	Высокая информационная прозрачность компании для «непубличных» конкурентов	
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.
Проектное финансирование	При расчете максимальной суммы кредита учитываются прогнозные денежные потоки от реали-	Ряд жестких требований к наличию ИРД по проекту, качеству проработки проекта, составу участников	Перспективный бизнес в интересной отрасли, наличие конкурентных преимуществ.

О к о н ч а н и е п р и л . 6

Вид финансирования	Преимущества финансирования реальных инвестиций	Недостатки финансирования реальных инвестиций	Факторы успеха
	<p>зации 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»</p>	<p>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</p>	<p>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</p>

Приложение 7

**Динамика объемов привлечения денежных средств
с помощью альтернативных финансовых моделей
(модельных типов краудфандинга), млн евро⁵**

Название альтернативной финансовой модели	Описание модели	Объем рынка на начало 2015 г.	Объем рынка на начало 2016 г.	Объем рынка на начало 2017 г.	Объем рынка на начало 2018 г.
P2P Consumer Lending (потребительское P2P-кредитование)	Физические лица или институциональные инвесторы предоставляют потребительский кредит заемщику	275,00	365,80	696,81	1 392,38
Invoice Trading (торговля счетом)	Инвесторы покупают счета или дебиторскую задолженность со скидкой	7,00	80,59	251,87	535,84
P2P Business Lending (кредитование P2P-бизнеса)	Физические лица или институциональные инвесторы предоставляют кредит бизнес-заемщику	93,00	212,08	349,96	466,60
Real Estate Crowdfunding (краудфандинг недвижимости)	Физические лица или институциональные инвесторы предоставляют доленое или субординированное долговое финансирование для приобретения имущества (недвижимости)	Нет данных	26,97	109,45	258,75
Equity-based Crowdfunding (основанный на акции краудфандинг)	Физические лица или институциональные инвесторы формируют акционерный капитал, выпущенный компаниями на альтернативных финансовых платформах	83,00	159,32	218,64	210,93

⁵ Составлено по: Expanding horizons the 3rd european alternative finance industry report [Электронный ресурс]. URL: https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-ccaf-exp-horizons.pdf (дата обращения: 20.05.2020); Regulating alternative finance: results from a global regulator survey [Электронный ресурс]. URL: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/regulating-alternative-finance> (дата обращения: 20.05.2020); Shifting Paradigms The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report [Электронный ресурс]. URL: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/shifting-paradigms/#.XY8AsEYzaM> (дата обращения: 20.05.2020).

Продолжение прил. 7

Название альтернативной финансовой модели	Описание модели	Объем рынка на начало 2015 г.	Объем рынка на начало 2016 г.	Объем рынка на начало 2017 г.	Объем рынка на начало 2018 г.
Reward-based Crowdfunding (основанный на вознаграждении краудфандинг)	Спонсоры предоставляют финансирование физическим лицам, проектам или компаниям в обмен на неденежные вознаграждения или продукты	94,00	139,27	190,76	158,80
Balance Sheet Business Lending (балансовое бизнес-кредитование)	Субъект платформы предоставляют кредит непосредственно бизнес-заемщику	Нет данных	2,35	59,13	94,84
Debt-based Securities (основанные на долговых ценных бумагах)	Физические лица или институциональные инвесторы покупают долговые ценные бумаги, как правило, облигации	4,00	10,73	22,85	75,20
P2P Property Lending (имущественное P2P-кредитование)	Физические лица или институциональные инвесторы предоставляют кредит под залог имущества потребителя или бизнес-заемщика	Нет данных	Нет данных	95,15	66,57
Donation-based Crowdfunding (основанный на пожертвовании краудфандинг)	Донаторы предоставляют финансирование физическим лицам, проектам или компаниям на благотворительной основе или руководствуясь общественной мотивацией без ожидания денежного или материального вознаграждения	16,00	21,71	32,40	53,14
Minibonds (мини-бонды)	Физические или юридические лица приобретают ценные бумаги от компаний в виде «необеспеченных розничных облигаций»	Нет данных	Нет данных	10,16	29,10
Profit Sharing (распределение прибыли)	Физические или юридические лица приобретают ценные бумаги от ком-	Нет данных	0,54	8,36	1,57

О к о н ч а н и е п р и л . 7

Название альтернативной финансовой модели	Описание модели	Объем рынка на начало 2015 г.	Объем рынка на начало 2016 г.	Объем рынка на начало 2017 г.	Объем рынка на начало 2018 г.
	пании (акции или облигации) и получают долю в прибыли или роялти				
Другие	Исследовательская группа Кембриджского центра альтернативных финансов зафиксировала увеличение объемов через иные альтернативные модели финансирования	Нет данных	Нет данных	17,74	22,42

Коэффициенты финансовой оценки инвестиционного проекта

№ п/п	Наименование показателя	Формула расчета	Характеристика показателя
<i>Показатели рентабельности</i>			
1	Рентабельность активов	$R_A = \frac{ЧП + К}{А}$	Характеризует уровень отдачи общих капиталовложений в проект за установленный период времени. Данный 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_A и $R_{ик}$ в числителе может быть балансовая прибыль, что, в принципе, допустимо с точки зрения необходимости сопоставления проектов, имеющих различные льготы по налогообложению
3	Рентабельность акционерного капитала	$R_{ак} = \frac{ЧП}{АК}$	Позволяет определить эффективность использования капитала, инвестированного собственниками проекта (предприятия), т. е. представляет

Продолжение прил. 8

№ п/п	Наименование показателя	Формула расчета	Характеристика показателя
			наибольший интерес для владельцев (акционеров) проектируемого предприятия
4	Рентабельность продаж	$C_{\Pi} = \frac{C}{B}$	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	$O_A = \frac{B}{A}$	Показатели использования инвестиций иногда называют коэффициентами трансформации. Оборачиваемость активов характеризует, сколько раз в выбранный интервал планирования совершается полный цикл производства и обращения
2	Оборачиваемость инвестиционного капитала	$O_{\text{ИК}} = \frac{B}{\text{АК} + \text{К}}$	Показывает число оборотов акционерного и заемного капитала за выбранный интервал планирования
3	Оборачиваемость акционерного капитала	$O_{\text{АК}} = \frac{B}{\text{АК}}$	Показывает число оборотов акционерного капитала за выбранный интервал планирования
4	Оборачиваемость оборотного капитала	$O_{\text{ОК}} = \frac{B}{\text{ОК}}$	Характеризует эффективность производства и сбыта продукции проекта с финансовой точки зрения

Показатели ликвидности (оценка финансового положения)

1	Коэффициент общей ликвидности	$L_{\text{общ}} = \frac{\text{ОК}}{\text{КП}}$	Эта группа включает в себя индикаторы устойчивости и кредитоспособности финансового состояния проекта. Коэффициент общей ликвидности характеризует достаточность
---	-------------------------------	--	--

О к о н ч а н и е п р и л . 8

№ п/п	Наименование показателя	Формула расчета	Характеристика показателя
			средств по проекту у предприятия для покрытия его краткосрочных обязательств
2	Коэффициент срочной ликвидности	$L_{\text{сроч}} = \frac{КР + АП + РД + СД}{КП}$	Раскрывает соотношение наиболее ликвидной части оборотных активов к краткосрочным обязательствам. 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
3	Коэффициент абсолютной ликвидности	$L_{\text{абс}} = \frac{РД + СД}{КП}$	Дает представление о возможности проекта в сжатые сроки погасить имеющиеся обязательства

О б о з н а ч е н и я :

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);

О – оборачиваемость;

Л – ликвидность;

ОК – оборотный капитал;

КП – объем краткосрочных пассивов;

КР – кредиты покупателям;

АП – аванс поставщикам;

РД – резерв денежных средств;

СД – свободные денежные средства.

Инвестиционный риск в российских регионах в 2019 г.⁶

Ранг потенциала	Ранг риска, 2019	Регион (субъект Федерации)	Доля в общероссийском потенциале, 2019 г., %	Изменение доли в потенциале, 2019 г., к 2018 г., п. п.	Ранги составляющих инвестиционного потенциала в 2019 г.							Изменение ранга потенциала, 2019 г., к 2018 г.		
					Трудовой	Потребительский	Производственный	Финансовый	Институциональный	Инновационный	Инфраструктурный		Природно-ресурсный	Туристический
1	7	Москва	14,6	0,115	1	1	1	1	1	1	1	84	1	0
2	1	Московская область	6,2	0,217	2	2	3	2	3	2	2	51	4	0
3	4	Санкт-Петербург	4,8	-0,146	3	3	2	3	2	3	6	85	3	0
4	11	Краснодарский край	2,9	-0,023	4	4	7	5	4	19	5	30	2	0
5	17	Свердловская область	2,5	-0,04	7	5	6	6	5	7	48	13	7	0
6	6	Республика Татарстан	2,5	-0,003	5	6	5	7	6	5	29	40	6	0
7	41	Красноярский край	2,4	0,044	14	13	9	9	13	11	79	1	9	0
8	40	Челябинская область	1,9	0,003	9	11	10	13	9	8	28	25	10	2
9	24	Ростовская область	1,9	-0,034	8	7	11	10	7	14	14	33	16	0
10	14	Нижегородская область	1,9	-0,087	11	9	15	12	10	4	31	58	12	-2
11	20	Республика Башкортостан	1,8	-0,038	10	8	12	8	12	20	43	21	8	0

⁶ Рейтинговое агентство RAEX («Эксперт РА»): [офф. сайт]. URL: http://raexpert.ru/rankingtable/region_climat/2014/ (дата обращения: 09.08.2020).

Продолжение прил. 9

Ранг потенциала	Ранг риска, 2019	Регион (субъект Федерации)	Доля в общем розничном потенциале, 2019 г., %	Изменение доли в потенциале, 2019 г., к 2018 г., п. п.	Ранги составляющих инвестиционного потенциала в 2019 г.								Изменение ранга потенциала, 2019 г. к 2018 г.	
					Трудовой	Потребительский	Производственный	Финансовый	Институциональный	Инновационный	Инфраструктурный	Природно-ресурсный		Туристический
12	17	Ханты-Мансийский авт. округ – Югра	1,8	0,26	20	18	4	4	27	56	74	9	63	5
13	12	Самарская область	1,7	-0,006	6	10	14	11	8	15	20	47	17	-1
14	13	Пермский край	1,7	-0,031	23	14	16	15	14	16	57	6	13	-1
15	15	Новосибирская область	1,6	0,003	13	16	17	18	11	6	49	39	29	0
16	16	Белгородская область	1,5	0,009	29	27	22	21	25	21	4	5	36	0
17	14	Кемеровская область	1,5	-0,028	19	19	13	16	20	44	54	4	32	-3
18	18	Иркутская область	1,4	-0,017	22	25	18	17	18	28	73	7	15	0
19	21	Ямало-Ненецкий авт. округ	1,3	0,091	58	50	8	14	69	47	77	3	68	2
20	19	Воронежская область	1,3	-0,01	18	15	21	20	15	18	15	50	28	-1
21	20	Республика Саха (Якутия)	1,3	0,019	52	40	32	30	51	54	83	2	69	-1
22	22	Приморский край	1,2	-0,011	21	21	25	22	17	32	50	18	11	0

Продолжение прил. 9

Ранг потенциала	Ранг риска, 2019	Регион (субъект Федерации)	Доля в общем розничном объеме продаж, 2019, 2018 г., %	Изменение доли в потенциале, 2019 г. к 2018 г., п. п.	Ранги составляющих инвестиционного потенциала в 2019 г.								Изменение ранга потенциала, 2019 г. к 2018 г.		
					Трудовой	Потребительский	Производственный	Финансовый	Институциональный	Инновационный	Инфраструктурный	Природно-ресурсный		Туристический	
23	24	5	Ленинградская область	1,1	0,031	26	23	19	19	32	25	9	48	20	1
24	23	28	Ставропольский край	1,1	-0,01	12	17	27	24	19	39	51	45	31	-1
25	25	38	Алтайский край	1,1	-0,026	24	24	37	32	30	13	44	23	25	0
26	26	31	Волгоградская область	1,1	-0,007	16	20	23	27	21	35	52	34	35	0
27	27	33	Саратовская область	1	-0,022	17	22	30	29	26	26	32	38	27	0
28	29	70	Республика Крым	1	-0,019	25	32	50	38	22	53	22	35	5	1
29	30	47	Хабаровский край	1	-0,015	30	30	35	37	23	37	64	12	22	1
30	32	15	Тюменская область	1	0,002	32	29	20	23	24	23	62	43	26	2
31	33	48	Оренбургская область	1	0,009	27	28	26	28	33	55	42	20	39	2
32	31	26	Калининградская область	1	-0,008	46	54	34	55	16	60	3	29	37	-1
33	28	84	Республика Дагестан	0,9	-0,089	15	12	56	25	58	46	40	41	44	-5
34	34	22	Калужская область	0,9	0,001	45	49	31	47	37	9	16	70	34	0
35	35	12	Тульская область	0,9	0,005	31	31	33	34	31	40	11	66	52	0

Продолжение прил. 9

Ранг потенциала	Ранг риска, 2019	Регион (субъект Федерации)	Доля в общем роз-сий-ском потен-циале, 2019 г., %	Изме-нение доли в потен-циале, 2019 г. к 2018 г., п. п.	Ранги составляющих инвестиционного потенциала в 2019 г.								Изме-нение ранга потен-циала, 2019 г. к 2018 г.	
					Тру-довой	По-требитель-ский	Про-из-водст-вен-ный	Фи-нан-совый	Инсе-титив-ный	Инно-ваци-он-ный	Инф-ра-струк-тур-ный	При-род-ные ре-сур-сы		Ту-ристиче-ский
36	37	Омская область	0,9	-0,023	28	26	24	31	28	29	59	44	70	0
37	9	Курская область	0,8	-0,016	35	41	40	39	50	41	10	22	58	0
38	3	Липецкая область	0,8	-0,002	40	33	28	35	44	65	8	73	57	0
39	25	Владимирская область	0,8	-0,022	36	39	41	45	34	30	18	68	19	1
40	18	Ярославская область	0,8	-0,027	37	37	39	43	36	22	33	79	18	-1
41	34	Ульяновская область	0,7	0,036	39	47	48	53	41	12	35	54	62	4
42	51	Удмуртская Республика	0,7	-0,02	34	34	38	36	35	36	45	64	51	-1
43	35	Томская область	0,7	0,024	41	51	44	42	46	10	81	36	80	3
44	63	Мурманская область	0,7	-0,026	61	60	54	48	55	61	47	11	60	-2
45	29	Брянская область	0,7	-0,006	42	35	52	50	45	42	13	69	49	-2
46	42	Тверская область	0,7	-0,008	43	38	45	46	38	34	39	60	23	-2
47	32	Сахалинская область	0,7	0,042	71	62	29	26	53	66	53	24	74	8
48	30	Вологодская область	0,7	-0,007	55	46	36	33	40	45	66	59	24	1
49	16	Рязанская область	0,7	-0,016	49	45	43	49	42	38	30	57	41	-2

Продолжение прил. 9

Ранг потенциала	Ранг риска, 2019	Регион (субъект Федерации)	Доля в общем российском потенциале, 2019 г., к 2018 г., % п. п.	Изменение доли в потенциале, 2019 г. к 2018 г., п. п.	Ранги составляющих инвестиционного потенциала в 2019 г.								Изменение ранга потенциала, 2019 г. к 2018 г.	
					Трудовой	Потребительский	Производственный	Финансовый	Институциональный	Инновационный	Инфраструктурный	Природно-ресурсный		Туристический
50	23	Пензенская область	0,7	-0,007	33	42	46	52	43	33	37	56	54	0
51	8	Тамбовская область	0,7	0	54	43	53	51	61	17	36	63	72	2
52	72	Республика Бурятия	0,7	-0,016	57	53	73	57	63	67	76	10	14	-4
53	73	Забайкальский край	0,6	-0,016	64	52	71	58	65	77	70	8	43	-1
54	39	Смоленская область	0,6	-0,003	50	56	47	60	29	43	25	72	42	0
55	59	Архангельская область	0,6	-0,028	56	36	55	44	49	48	69	19	47	-4
56	66	Республика Коми	0,6	0,001	65	61	42	40	52	59	72	14	55	2
57	44	Чувашская Республика	0,6	-0,01	38	59	58	61	47	51	19	80	50	0
58	65	Астраханская область	0,6	0,004	48	55	49	41	56	57	56	28	59	1
59	61	Ивановская область	0,6	-0,032	51	57	57	62	48	24	34	81	45	-3
60	75	Республика Карелия	0,6	-0,015	73	67	62	70	57	50	41	26	21	0
61	45	Кировская область	0,6	-0,013	44	44	51	54	39	52	65	55	40	0
62	80	Республика Северная Осетия – Алания	0,5	0,009	66	66	78	71	74	71	7	77	64	0

Продолжение прил. 9

Ранг потенциала	Ранг риска, 2019	Регион (субъект Федерации)	Доля в общем розничном потенциале, 2019 г., к 2018 г., п. п. %	Изменение доли в потенциале, 2019 г. к 2018 г., п. п.	Ранги составляющих инвестиционного потенциала в 2019 г.								Изменение ранга потенциала, 2019 г. к 2018 г.	
					Трудовой	Потребительский	Производственный	Финансовый	Институциональный	Инновационный	Инфраструктурный	Природно-ресурсный		Туристический
63	46	Орловская область	0,5	-0,001	62	63	63	63	60	62	23	75	66	0
64	82	Чеченская Республика	0,5	0,001	47	48	74	56	76	74	24	74	81	2
65	52	Амурская область	0,5	-0,012	63	58	59	59	59	73	68	27	56	-1
66	58	Псковская область	0,5	-0,002	72	70	69	69	54	70	17	76	33	2
67	53	Республика Мордовия	0,5	-0,01	53	71	60	67	64	49	38	65	61	0
68	27	Новгородская область	0,5	-0,016	74	68	64	64	62	31	46	78	30	-3
69	81	Кабардино-Балкарская Республика	0,5	0,002	60	64	75	66	71	63	27	52	65	0
70	55	Севастополь	0,4	0,006	68	75	76	76	72	64	26	67	38	0
71	68	Камчатский край	0,4	-0,002	75	76	67	74	70	68	71	17	53	0
72	71	Курганская область	0,4	-0,012	66	65	70	65	67	72	55	42	77	0
73	49	Костромская область	0,4	-0,015	69	69	68	68	66	76	60	71	46	0
74	50	Республика Адыгея	0,4	-0,002	76	73	77	75	75	79	21	82	76	1
75	57	Республика Марий Эл	0,4	-0,011	67	72	65	73	68	58	63	46	73	-1

О к о н ч а н и е п р и л . 9

Ранг потенциала	Ранг риска, 2019	Регион (субъект Федерации)	Доля в общероссийском потенциале, 2019, 2018 г., %	Изменение доли в потенциале, 2019 г. к 2018 г., п. п.	Ранги составляющих инвестиционного потенциала в 2019 г.							Изменение ранга потенциала, 2019 г. к 2018 г.		
					Трудовой	Потребительский	Производственный	Финансовый	Институциональный	Инновационный	Инфраструктурный		Природный ресурсный	Туристический
76	64	Республика Хакасия	0,3	0,001	77	74	66	72	73	69	67	32	78	0
77	83	Республика Ингушетия	0,3	0,003	79	78	85	78	83	83	12	83	75	0
78	69	Магаданская область	0,3	-0,001	81	79	72	77	77	78	75	15	82	0
79	78	Карачаево-Черкесская Республика	0,3	-0,004	70	77	79	79	78	75	58	62	48	0
80	79	Чукотский авт. округ	0,3	0,001	84	85	80	81	84	85	78	16	79	0
81	74	Республика Калмыкия	0,2	0,025	78	81	84	82	80	27	80	49	83	0
82	85	Республика Тыва	0,2	0,003	80	80	83	80	82	80	85	31	71	1
83	77	Еврейская авт. область	0,2	-0,002	83	83	82	85	81	81	61	53	84	-1
84	76	Республика Алтай	0,2	0,006	82	82	81	83	79	84	82	61	67	0
85	67	Ненецкий авт. округ	0,2	0,022	85	84	61	84	85	82	84	37	85	0

Инвестиционный потенциал в российских регионах в 2019 г.⁷

Ранг риска	Ранг потенциала, 2019	Регион (субъект Федерации)	Средне-взвешенный индекс риска, 2019	Изменение индекса риска, 2019 г. к 2018 г., увеличение (+), снижение (-)	Ранги составляющих инвестиционного риска в 2019 г.						Изменение ранга риска, 2019 г. к 2018 г.
					Социальный	Экономический	Финансовый	Криминальный	Экологический	Управленческий	
1	2	Московская область	0,125	-0,001	3	6	6	17	28	6	0
2	16	Белгородская область	0,135	0,003	4	4	10	1	8	42	3
3	38	Липецкая область	0,138	0,009	5	14	15	10	37	19	0
4	3	Санкт-Петербург	0,139	-0,012	2	12	4	65	47	1	6
5	23	Ленинградская область	0,152	0,022	12	11	1	54	49	4	-1
6	6	Республика Татарстан	0,153	0,015	16	2	14	13	39	16	1
7	1	Москва	0,154	-0,012	1	33	12	71	25	3	5
8	51	Тамбовская область	0,161	0,024	9	21	44	7	13	10	-2
9	37	Курская область	0,162	0,014	10	18	24	8	4	28	0
10	20	Воронежская область	0,163	0,023	6	5	42	36	14	15	-2
11	4	Краснодарский край	0,165	0,037	28	1	16	37	12	34	-9
12	35	Тульская область	0,166	0,006	7	17	23	5	36	27	-1
13	13	Самарская область	0,187	-0,009	25	27	9	28	33	23	7
14	10	Нижегородская область	0,188	0,008	8	54	20	30	11	30	1

⁷ Рейтинговое агентство RAEX («Эксперт РА») : [офф. сайт]. URL: http://raexpert.ru/rankingtable/region_climat/2014/ (дата обращения: 20.05.2020).

Продолжение прил. 10

Ранг риска	Ранг по-тен-ци-а-ла, 2019	Ранг по-тен-ци-а-ла, 2019	Регион (субъект Федерации)	Средне-взве-шен-ный индек-с риска, 2019	Изменение индекса риска, 2019 г. к 2018 г.; увеличение (+), снижение (-)	Ранги составляющих инвестиционного риска в 2019 г.						Изме-нение ранга риска, 2019 г. к 2018 г.
						Соци-аль-ный	Эконо-мичес-кий	Финан-со-вый	Крими-наль-ный	Эколо-гичес-кий	Управ-ленчес-кий	
15	14	30	Тюменская область	0,193	0,014	39	16	5	56	45	13	-1
16	13	49	Рязанская область	0,195	0,019	20	30	25	22	27	25	-3
17	21	5	Свердловская область	0,201	0,002	18	37	17	32	61	17	4
18	35	40	Ярославская область	0,203	-0,025	21	48	29	9	51	9	17
19	24	12	Ханты-Мансийский авт. округ – Югра	0,206	-0,002	22	42	3	67	76	2	5
20	17	11	Республика Башкортостан	0,207	0,02	61	7	7	38	44	50	-3
21	19	15	Новосибирская область	0,209	0,014	58	20	13	49	35	18	-2
22	25	34	Калужская область	0,209	-0,002	15	25	51	62	26	7	3
23	16	50	Пензенская область	0,209	0,025	31	53	32	4	9	37	-7
24	18	9	Ростовская область	0,214	0,025	33	3	59	25	30	51	-6
25	23	39	Владимирская область	0,217	0,012	24	31	55	33	6	26	-2
26	34	32	Калининградская область	0,22	-0,007	36	24	62	18	3	22	8
27	26	68	Новгородская область	0,221	0,008	26	38	43	61	18	24	-1
28	22	24	Ставропольский край	0,223	0,02	40	9	33	46	22	73	-6

Продолжение прил. 10

Ранг риска	Ранг по-тен-циа-ла, 2019 г.	Регион (субъект Федерации)	Средне-взве-шен-ный индек-с риска, 2019	Изменение индекса риска, 2019 г. к 2018 г., увеличение (+), снижение (-)	Ранги составляющих инвестиционного риска в 2019 г.							Измене-ние ранга риска, 2019 г. к 2018 г.
					Соци-аль-ный	Эконо-мичес-кий	Финан-со-вый	Крими-наль-ный	Эколо-гичес-кий	Управ-ленчес-кий		
29	37	Брянская область	0,223	-0,006	13	29	67	2	24	33	8	
30	40	Вологодская область	0,227	-0,007	30	40	36	16	65	32	10	
31	27	Волгоградская область	0,231	0,012	42	47	38	11	40	39	-4	
32	28	Сахалинская область	0,231	0,01	29	35	49	58	67	5	-4	
33	36	Саратовская область	0,233	0,005	47	23	45	20	38	53	3	
34	39	Ульяновская область	0,233	0,001	45	64	35	14	16	38	5	
35	38	Томская область	0,235	0,002	55	26	22	40	60	47	3	
36	33	Ямало-Ненецкий авт. округ	0,235	0,008	11	69	2	41	85	20	-3	
37	30	Омская область	0,237	0,014	57	10	28	64	53	62	-7	
38	29	Алтайский край	0,239	0,017	54	34	26	27	43	60	-9	
39	48	Смоленская область	0,24	-0,017	41	62	39	39	15	41	9	
40	43	Челябинская область	0,242	0,005	44	39	11	77	64	29	3	
41	42	Красноярский край	0,244	0,01	51	22	19	43	78	31	1	
42	50	Тверская область	0,245	-0,016	19	79	53	23	17	36	8	
43	47	Приморский край	0,246	-0,009	48	13	47	68	62	43	4	

Продолжение прил. 10

Ранг риска	Ранг по-тен-ция, 2019	Регион (субъект Федерации)	Средне-взвешенный индекс риска, 2019	Изменение индекса риска, 2019 г. к 2018 г., увеличение (+), снижение (-)	Ранги составляющих инвестиционного риска в 2019 г.						Изменение ранга риска, 2019 г. к 2018 г.
					Соци-аль-ный	Эконо-миче-ский	Финан-со-вый	Крими-наль-ный	Эколо-гиче-ский	Управ-ленче-ский	
44	31	Чувашская Республика	0,246	0,023	63	51	41	26	32	14	-13
45	41	Кировская область	0,248	0,014	38	56	40	35	56	46	-4
46	60	Орловская область	0,249	-0,034	23	46	63	15	23	64	14
47	51	Хабаровский край	0,252	-0,012	14	45	58	42	70	35	4
48	32	Оренбургская область	0,252	0,026	43	50	18	52	63	66	-16
49	57	Костромская область	0,256	-0,02	17	73	46	31	54	68	8
50	46	Республика Адыгея	0,264	0,018	68	15	64	3	7	52	-4
51	49	Удмуртская Республика	0,264	0,003	50	68	30	66	42	55	-2
52	45	Амурская область	0,268	0,026	37	36	57	75	68	11	-7
53	52	Республика Мордовия	0,27	0,003	62	43	61	45	10	48	-1
54	44	Иркутская область	0,274	0,033	64	32	8	69	73	63	-10
55	61	Севастополь	0,279	-0,01	60	63	71	6	2	67	6
56	53	Пермский край	0,284	0,014	49	67	52	63	66	49	-3
57	54	Республика Марий Эл	0,284	0,012	67	65	37	24	46	54	-3
58	64	Пековская область	0,285	-0,007	52	52	66	55	31	58	6

Продолжение прил. 10

Ранг риска	Ранг по-тен-циа-ла, 2019 г.	Регион (субъект Федерации)	Средне-взве-шен-ный индек-с риска, 2019	Изменение индекса риска, 2019 г. к 2018 г., увеличение (+), снижение (-)	Ранги составляющих инвестиционного риска в 2019 г.						Изме-нение ранга риска, 2019 г. к 2018 г.
					Соци-аль-ный	Эконо-мичес-кий	Финан-со-вый	Крими-наль-ный	Эколо-гичес-кий	Управ-ленчес-кий	
59	59	Архангельская область	0,286	0,003	34	61	54	57	77	44	0
60	56	Республика Саха (Якутия)	0,289	0,014	74	19	34	12	82	40	-4
61	65	Ивановская область	0,293	0	27	76	70	34	34	61	4
62	55	Кемеровская область	0,294	0,021	46	66	50	48	72	70	-7
63	66	Мурманская область	0,306	0,006	56	83	31	51	80	8	3
64	58	Республика Хакасия	0,307	0,031	59	55	60	59	57	75	-6
65	63	Астраханская область	0,316	0,024	73	58	56	60	50	65	-2
66	62	Республика Коми	0,319	0,029	69	72	27	76	81	12	-4
67	67	Ненецкий авт. округ	0,322	0,005	70	74	21	78	79	21	0
68	74	Камчатский край	0,333	-0,039	53	70	72	70	71	57	6
69	68	Магаданская область	0,337	0,008	35	78	48	83	83	45	-1
70	69	Республика Крым	0,344	0,006	71	77	75	19	1	74	-1
71	71	Курганская область	0,355	-0,005	65	75	74	73	41	69	0
72	70	Республика Бурятия	0,364	0,021	76	44	69	72	69	72	-2
73	72	Забайкальский край	0,37	0,007	75	80	65	47	75	56	-1

О к о н ч а н и е п р и л . 10

Ранг риска	Ранг по-тен-ция, 2019	Регион (субъект Федерации)	Средне-взве-шенный индекс риска, 2019	Изменение индекса риска, 2019 г. к 2018 г., увеличение (+), снижение (-)	Ранги составляющих инвестиционного риска в 2019 г.						Изме-нение ранга риска, 2019 г. к 2018 г.
					Соци-альный	Эконо-мичес-кий	Финан-совый	Крими-наль-ный	Эколо-гичес-кий	Управ-ленчес-кий	
74	77	Республика Калмыкия	0,375	-0,019	79	59	73	29	55	71	3
75	76	Республика Карелия	0,407	0,019	72	82	77	50	74	59	1
76	73	Республика Алтай	0,409	0,039	82	41	76	53	58	79	-3
77	78	Еврейская авт. область	0,412	0,01	66	84	68	79	52	83	1
78	75	Карачаево-Черкесская Республика	0,415	0,043	83	8	81	80	5	77	-3
79	81	Чукотский авт. округ	0,421	-0,028	32	85	79	21	84	78	2
80	80	Республика Северная Осетия – Алания	0,44	-0,008	77	81	78	82	48	76	0
81	79	Кабардино-Балкарская Республика	0,459	0,025	81	71	80	84	21	80	-2
82	82	Чеченская Республика	0,506	0,033	78	49	85	74	19	85	0
83	84	Республика Ингушетия	0,509	-0,014	84	60	83	44	29	84	1
84	83	Республика Дагестан	0,53	0,008	80	28	82	85	20	81	-1
85	85	Республика Тыва	0,58	-0,01	85	57	84	81	59	82	0

Приложение 11

Нормативные доли разрешенных финансовых активов в общем объеме размещенных средств Фонда национального благосостояния в пределах соответствующих долей, установленных Правительством Российской Федерации⁸

№ п/п	Разрешенные финансовые активы, определенные Бюджетным кодексом Российской Федерации	Пределные доли, установленные Правительством Российской Федерации, %	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 оформленных 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 Российской Федерации	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

⁸ Министерство финансов РФ : [официальный сайт]. URL: <http://www.minfin.ru> (дата обращения: 03.08.2020).

Приложение 12

**Предельные доли разрешенных финансовых активов
в общем объеме размещенных средств Резервного фонда, %⁹**

№ п/п	Разрешенные финансовые активы, определенные Бюджетным кодексом Российской Федерации	Предельные доли, установленные Правительством Российской Федерации, %	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

⁹ Министерство финансов РФ : [официальный сайт]. URL: <http://www.minfin.ru> (дата обращения: 03.08.2020).

Приложение 13

Стратегические партнеры Российского фонда прямых инвестиций

Фонд	Стратегический партнер
Российско-китайский инвестиционный фонд	Совместно с Китайской инвестиционной корпорацией (СIC) РФПИ создал Российско-китайский инвестиционный фонд (РКИФ) с капиталом \$ 2 млрд, 70 % которого будет проинвестировано в России. Ожидается, что еще до \$ 2 млрд от китайских и международных инвесторов будет привлечено в капитал фонда
Российский фонд прямых инвестиций и суверенный фонд ОАЭ Mubadala	РФПИ и суверенный фонд ОАЭ Mubadala договорились о создании совместного фонда объемом \$ 2 млрд. Его основной задачей станет осуществление совместных инвестиций в долгосрочные проекты в различные секторы российской экономики. Также под управлением Mubadala находятся \$ 5 млрд, выделенные Департаментом финансов Абу-Даби для инвестиций в инфраструктуру России.
Российско-саудовский инвестиционный фонд	РФПИ и суверенный фонд королевства Саудовская Аравия Public Investment Fund (PIF) создали партнерство, в рамках которого стороны осуществляют совместные инвестиции в привлекательные проекты, в том числе в области инфраструктуры и сельского хозяйства на территории России. PIF вложил в партнерство \$ 10 млрд, создан Российско-саудовский инвестиционный фонд
Российско-французский инвестиционный фонд	РФПИ и Caisse des Dépôts International запустили Российско-французскую инвестиционную платформу, ориентированную на инвестирование в широкий спектр активов, включая долговые инструменты, инфраструктуру и недвижимость в России и Франции, способствующих усилению экономического сотрудничества между странами
Суверенный фонд Катара совместно с РФПИ	РФПИ и суверенный фонд Катара Qatar Holding договорились о создании совместного фонда, который будет сфокусирован на осуществлении совместных инвестиций в проекты преимущественно на территории Российской Федерации
РФПИ и Государственный банк Индии	РФПИ и Государственный банк Индии – State Bank of India (SBI) создали новый консорциум для соинвестирования в интересах расширения двустороннего экономического сотрудничества. Целью данного партнерства является развитие инфраструктуры для облегчения доступа к долгосрочному капиталу в России и Индии и активное содействие взаимным инвестициям двух стран
Российско-корейская инвестиционная платформа	РФПИ и Корейская инвестиционная корпорация (КИС) подписали меморандум о создании Российско-корейской инвестиционной платформы с целью инвестирования в компании и проекты, способствующие развитию внешнеторгового и инвестиционного сотрудничества между странами

Продолжение прил. 13

Фонд	Стратегический партнер
Российско-итальянская инвестиционная платформа	РФПИ и Fondo Strategico Italiano (FSI) подписали меморандум о создании Российско-итальянской инвестиционной платформы. Планируемый объем средств под управлением партнеров – €1 млрд. Инвестиции будут направлены в компании и проекты, способствующие укреплению внешней торговли и увеличению объема прямых иностранных инвестиций между Италией и Россией
Российско-японский инвестиционный фонд	РФПИ и Japan Bank for International Cooperation (JBIC) создали Российско-японский инвестиционный фонд, в рамках которого стороны намерены вести совместный поиск и реализацию инвестиционно-привлекательных проектов, способствующих укреплению торгово-экономического и инвестиционного сотрудничества двух стран. Согласно достигнутому договоренностям, инвестиции РФПИ и JBIC в совместный фонд составили до \$ 500 млн с каждой стороны
Суверенный фонд Кувейта совместно с РФПИ	РФПИ запустил механизм автоматического соинвестирования, первым участником которого стал Кувейтский инвестиционный фонд (KIA) с начальной инвестицией \$ 500 млн. Впоследствии фонд удвоил объем инвестиций с РФПИ до \$ 1 млрд. Этот механизм дает международным инвесторам возможность автоматически участвовать в каждой сделке РФПИ пропорционально своим инвестициям
РФПИ и Mumtalakat (Бахрейн)	РФПИ и инвестиционный фонд Королевства Бахрейн Mumtalakat подписали Меморандум о сотрудничестве. Целью данного партнерства является обмен информацией и опытом в секторах, представляющих взаимный интерес для обеих сторон, и поиск инвестиционных возможностей в России и Бахрейне
Консорциум с участием РФПИ и С. Р. Group	РФПИ и С. Р. Group договорились о ведении совместного поиска и осуществлении инвестиций в проекты в сфере сельского хозяйства, производства и дистрибуции продуктов питания на территории России. Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ), таиландский конгломерат Charoen Pokphand Group (С. Р. Group), китайская компания Banner Infant Dairy Products (Banner Dairy), ведущие ближневосточные инвесторы и банки, а также правительство Рязанской области договорились о совместных инвестициях в создание крупнейшего в России интегрированного молочно-товарного комплекса на территории Рязанской области
Российско-китайский инвестиционный банк	РФПИ и китайская компания CITIC Merchant, подразделение ведущей финансовой группы CITIC, договорились о создании Российско-китайского инвестиционного банка. Создаваемая структура будет оказывать широкий спектр услуг в области инвестиционно-банковского бизнеса, способствующих привлечению китайского капитала в российские компании

Продолжение прил. 13

Фонд	Стратегический партнер
РФПИ и Rönesans Holding (Турция)	РФПИ и ведущая строительная, девелоперская и инвестиционная компания Rönesans Holding договорились о расширении инвестиционного сотрудничества. Стороны ведут поиск привлекательных инвестиционных проектов на территории Российской Федерации. В качестве приоритетных направлений сотрудничества РФПИ и Rönesans Holding выделили сферы здравоохранения, строительства, инфраструктуры и коммерческой недвижимости. Это совместные инвестиции в региональные проекты на территории России в медицинской отрасли и инфраструктурной сфере, включая использование механизма государственно-частного партнерства (ГЧП) и строительства торговых центров в регионах
Российско-вьетнамская инвестиционная платформа	РФПИ и вьетнамский государственный инвестиционный фонд State Capital Investment Corporation (SCIC) подписали меморандум о создании Российско-вьетнамской инвестиционной платформы. Инвестиции РФПИ и SCIC в платформу составят 250 млн долл. с каждой стороны и будут направлены в компании и проекты, способствующие укреплению внешней торговли, увеличению объема прямых иностранных инвестиций между Вьетнамом и Россией
Российско-турецкий инвестиционный фонд	РФПИ и суверенный фонд Турции подписали меморандум о создании Российско-турецкого инвестиционного фонда, в рамках которого стороны намерены вести совместный поиск привлекательных инвестиционных проектов, способствующих укреплению двусторонних экономических связей и увеличению объема взаимных инвестиций между Россией и Турцией. РФПИ и суверенный фонд Турции вложат в создание Российско-турецкого инвестиционного фонда до 500 млн долл. с каждой стороны
Российско-китайский венчурный фонд	РКИФ (российско-китайский инвестиционный фонд) и китайская компания Tus-Holdings договорились о создании совместного Российско-китайского венчурного фонда, способствующего развитию потенциала торгово-экономического, инвестиционного и научно-технического сотрудничества в России и КНР
РФПИ и Министерство инвестиций Египта	Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ) и Министерство инвестиций Арабской Республики Египет договорились об укреплении инвестиционного сотрудничества, в рамках которого РФПИ окажет поддержку в создании инвестиционного фонда Египта
Российско-индийский инвестиционный фонд	Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ) и National Investment and Infrastructure Fund (NIIF), созданный Правительством Индии при поддержке РФПИ, договорились о создании Российско-индийского инвестиционного фонда объемом

Продолжение прил. 13

Фонд	Стратегический партнер
	в 1 млрд долл., в рамках которого стороны намерены вести совместный поиск инвестиционно-привлекательных проектов, способствующих укреплению торгово-экономического и инвестиционного сотрудничества двух стран
РФПИ и DP World (ОАЭ)	РФПИ и один из ведущих портовых операторов мира, компания DP World (ОАЭ), объявляют о создании совместного предприятия с целью осуществления инвестиций в объекты портовой, транспортной и логистической инфраструктуры в России. Объем инвестиций DP World Russia в развитие объектов российской портовой инфраструктуры составит до 2 млрд долл.
РФПИ и IDFC (Индия)	РФПИ и ведущая индийская группа компаний в области инвестирования в инфраструктуру IDFC Ltd. (Infrastructure Development Finance Company) договорились о совместной реализации инвестиционных проектов, способствующих усилению экономического сотрудничества между Россией и Индией. Каждая из сторон выделит до 500 млн долл. для осуществления таких инвестиций
Российско-армянский инвестиционный фонд	РФПИ и армянская государственная компания «МСП Инвестиции» договорились о создании Российско-армянского инвестиционного фонда, в рамках которого стороны намерены вести совместный поиск инвестиционно-привлекательных проектов, способствующих укреплению торгово-экономического и инвестиционного сотрудничества двух стран
Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ), китайский Фонд шелкового пути (Silk Road Fund) и Государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)»	РФПИ, китайский Фонд шелкового пути (Silk Road Fund) и Внешэкономбанк договорились об укреплении сотрудничества, в рамках которого стороны сосредоточат совместную работу на поиске инвестиционных проектов в России и Китае, способствующих росту торгово-экономического и инвестиционного сотрудничества двух стран. В числе приоритетных сфер сотрудничества стороны определили инфраструктуру, промышленное производство, энергетику и энергоэффективность
РФПИ и Tata Power (Индия)	РФПИ и ведущая индийская вертикально-интегрированная компания в сфере производства электроэнергии Tata Power, входящая в группу Tata Group, подписали меморандум о совместном развитии инвестиционного потенциала в энергетической отрасли. РФПИ и Tata Power ведут сотрудничество в сфере реализации привлекательных инвестиционных возможностей преимущественно на территории Российской Федерации

О к о н ч а н и е п р и л . 13

Фонд	Стратегический партнер
РФПИ и Государственный фонд национальных интересов Республики Армения	РФПИ и Государственный фонд национальных интересов Республики Армения подписали соглашение о сотрудничестве и совместной работе по поиску и реализации проектов с целью привлечения инвестиций в экономики двух стран, внедрению новейших технологий в разных отраслях, улучшению бизнес-среды, а также совместной реализации инвестиционных проектов в третьих странах
Российско-монгольский фонд инвестиционного сотрудничества	Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ) и дочерняя инвестиционная компания Банка развития Монголии DBM Asset Management договорились о создании совместного Российско-монгольского фонда инвестиционного сотрудничества, в рамках которого стороны сфокусируются на поиске и реализации проектов на территории Российской Федерации и Монголии, способствующих развитию потенциала экономик двух стран и улучшению делового климата
РФПИ и Агентство развития Сербии	Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ) и Агентство развития Сербии договорились о сотрудничестве, в рамках которого стороны намерены вести совместный поиск привлекательных инвестиционных проектов, способствующих укреплению двусторонних экономических связей и увеличению объема взаимных инвестиций между Россией и Сербией

Приложение 14

Направления государственного регулирования инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений

Виды направлений регулирования	Экономическое содержание регулирования
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
Косвенные методы государственного регулирования инвестиционной деятельности	Совершенствование системы налогообложения, механизма начисления амортизации и использования амортизационных отчислений.
	Установление субъектам инвестиционной деятельности специальных налоговых режимов, не носящих индивидуального характера.
	Защита интересов инвесторов.

О к о н ч а н и е п р и л. 14

Виды направлений регулирования	Экономическое содержание регулирования
	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 жилищного строительства и строительства 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 соответствии темпам инфляции.
	Создание возможности формирования субъектами инвестиционной деятельности собственных инвестиционных фондов

Приложение 15

Налоговые и таможенные льготы для инвесторов

Налог	Россия	ОЭЗ
<i>Промышленные зоны</i>		
Прибыль	20 %	2 % – 5 лет с момента получения прибыли (в случае выпуска экспортно-ориентированной и (или) импортозамещающей продукции, если в общем доходе от реализации товаров (работ, услуг) доля дохода от реализации указанной продукции составляет не менее 50 % – сроком на 7 лет с момента получения прибыли). 7 % – с 6-го по 10-й год включительно. 15,5 % по истечении 10 лет с момента получения прибыли
Имущество	2,2 %	0 % в течение 10 лет с момента постановки имущества на учет
Земля	1,5 %	0 % в течение 5–10 лет с момента регистрации права собственности
Транспорт	1–200 руб./л. с.	0 руб./л. с. в течение 10 лет с момента регистрации ТС

Режим СТЗ: освобождение от уплаты ввозной таможенной пошлины и НДС

<i>Технологические зоны</i>		
Прибыль	20 %	2 % в течение 7–8 лет с момента регистрации в качестве резидента. 7 % – с 9-го по 14-й год. 14,5–15,5 % – по истечении 14 лет
Имущество	2,2 %	0 % в течение 10 лет с момента постановки имущества на учет
Земля	1,5 %	0 % в течение 5–10 лет с момента регистрации права собственности
Транспорт	1–200 руб./л. с.	0 руб./л. с. в течение 5–10 лет с момента регистрации ТС
Страховые взносы	30 %	Для резидентов, ведущих технико-внедренческую деятельность в сфере IT-технологий – 14 %.

Режим СТЗ: освобождение от уплаты ввозной таможенной пошлины и НДС

О к о н ч а н и е п р и л. 15

Налог	Россия	ОЭЗ
<i>Туристические зоны</i>		
Прибыль	20 %	15,5 % в течение 10 лет с момента получения статуса резидента
Имущество	2,2 %	0 % в течение 10 лет с момента постановки имущества на учет
Земля	1,2 %	0 % в течение 5 лет с момента регистрации права собственности
<i>Логистические зоны</i>		
Прибыль	20 %	2 % – 10 лет с момента возникновения прибыли
Имущество	2,2 %	0 % в течение 15 лет с момента постановки имущества на учет
Земля	1,5 %	0 % в течение 10 лет с момента регистрации права собственности
Транспорт	1–200 руб./л. с.	0 руб./л. с. в течение 10 лет с момента регистрации ТС

Режим СТЗ: освобождение от уплаты ввозной таможенной пошлины и НДС

Приложение 16

Рейтинг стран мира по уровню благоприятных условий ведения бизнеса¹⁰

Страна	Индекс 2009–2013	Рейтинг 2009–2013	Индекс 2014–2018	Рейтинг 2014–2018
Сингапур	8,56	1	8,65	1
Швейцария	8,41	2	8,52	2
Гонконг	8,34	3	8,39	3
Канада	8,15	7	8,30	4
Австралия	8,18	5	8,29	5
Швеция	8,20	4	8,26	6
Соединенные Штаты Америки	8,02	8	8,25	7
Новая Зеландия	7,99	11	8,18	8
Финляндия	8,16	6	8,18	9
Дания	8,01	9	8,16	10
Норвегия	7,89	13	8,01	11
Германия	7,99	10	7,98	12
Чили	7,81	14	7,89	13
Тайвань	7,68	16	7,85	14
Ирландия	7,30	20	7,79	15
Нидерланды	7,94	12	7,78	16
Бельгия	7,69	15	7,69	17
Австрия	7,61	17	7,62	18
Малайзия	7,15	24	7,56	19
Израиль	7,17	23	7,50	20
Катар	7,29	21	7,46	21
Великобритания	7,41	19	7,44	22
Эстония	7,19	22	7,38	23

¹⁰ Исследовательская компания The Economist Intelligence Unit : [офиц. сайт]. URL: <https://www.eiu.com/n/> (дата обращения: 20.05.2020).

Продолжение прил. 16

Страна	Индекс 2009–2013	Рейтинг 2009–2013	Индекс 2014–2018	Рейтинг 2014–2018
Франция	7,47	18	7,38	24
Испания	7,01	26	7,36	25
Южная Корея	7,04	25	7,35	26
Япония	6,98	27	7,33	27
Чехия	6,96	28	7,31	28
Польша	6,87	31	7,29	29
Объединенные Арабские Эмираты	6,95	29	7,22	30
Словакия	6,94	30	7,20	31
Мексика	6,83	32	6,91	32
Словения	6,62	36	6,84	33
Таиланд	6,43	38	6,78	34
Бахрейн	6,80	33	6,76	35
Кипр	6,65	34	6,73	36
Венгрия	6,63	35	6,63	37
Португалия	6,61	37	6,62	38
Латвия	6,17	44	6,59	39
Коста-Рика	6,26	43	6,59	40
Саудовская Аравия	6,14	45	6,58	41
Литва	6,33	40	6,58	42
Бразилия	6,33	41	6,57	43
Турция	6,05	48	6,55	44
Кувейт	6,35	39	6,55	45
Болгария	6,05	47	6,48	46
Румыния	5,80	55	6,47	47
Италия	6,28	42	6,44	48
Перу	6,09	46	6,40	49

Продолжение прил. 16

Страна	Индекс 2009–2013	Рейтинг 2009–2013	Индекс 2014–2018	Рейтинг 2014–2018
Китай	6,00	49	6,39	50
Колумбия	5,93	50	6,35	51
Хорватия	5,86	54	6,33	52
Филиппины	5,88	51	6,28	53
Южная Африка	5,87	52	6,23	54
Иордания	5,60	57	6,13	55
Индонезия	5,52	58	6,09	56
Индия	5,42	61	6,08	57
Сальвадор	5,73	56	5,90	58
Вьетнам	5,44	60	5,87	59
Россия	5,46	59	5,83	60
Шри-Ланка	5,31	65	5,82	61
Греция	5,86	53	5,69	62
Доминикана	5,33	64	5,68	63
Казахстан	5,05	69	5,67	64
Сербия	5,19	66	5,55	65
Марокко	5,05	70	5,49	66
Тунис	5,17	67	5,47	67
Египет	5,40	62	5,38	68
Бангладеш	4,77	71	5,38	69
Аргентина	5,40	63	5,35	70
Эквадор	5,09	68	5,34	71
Украина	4,35	77	5,27	72
Азербайджан	4,66	73	5,26	73
Пакистан	4,76	72	5,11	74
Алжир	4,48	75	4,81	75

О к о н ч а н и е п р и л. 16

Страна	Индекс 2009–2013	Рейтинг 2009–2013	Индекс 2014–2018	Рейтинг 2014–2018
Нигерия	4,47	76	4,66	76
Кения	4,23	78	4,63	77
Куба	4,19	79	4,59	78
Ливия	4,04	80	4,58	79
Ангола	3,65	82	4,11	80
Иран	3,74	81	3,95	81
Венесуэла	4,58	74	3,93	82

Приложение 17

**Распределение российских регионов по рейтингу инвестиционного климата
по итогам 2019 г.¹¹**

Номер на графике 1 (приложение 18)	Регион
<i>Максимальный потенциал – минимальный риск (1А)</i>	
10	Московская область
18	Москва
29	Санкт-Петербург
32	Краснодарский край
<i>Средний потенциал – минимальный риск (2А)</i>	
1	Белгородская область
46	Республика Татарстан
51	Нижегородская область
54	Самарская область
<i>Пониженный потенциал – минимальный риск (3А1)</i>	
4	Воронежская область
8	Курская область
9	Липецкая область
12	Рязанская область
14	Тамбовская область
16	Тульская область
25	Ленинградская область
59	Тюменская область
<i>Незначительный потенциал – минимальный риск (3А2)</i>	
–	–
<i>Высокий потенциал – умеренный риск (1В)</i>	
58	Свердловская область

¹¹ Рейтинговое агентство RAEX («Эксперт РА») : [офиц. сайт]. URL: <https://raex-a.ru/ratings/regions/2019/att1> (дата обращения: 20.05.2020).

Продолжение прил. 17

Номер на графике 1 (приложение 18)	Регион
<i>Средний потенциал – умеренный риск (2В)</i>	
35	Ростовская область
43	Республика Башкортостан
49	Пермский край
60	Ханты-Мансийский автономный округ – Югра
61	Ямало-Ненецкий автономный округ
62	Челябинская область
69	Красноярский край
70	Иркутская область
71	Кемеровская область
72	Новосибирская область
<i>Пониженный потенциал – умеренный риск (3В1)</i>	
3	Владимирская область
6	Калужская область
2	Брянская область
5	Ивановская 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

Продолжение прил. 17

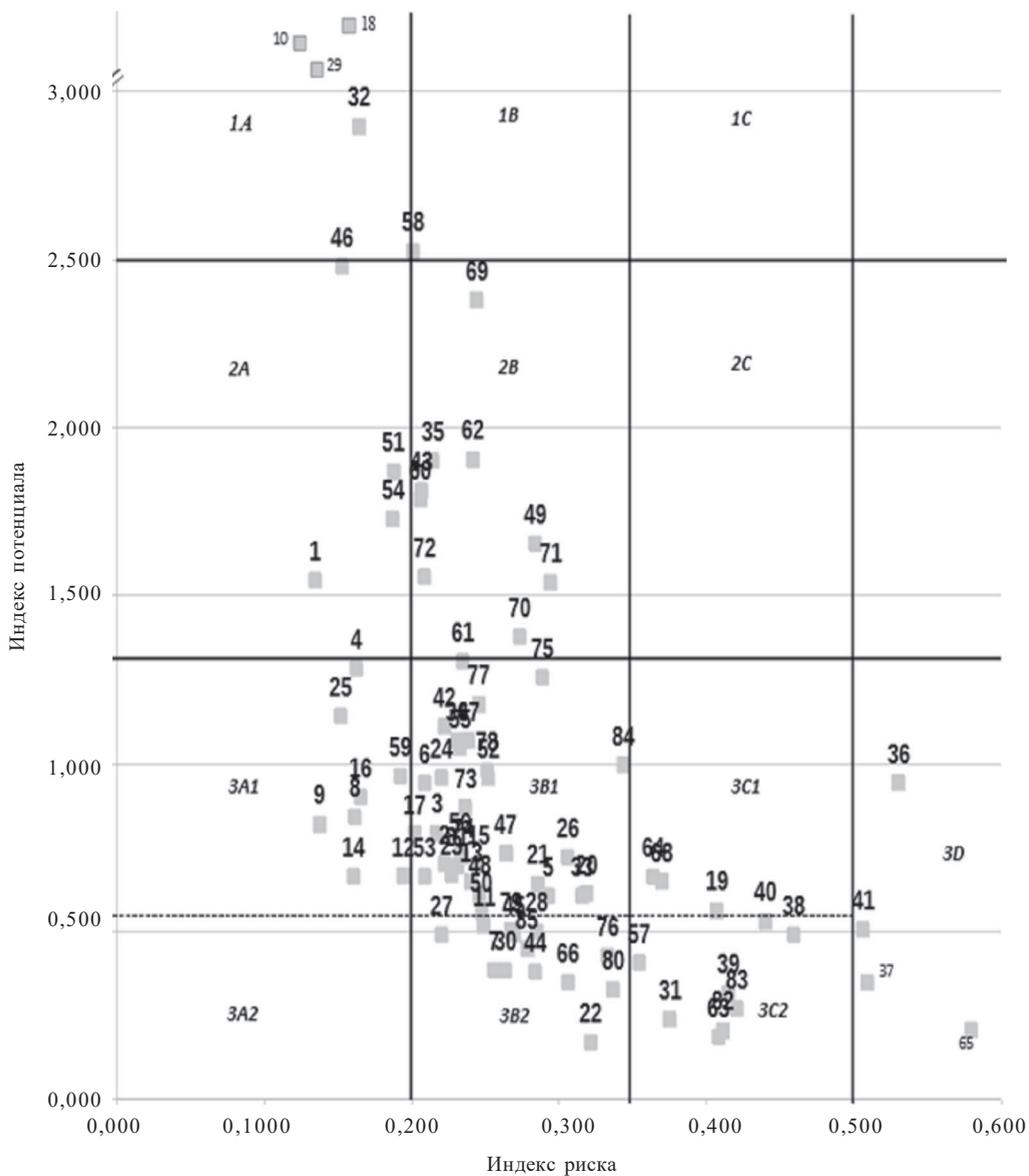
Номер на графике 1 (приложение 18)	Регион
47	Удмуртская Республика
48	Чувашская Республика
52	Оренбургская область
53	Пензенская область
55	Саратовская область
56	Ульяновская область
67	Алтайский край
73	Омская область
74	Томская область
75	Республика Саха (Якутия)
77	Приморский край
78	Хабаровский край
81	Сахалинская область
84	Республика Крым
<i>Незначительный потенциал – умеренный риск (3B2)</i>	
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
50	Кировская область
66	Республика Хакасия
76	Камчатский край

О к о н ч а н и е п р и л . 17

Номер на графике 1 (приложение 18)	Регион
79	Амурская область
80	Магаданская область
85	Севастополь
<i>Максимальный потенциал – высокий риск (1С)</i>	
–	–
<i>Средний потенциал – высокий риск (2С)</i>	
–	–
<i>Пониженный потенциал – высокий риск (3С1)</i>	
68	Забайкальский край
64	Республика Бурятия
<i>Незначительный потенциал – высокий риск (3С2)</i>	
19	Республика Карелия
31	Республика Калмыкия
38	Кабардино-Балкарская Республика
39	Карачаево-Черкесская Республика
40	Республика Северная Осетия – Алания
57	Курганская область
63	Республика Алтай
82	Еврейская автономная область
83	Чукотский автономный округ
<i>Низкий потенциал – экстремальный риск (3D)</i>	
36	Республика Дагестан
37	Республика Ингушетия
41	Чеченская Республика
65	Республика Тыва

Приложение 18

Инвестиционный рейтинг российских регионов за 2019 г.



Приложение 19

**Международная инвестиционная позиция Российской Федерации
(стандартные компоненты, млн долларов США)¹²**

Показатели	Остаток на 01.01.2016	Остаток на 01.01.2017	Остаток на 01.01.2018	Остаток на 01.01.2019	Остаток на 01.01.2020
Чистая международная инвестиционная позиция	339 169	219 666	280 529	374 013	356 504
Активы	1 177 938	1 241 073	1 346 747	1 343 148	1 510 567
Прямые инвестиции	375 034	426 608	477 213	435 862	500 583
Участие в капитале и паи/акции инвестиционных фондов	286 411	329 447	372 627	330 123	390 663
Инвестиции прямого инвестора в капитал предприятия прямого инвестирования и в паи/акции инвестиционных фондов	286 253	329 278	372 411	329 808	390 306
Инвестиции предприятия прямого инвестирования в капитал прямого инвестора и в паи/акции инвестиционных фондов (обратное инвестирование)	33	37	51	82	98
Инвестиции между сестринскими предприятиями	125	132	164	232	259
если конечной контролирующей материнской компанией является резидент	12	37	42	40	40
если конечной контролирующей материнской компанией является нерезидент	113	95	97	170	161
если конечная контролирующая материнская компания неизвестна	0	0	26	21	59

¹² Банк России : [офиц. сайт]. URL: https://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ (дата обращения: 28.06.2020).

Продолжение прил. 19

Показатели	Остаток на 01.01.2016	Остаток на 01.01.2017	Остаток на 01.01.2018	Остаток на 01.01.2019	Остаток на 01.01.2020
из них:					
Паи/акции в инвестиционных фондах	1 561	1 589	0	4	5
Долговые инструменты	88 623	97 161	104 587	105 739	109 920
Инвестиции прямого инвестора в долговые инструменты предприятия прямого инвестирования	66 188	72 555	70 493	68 755	70 113
Инвестиции предприятия прямого инвестирования в долговые инструменты прямого инвестора (обратное инвестирование)	8 563	9 873	13 369	14 499	14 712
Инвестиции между сестринскими предприятиями	13 872	14 733	20 724	22 485	25 094
если конечной контролирующей материнской компанией является резидент	82	125	184	141	209
если конечной контролирующей материнской компанией является нерезидент	635	1 238	1 009	912	685
если конечная контролирующая материнская компания неизвестна	13 155	13 369	19 531	21 432	24 201
из них:					
Долговые бумаги	1 957	4 414	4 635	6 840	6 226
Инвестиции прямого инвестора в долговые бумаги предприятия прямого инвестирования	152	1 553	1 240	1 946	2 399
Инвестиции предприятий прямого инвестирования в долговые бумаги прямого инвестора (обратное инвестирование)	269	351	649	669	701

Продолжение прил. 19

Показатели	Остаток на 01.01.2016	Остаток на 01.01.2017	Остаток на 01.01.2018	Остаток на 01.01.2019	Остаток на 01.01.2020
Инвестиции между сестринскими предприятиями	1 536	2 510	2 746	4 225	3 126
если конечной контролирующей материнской компанией является резидент	0	0	1	0	0
если конечной контролирующей материнской компанией является нерезидент	631	1 232	947	906	680
если конечная контролирующая материнская компания неизвестна	905	1 278	1 798	3 319	2 445
Портфельные инвестиции	68 119	72 060	73 946	68 551	80 294
Участие в капитале и паи/акции инвестиционных фондов	2 815	3 172	4 645	5 775	8 457
Центральный банк	0	0	0	0	0
Банки	605	833	1 318	1 386	1 937
Органы государственного управления	0	0	0	0	0
Прочие секторы	2 210	2 339	3 327	4 389	6 520
Другие финансовые организации	1 236	1 001	1 269	1 583	1 898
Нефинансовые организации, домашние хозяйства и НКОДХ	973	1 338	2 058	2 806	4 622
Ценные бумаги, обеспечивающие участие в капитале, за исключением паев/акций инвестиционных фондов	2 241	2 471	3 729	4 571	6 515

Продолжение прил. 19

Показатели	Остаток на 01.01.2016	Остаток на 01.01.2017	Остаток на 01.01.2018	Остаток на 01.01.2019	Остаток на 01.01.2020
Паи/акции инвестиционных фондов	573	701	916	1 204	1 943
Долговые ценные бумаги	65 304	68 888	69 301	62 776	71 837
Центральный банк	2 325	2 544	4 481	1 999	4 152
Краткосрочные	0	0	0	0	1 000
Долгосрочные	2 325	2 544	4 481	1 999	3 152
Банки	47 375	45 237	37 898	32 167	34 657
Краткосрочные	2 934	384	96	457	1 730
Долгосрочные	44 441	44 854	37 803	31 710	32 927
Органы государственного управления	3 075	3 075	3 075	3 307	3 353
Краткосрочные	0	0	0	0	0
Долгосрочные	3 075	3 075	3 075	3 307	3 353
Прочие секторы	12 529	18 032	23 846	25 303	29 675
Краткосрочные	303	690	98	44	372
Долгосрочные	12 226	17 342	23 748	25 260	29 304
Другие финансовые организации	3 184	5 765	9 706	9 370	8 943
Краткосрочные	35	25	34	22	296
Долгосрочные	3 149	5 740	9 672	9 348	8 647

Продолжение прил. 19

Показатели	Остаток на 01.01.2016	Остаток на 01.01.2017	Остаток на 01.01.2018	Остаток на 01.01.2019	Остаток на 01.01.2020
Нефинансовые организации, домашние хозяйства и НКОДХ	9 345	12 266	14 140	15 934	20 732
Краткосрочные	267	664	64	22	76
Долгосрочные	9 078	11 602	14 076	15 912	20 656
...					
Прочие инвестиции	355 241	357 807	357 993	363 833	369 968
...					
Обязательства	838 769	1 021 407	1 066 218	969 135	1 154 063
Прямые инвестиции	347 690	477 670	529 644	497 366	585 814
Участие в капитале и паи/акции инвестиционных фондов	207 830	336 055	380 703	356 688	436 467
Инвестиции прямого инвестора в капитал предприятия прямого инвестирования и в паи/акции инвестиционных фондов	207 018	335 480	379 888	356 049	433 359
Инвестиции предприятия прямого инвестирования в капитал прямого инвестора и в паи/акции инвестиционных фондов (обратное инвестирование)	765	501	576	461	2 926
Инвестиции между сестринскими предприятиями если конечной контролирующей материнской компанией является резидент	48	74	239	178	183
	0	0	116	111	119

Продолжение прил. 19

Показатели	Остаток на 01.01.2016	Остаток на 01.01.2017	Остаток на 01.01.2018	Остаток на 01.01.2019	Остаток на 01.01.2020
если конечной контролирующей материнской компанией является нерезидент	46	73	88	55	39
если конечная контролирующая материнская компания неизвестна	1	1	35	12	26
из них:					
Паи/акции в инвестиционных фондах	2 197	5 830	6 832	5 383	6 183
Долговые инструменты	139 859	141 615	148 941	140 678	149 347
Инвестиции прямого инвестора в долговые инструменты предприятия прямого инвестирования	38 447	43 254	45 671	39 068	42 425
Инвестиции предприятия прямого инвестирования в долговые инструменты прямого инвестора (обратное инвестирование)	74 015	71 970	73 190	72 694	74 889
Инвестиции между сестринскими предприятиями	27 398	26 391	30 080	28 916	32 033
если конечной контролирующей материнской компанией является резидент	818	45	113	338	168
если конечной контролирующей материнской компанией является нерезидент	4 287	4 949	4 335	3 999	4 323
если конечная контролирующая материнская компания неизвестна	22 293	21 397	25 632	24 578	27 542
из них:					
Долговые бумаги	124	716	472	588	656

Продолжение прил. 19

Показатели	Остаток на 01.01.2016	Остаток на 01.01.2017	Остаток на 01.01.2018	Остаток на 01.01.2019	Остаток на 01.01.2020
Инвестиции прямого инвестора в долговые бумаги предприятия прямого инвестирования	124	716	472	568	633
Инвестиции предприятий прямого инвестирования в долговые бумаги прямого инвестора (обратное инвестирование)	0	0	0	0	0
Инвестиции между сестринскими предприятиями	0	0	0	20	22
если конечной контролирующей материнской компанией является резидент	0	0	0	0	0
если конечной контролирующей материнской компанией является нерезидент	0	0	0	20	22
если конечная контролирующая материнская компания неизвестна	0	0	0	0	0
Портфельные инвестиции	141 647	215 960	230 155	206 909	302 674
Участие в капитале и паи/акции инвестиционных фондов	103 015	165 796	159 539	152 732	211 919
Центральный банк	0	0	0	0	0
Банки	14023	25031	30201	18663	28011
Органы государственного управления	0	0	0	0	0
Прочие секторы	88992	140765	129338	134069	183908
Другие финансовые организации	2468	3599	3293	2878	4904

Продолжение прил. 19

Показатели	Остаток на 01.01.2016	Остаток на 01.01.2017	Остаток на 01.01.2018	Остаток на 01.01.2019	Остаток на 01.01.2020
Нефинансовые организации, домашние хозяйства и НКОДХ	86524	137166	126045	131191	179003
Ценные бумаги, обеспечивающие участие в капитале, за исключением паев/акций инвестиционных фондов	102659	165536	159228	152464	211583
Паи/акции инвестиционных фондов	356	260	310	268	336
Долговые ценные бумаги	38 632	50 164	70 616	54 177	90 755
Центральный банк	0	0	0	0	0
Краткосрочные	0	0	0	0	0
Долгосрочные	0	0	0	0	0
Банки	5721	6148	5376	4478	4431
Краткосрочные	1597	1592	1358	971	872
Долгосрочные	4124	4556	4018	3507	3560
Органы государственного управления	27668	38029	57349	42478	78235
Краткосрочные	0	0	0	0	0
Долгосрочные	27668	38029	57349	42478	78235
Прочие секторы	5243	5987	7891	7222	8090
Краткосрочные	0	1000	800	0	0

О к о н ч а н и е п р и л . 19

Показатели	Остаток на 01.01.2016	Остаток на 01.01.2017	Остаток на 01.01.2018	Остаток на 01.01.2019	Остаток на 01.01.2020
Долгосрочные	5 243	4 987	7 091	7 222	8 090
Другие финансовые организации	749	1 254	2 371	1 998	2 127
Краткосрочные	0	0	0	0	0
Долгосрочные	749	1 254	2 371	1 998	2 127
Нефинансовые организации, домашние хозяйства и НКОДХ	4 494	4 733	5 520	5 224	5 962
Краткосрочные	0	1 000	800	0	0
Долгосрочные	4 494	3 733	4 720	5 224	5 962
...					
Прочие инвестиции	340 187	321 322	301 915	259 927	259 842
...					

Учебное издание

ИНВЕСТИЦИИ
И ИНВЕСТИЦИОННАЯ
ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Учебник

Под общей редакцией Л. И. Юзвович

Ответственная за выпуск *Н. А. Юдина*

Редактор *В. И. Попова*

Корректор *В. И. Попова*

Компьютерная верстка *Г. Б. Головина*

Подписано в печать 10.11.20. Формат 70×100/16.
Бумага офсетная. Цифровая печать.
Уч.-изд. л. 34,22. Усл. печ. л. 40,31. Тираж 100 экз. Заказ 274.
Издательство Уральского университета
620083, Екатеринбург, ул. Тургенева, 4
Отпечатано в Издательско-полиграфическом центре УрФУ
620083, Екатеринбург, ул. Тургенева, 4.
Тел.: +7 (343) 358-93-06, 358-93-22
Факс +7 (343) 358-93-06
<http://print.urfu.ru>

ДЛЯ ЗАМЕТОК

Серия «Современные финансы и банковское дело»

Основана в 2019 г.

В 2019 г. в этой серии изданы учебники:

- «Финансы, денежное обращение и кредит»;
- «Финансы»;
- «Деньги, кредит, банки»;
- «Рынок ценных бумаг»;
- «Страхование»;
- «Бюджетная система Российской Федерации».

Издания серии «Современные финансы и банковское дело» в 2020 г.:

- учебник «Налоги и налоговая система»;
- учебное пособие «Финансовая политика»;
- учебное пособие «Продвижение финансовых продуктов»;
- монография «Финансовые циклы и финансовая политика».



В дальнейшем планируется издать в этой серии учебники:

- «Инвестиции и инвестиционная деятельность»;
- «Международные валютно-кредитные отношения»;
- «Банковское дело»;
- «Финансовые и банковские риски»;
- «Национальная страховая система»;
- «Финансовые и денежно-кредитные методы регулирования экономики»

