

**ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ  
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ  
«ОРЕНБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ АГРАРНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»**

**МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ ДЛЯ ОБУЧАЮЩИХСЯ  
ПО ОСВОЕНИЮ ДИСЦИПЛИНЫ  
ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ**

**Направление подготовки (специальность) Экономика  
Профиль образовательной программы Финансы и кредит  
Форма обучения очная**

## СОДЕРЖАНИЕ

|             |  |           |
|-------------|--|-----------|
| <b>1</b>    | <b>Конспект лекций</b>   | <b>4</b>  |
| <b>1.1</b>  | <b>Лекция № 1 Понятие и виды иностранных инвестиций</b>  | <b>4</b>  |
| <b>1.2</b>  | <b>Лекция № 2 Формы осуществления иностранных инвестиций на территории Российской Федерации</b>                          | <b>9</b>  |
| <b>1.3</b>  | <b>Лекция № 3 Место и роль прямых иностранных инвестиций среди основных форм выхода на международные рынки</b>           | <b>12</b> |
| <b>1.4</b>  | <b>Лекция № 4 Мотивы и гипотезы прямых иностранных инвестиций</b>  | <b>17</b> |
| <b>1.5</b>  | <b>Лекция № 5 Микроэкономические гипотезы прямых иностранных инвестиций</b>  | <b>20</b> |
| <b>1.6</b>  | <b>Лекция № 6 Теории портфельного инвестирования</b>   | <b>24</b> |
| <b>1.7</b>  | <b>Лекция № 7 Правовое регулирование иностранных инвестиций</b>  | <b>29</b> |
| <b>1.8</b>  | <b>Лекция № 8 Риски при осуществлении иностранных инвестиций</b>   | <b>36</b> |
| <b>1.9</b>  | <b>Лекция № 9 Организационно-правовые формы предприятий с иностранными инвестициями</b>                                  | <b>41</b> |
| <b>1.10</b> | <b>Лекция № 10 Масштабы и тенденции международного инвестирования</b>  | <b>45</b> |
| <b>1.11</b> | <b>Лекция № 11 Оценка международных инвестиционных проектов</b>  | <b>56</b> |
| <b>1.12</b> | <b>Лекция № 12 Методы финансирования и оценки международных инвестиционных проектов</b>                                  | <b>60</b> |
| <b>2</b>    | <b>Методические указания по проведению практических занятий</b>  | <b>64</b> |
| <b>2.1</b>  | <b>Практическое занятие № ПЗ-1 Понятие и виды иностранных инвестиций</b>   | <b>64</b> |
| <b>2.2</b>  | <b>Практическое занятие № ПЗ-2 Формы осуществления иностранных инвестиций на территории Российской Федерации</b>         | <b>67</b> |
| <b>2.3</b>  | <b>Практическое занятие № ПЗ-3 Портфельные иностранные инвестиции</b>  | <b>68</b> |
| <b>2.4</b>  | <b>Практическое занятие № ПЗ-4 Микроэкономические гипотезы прямых иностранных инвестиций и гипотезы внешней торговли</b> | <b>70</b> |
| <b>2.5</b>  | <b>Практическое занятие № ПЗ-5 Основные теории прямых иностранных инвестиций (1 часть)</b>                               | <b>71</b> |
| <b>2.6</b>  | <b>Практическое занятие № ПЗ-6 Основные теории прямых иностранных инвестиций (2 часть)</b>                               | <b>72</b> |

|  |           |
|--|-----------|
| <b>2.7 Практическое занятие № ПЗ-7 Правовое регулирование иностранных инвестиций</b>           | <b>74</b> |
| <b>2.8 Практическое занятие № ПЗ-8 Риски при осуществлении иностранных инвестиций</b>          | <b>75</b> |
| <b>2.9 Практическое занятие № ПЗ-9 Особенности привлечения иностранных инвестиций в России</b> | <b>76</b> |
| <b>2.10 Практическое занятие № ПЗ-10 Особые (свободные) экономические зоны</b>                 | <b>77</b> |
| <b>2.11 Практическое занятие № ПЗ-11 Методы оценки эффективности иностранных инвестиций</b>    | <b>78</b> |
| <b>2.12 Практическое занятие № ПЗ-12 Иностранные инвестиции в Российской Федерации</b>         | <b>80</b> |

# **1. КОНСПЕКТ ЛЕКЦИЙ**

## **1.1      Лекция № 1 (2 часа)**

**Тема: Понятие и виды иностранных инвестиций**

**1.1.1    Вопросы лекции:**

- 1.      Сущность иностранных инвестиций**
- 2.      Виды иностранных инвестиций**
- 3.      Особенности притока иностранных инвестиций в Россию**

**1.1.2    Краткое содержание вопросов:**

**2.1. Сущность иностранных инвестиций.**

Расширение мировых хозяйственных связей закономерно ведет к возрастанию роли иностранных инвестиций как источника финансирования инвестиционной деятельности. В соответствии с Федеральным законом от 9 июля 1999 г. N 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» иностранная инвестиция - 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, иного имущества, имущественных прав, имеющих денежную оценку исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности (интеллектуальную собственность), а также услуг и информации.

Иностранный инвестор:

1.      Иностранные 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;

2.      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;

3.      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;

4.      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;

5.      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 законами;

Иностранный инвестор имеет право осуществлять инвестиции на территории РФ путем:

- долевого участия в организациях, создаваемых совместно с российскими юридическими лицами или гражданами;
- создания организаций, полностью принадлежащих иностранным инвесторам, филиалов иностранных юридических лиц;
- приобретения акций, долей участия, паев и других ценных бумаг;

- приобретение иных имущественных прав и осуществления иной деятельности, не запрещенной действующим законодательством.

### **3.2. Виды иностранных инвестиций.**

Иностранные инвестиции могут осуществляться в различных формах. Их специфика определяет необходимость уточнения ряда классификационных признаков применительно к данному типу инвестиций.

Так, по формам собственности на инвестиционные ресурсы иностранные инвестиции могут быть государственными, частными и смешанными.

В зависимости от характера использования иностранные инвестиции подразделяются на предпринимательские (направленные на извлечение прибыли в виде дивиденда) и ссудные (связаны с предоставлением средств на заемной основе с целью получения процента).

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 МВФ в платежных балансах стран.

Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) выступают как вложения иностранных инвесторов, дающих им право контроля и активного участия в управлении предприятием на территории другого государства. К ПИИ относят зарубежные вложения, предполагающие долговременные отношения между партнерами с устойчивым вовлечением в них экономических агентов одной страны с их контролем за хозяйственной организацией, расположенной в принимающей стране.

К ПИИ рекомендуется причислять:

1) приобретение иностранным инвестором пакета акций предприятия, в которое он вкладывает свой капитал, в размере не менее, чем 10% суммарной стоимости объявленного акционерного капитала;

2) реинвестирование прибыли от деятельности указанного предприятия в части, соответствующей доле инвестора в акционерном капитале и остающейся в его распоряжении после распределения дивидендов и репатриации части прибыли (репатриация – возвращение активов, капитала, дивидендов в страну пребывания инвесторов);

3) внутрифирменное предоставление кредита или равноценная операция по урегулированию задолженности в отношениях между «материнской» фирмой и ее зарубежным филиалом.

К разряду портфельных инвестиций относят вложения иностранных инвесторов, осуществляемые с целью получения не права контроля за объектом вложения, а с целью получения определенного дохода.

Портфельные инвестиции, в отличие от прямых, представляют собой вложения в покупку акций, не дающих право вкладчикам влиять на деятельность предприятия и составляющих менее 10% общего объема акционерного капитала. К ним также относят вложения зарубежных инвесторов в облигации, векселя, другие долговые обязательства, государственные и муниципальные ценные бумаги.

Прочие инвестиции - финансовые операции, не подпадающие под категорию прямых и портфельных инвестиций. К категории прочих инвестиций относятся: торговые кредиты, прочие кредиты и займы, кредиты международных финансовых организаций, кредиты под гарантiiи Правительства Российской Федерации, банковские вклады и депозиты в зарубежных банках, доходы от инвестиций, прочие активы и обязательства (неотраженные выше финансовые активы и пассивы, например дебиторские и кредиторские задолженности, относящиеся к просроченным ссудным платежам, невыплаченной зарплатной плате, неуплаченным налогам).

Приоритетное значение среди рассмотренных форм иностранных инвестиций имеют прямые инвестиции, важная роль которых заключается:

1) в способности активизировать инвестиционные процессы в силу присущего

инвестициям мультипликативного эффекта;

2) 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);

3) в сочетании переноса практических навыков и квалифицированного менеджмента со взаимовыгодным обменом ноу-хау, облегчающим выход на международные рынки;

4) в активизации конкуренции и стимулировании развития среднего и малого бизнеса;

5) в способности при правильной организации, стимулировании и размещении ускорить развитие отраслей и регионов;

6) в содействии росту занятости и повышению уровня доходов населения, расширению налоговой базы;

7) в стимулировании развития производства экспортной продукции с высокой долей добавленной стоимости, инновационных товаров и производственных технологий, ориентации на потребителя.

### **3.3. Особенности притока иностранных инвестиций в Россию.**

Несмотря на то, что по данным Федеральной службы государственной статистики и Центрального Банка РФ в долгосрочной динамике иностранные инвестиции имеют тенденцию к росту, в том числе и прямые иностранные инвестиции, приток инвестиций в Россию имеет ряд особенностей, ставящих под сомнение устойчивость и позитивность наблюдаемых тенденций (см. табл. 1 и рис.1).

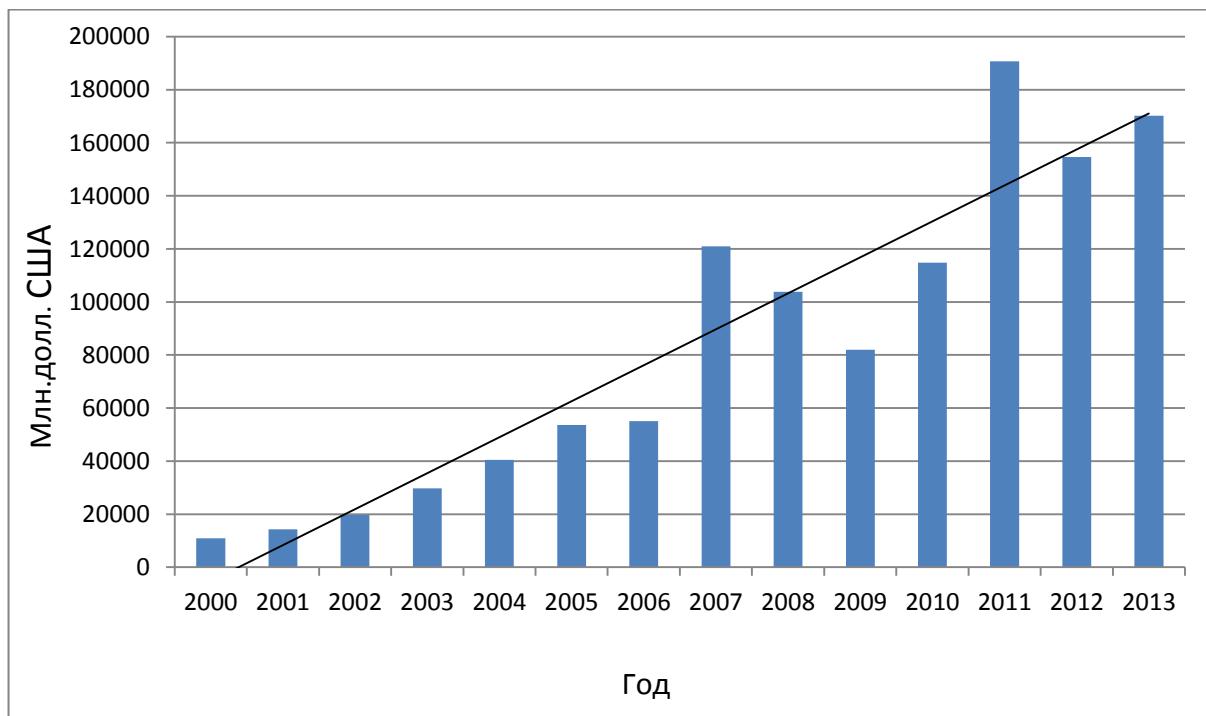


Рис. 1 - Динамика иностранных инвестиций в Россию, млн.долл. США

Таблица 1 - Объем и структура инвестиций, поступивших от иностранных инвесторов в Российскую Федерацию в 2011-2013 гг.

|                  | 2011 г.         |                      | 2012 г.         |                      | 2013 г.         |                      | Абсолютное изменение 2013 г. к 2011 г. |                      |
|------------------|-----------------|----------------------|-----------------|----------------------|-----------------|----------------------|--|----------------------|
|                  | Млрд. долл. США | В процен-тах к итогу | Млрд. долл. США | В процен-тах к итогу | Млрд. долл. США | В процен-тах к итогу | Млрд. долл. США                        | В процен-тах к итогу |
| Всего инвестиций | 190,6           | 100,0                | 154,6           | 100,0                | 170,2           | 100,0                | -20,4                                  | 0                    |
| в том числе:     |                 |                      |                 |                      |                 |                      |  |                      |
| прямые           | 18,4            | 9,7                  | 18,7            | 12,1                 | 26,1            | 15,4                 | 7,7                                    | 5,7                  |
| портфельные      | 0,8             | 0,4                  | 1,8             | 1,2                  | 1,1             | 0,6                  | 0,3                                    | 0,2                  |
| прочие           | 171,4           | 89,9                 | 134,1           | 86,7                 | 143,0           | 84,0                 | -28,4                                  | -5,9                 |

Особенность первая. Инвестиции поступают в основном в форме торговых и прочих кредитов. На зарубежные источники сейчас приходится примерно треть всех займов, привлеченных предприятиями российского нефинансового сектора, и более половины долгосрочных (на срок более года).

Привлечение инвестиций в возвратных формах нехарактерно для большинства других стран – активных реципиентов иностранного капитала. Там преобладают прямые и портфельные инвестиции – их доля доходит до 90% от общего объема. У нас же, значительная часть вновь привлекаемых кредитов служит для рефинансирования старых. Одновременно растут процентные платежи по привлеченным займам.

Таким образом, применительно к России не совсем правильно рассматривать привлекаемые из-за границы деньги как иностранные инвестиции в общепринятое понимании. Заемствования за границей не только более длинные и дешевые по сравнению с теми, что могут предложить российские банки, но и, по-видимому, рассматриваются нашими крупными корпорациями как определенный способ страховки капиталов и доходов от политических рисков.

Особенность вторая. Привлекаемый иностранный капитал концентрируется в первую очередь в торговле, в том числе в значительной мере — во внешней, а также в топливно-сырьевых отраслях (нефтедобыче и переработке, в черной и цветной металлургии).

Первое связано с расширением масштабов импортных операций, сопровождаемых торговыми кредитами, а также с активным проникновением в Россию крупнейших международных сетей розничной торговли. Второе — с быстрым наращиванием добычи и вывоза из страны непереработанных или минимально переработанных природных ресурсов.

Очевидно, это не совсем те вложения, которые нам хотелось бы видеть. Иностранные инвестиции нужны России скорее как «проводники» технологий и предпринимательских навыков, а не как капитал, который благодаря весьма высокой норме сбережений и так образуется в стране в избытке. В большинстве других государств иностранные инвестиции направляются в первую очередь в современные высокотехнологичные производства — и резко выводят их на передовые позиции, приобщая к достижениям научно-технического прогресса. В России же вкладываются преимущественно те виды бизнеса, которые просто нельзя развивать где-либо еще по условиям привязки к рынкам сбыта или местоположению природных ресурсов.

Особенность третья. Привлечение инвестиций из-за рубежа в нефинансовый сектор не сопровождалось сколько-нибудь устойчивой тенденцией сокращения вывоза капитала из него. Напротив, утечка капитала в последние годы по мере расширения товарного экспорта и объема зарабатываемой валюты неуклонно увеличивалась, особенно по «серым» схемам — через невозвращение экспортной выручки и фиктивный импорт.

Рост оттока капитала из реального сектора позволяет предположить, что под видом иностранных инвестиций в российскую экономику возвращаются деньги, имеющие российское же происхождение, но предварительно выведенные из-под национального налогового контроля. Об этом говорит и состав стран-инвесторов: в числе крупнейших находятся Кипр, Багамские и (Британские) Виргинские острова (Таблица 2).

Таблица 2 - Поступление иностранных инвестиций по основным странам-инвесторам

|                       | 2011 г.              |                             | 2012 г.              |                             | 2013 г.              |                             |
|-----------------------|----------------------|-----------------------------|----------------------|-----------------------------|----------------------|-----------------------------|
|                       | Млн.<br>долл.<br>США | В процен-<br>тах<br>к итогу | Млн.<br>долл.<br>США | В процен-<br>тах<br>к итогу | Млн.<br>долл.<br>США | В процен-<br>тах<br>к итогу |
| Все инвестиции        | 190643               | 100                         | 154570               | 100                         | 170180               | 100                         |
| в том числе из стран: |                      |                             |                      |                             |                      |                             |
| Швейцария             | 91827                | 48,2                        | 46790                | 30,3                        | 24602                | 14,5                        |
| Кипр                  | 20268                | 10,6                        | 16455                | 10,6                        | 22683                | 13,3                        |
| Великобритания        | 13104                | 6,9                         | 13490                | 8,7                         | 18862                | 11,1                        |
| Люксембург            | 4682                 | 2,5                         | 11523                | 7,5                         | 16996                | 10,0                        |
| Нидерланды            | 16817                | 8,8                         | 21126                | 13,7                        | 14779                | 8,7                         |
| Франция               | 4353                 | 2,3                         | 4193                 | 2,7                         | 10309                | 6,1                         |
| Германия              | 10264                | 5,4                         | 7202                 | 4,7                         | 9157                 | 5,4                         |
| США                   | 1730                 | 0,9                         | 3384                 | 2,2                         | 8656                 | 5,1                         |
| Ирландия              | 2033                 | 1,1                         | 4671                 | 3,0                         | 6757                 | 4,0                         |
| Китай                 | 1887                 | 1,0                         | 740                  | 0,5                         | 5027                 | 2,9                         |

Особенность четвертая. Сокращение чистого вывоза частных капиталов идет параллельно с увеличением оттока капитала по официальным каналам — ростом золотовалютных резервов и выплат по внешнему долгу. В итоге разрыв между национальными сбережениями и инвестициями в целом не снизился. Сохраняющийся разрыв между сбережениями и инвестициями в 10-15% ВВП остается уникальным показателем для крупных стран.

Нынешняя макроэкономическая политика пока относительно успешна, но результат ее непредсказуем и она слишком дорога. Ощущается потребность в стратегии развития на основе привлечения инвестиций, конкуренции и сильной национальной валюты.

## **1.2      Лекция № 2 (2 часа)**

**Тема: Формы осуществления иностранных инвестиций на территории Российской Федерации**

### **1.2.1    Вопросы лекции:**

- 1. Инвестирование в ценные бумаги**
- 2. Иностранные вложения в капитал предприятий**
- 3. Кредитование как форма осуществления иностранных инвестиций**

### **1.2.2    Краткое содержание вопросов:**

#### **2.1 Инвестирование в ценные бумаги.**

Для привлечения прямых и портфельных иностранных инвестиций используются различные формы.

Среди форм привлечения прямых иностранных инвестиций можно выделить:

- привлечение иностранных инвестиций путем создания совместных предприятий;
- создание на территории страны предприятий, полностью принадлежащих иностранному капиталу;
- привлечение иностранных инвестиций на условиях соглашений о разделе продукции;
- привлечение иностранных инвестиций через свободные экономические зоны, направленное на осуществление интенсивной модернизации отдельных регионов страны.

*Способом привлечения портфельных иностранных инвестиций является размещение за рубежом облигаций (государственных и частных), небольших пакетов акций предприятий (без права управления предприятием) и их суррогатов, а также средств от продажи аналогичных ценных бумаг нерезидентам, т.е. иностранным юридическим и физическим лицам внутри страны. С помощью иностранных портфельных инвестиций решаются в основном финансовые задачи.*

Покупка ценных бумаг — вложение средств инвесторов в ценные бумаги наиболее прибыльно работающих предприятий, а также в ценные бумаги, эмитируемые государственными и местными органами власти, с целью получения максимального дохода на вложенные средства. Иностранный инвестор активно не участвует в управлении предприятием, занимает позицию «стороннего наблюдателя» по отношению к предприятию — объекту инвестирования и, как правило, не вмешивается в управление им, довольствуясь получением дивидендов. Целью инвестора является получение высокой нормы прибыли и снижение риска за счет хеджирования. Привлечение такого вида инвестиций производится посредством ценных бумаг, обращающихся на финансовых рынках, в том числе путем вложения в государственные и муниципальные ценные бумаги. Таким образом, создание новых активов при данном вложении средств не происходит. Однако инвестиции в ценные бумаги позволяют увеличить объем привлеченного капитала на предприятии.

**2.2 Иностранные вложения в капитал предприятий.** Совместные предприятия образуются путем создания общего уставного фонда с участием капитала не менее чем двух стран. Нижняя граница доли иностранного капитала обычно не устанавливается. Верхняя граница иностранного капитала также не лимитируется. В том случае если доля иностранного капитала достигнет 100%, предприятие из разряда совместных переходит в разряд полностью иностранных. Возможно также непосредственное приобретение предприятия иностранными инвесторами. В ходе функционирования иностранного предприя-

тия не исключается привлечение дополнительного капитала (кредитов) других стран. Привлекаемые средства могут быть направлены в основные и оборотные фонды.

Вложения в капитал предприятий, связанные с определенным риском, представляют *венчурное финансирование*. Название «венчурный» происходит от английского *venture* — «рискованное предприятие или начинание». Сам термин «рисковый» подразумевает, что во взаимоотношениях капиталиста-инвестора и предпринимателя, претендующего на получение от него денег, присутствует элемент авантюризма. И это на самом деле так. Рисковое (венчурное) инвестирование, как правило, осуществляется в малые и средние частные или приватизированные предприятия без предоставления ими какого-либо залога или заклада, в отличие, например, от банковского кредитования. Венчурные фонды или компании предпочитают вкладывать капитал в фирмы, чьи акции не обращаются в свободной продаже на фондовом рынке, а полностью распределены между акционерами — физическими или юридическими лицами.

За десятилетия своего существования венчурный бизнес зарекомендовал себя как один из наиболее действенных инструментов поддержки и развития реального сектора экономики. Объектами венчурных инвестиций становятся в первую очередь компании и технологии, обеспечивающие не только динамичное развитие существующих производств, но и появление качественно новых товаров и услуг.

Несомненным подтверждением эффективности венчурного бизнеса на развивающихся рынках является достаточно высокая активность зарубежного венчурного капитала в России. В настоящее время декларируют свое присутствие в России более 40 венчурных фондов с суммарными активами не менее 4,3 млрд. дол. На территории России размещены представительства около 30 управляющих компаний венчурных фондов.

Все действующие зарубежные фонды можно условно разделить на три группы:

1) фонды, капитал которых полностью или частично сформирован Европейским банком реконструкции и развития (фонды ЕБРР) с участием других международных финансовых организаций;

2) активно действующие в России фонды, в создании и деятельности которых, наряду с корпоративными и частными инвесторами, в той или иной форме участвует государство («активные» фонды);

3) фонды, заявившие о своей заинтересованности в присутствии на российском рынке, однако еще не проявившие значительной деловой активности («пассивные» фонды).

Естественно, деление фондов на «активные» и «пассивные» весьма условно и основано на имеющихся сведениях о количестве и объемах инвестиций, осуществленных в России. При этом необходимо учитывать, что фонды, как любые серьезные коммерческие структуры, весьма сдержаны в предоставлении информации о своей деятельности. Поэтому не совсем корректно определять активность только по указанным характеристикам. Очевидно, например, что венчурный фонд, не инвестирующий в настоящее время, но активно разрабатывающий динамичную стратегию деятельности в России, не может быть отнесен к числу «пассивных».

### **2.3 Кредитование как форма осуществления иностранных инвестиций.**

*Сотрудничество на компенсационной основе* — форма сотрудничества, которая характеризуется тремя признаками:

1) предоставление на условиях кредита финансовых и (или) материально-технических ресурсов;

2) создание (строительство, расширение, модернизация) производственных и иных мощностей;

3) погашение (компенсация) финансовой задолженности за счет выручки от продажи продукции, произведенной на созданных в процессе сотрудничества мощностях.

*Сотрудничество на условиях разделения продукции* между участвующими сторонами (production sharing). Этот вид сотрудничества предполагает полное или частичное финансирование проекта сотрудничества с полным или частичным покрытием текущих расходов иностранным партнером. Пропорции разделения продукции между отечественным и иностранным партнерами определяются заинтересованными сторонами.

Правовые основы отношений, возникающих в процессе осуществления российских и иностранных инвестиций в поиски, разведку и добычу минерального сырья на территории России, а также на континентальном шельфе и (или) в пределах исключительной экономической зоны Российской Федерации на условиях соглашений о разделе продукции установлены Федеральным законом от 30 декабря 1995 г. № 225-ФЗ «О соглашениях о разделе продукции».

Заметной тенденцией последних десятилетий является развитие договорных форм ПИИ, осуществляемых в особо крупных размерах. Особой формой осуществления ПИИ является деятельность в рамках соглашений о разделе продукции (СРП)<sup>1</sup>. В мировой практике СРП заключаются по поводу капиталовложений в основном в нефтяную промышленность и используются нефтедобывающими странами и компаниями.

Суть СРП сводится к следующему: по условиям соглашений государство предоставляет инвестору исключительные права на пользование недрами на определенном участке, а инвестор осуществляет разработку предоставленных недр за свой счет и на свой риск. С начала промышленной добычи минерального сырья инвестор получает право на компенсацию своих затрат за разработку месторождения. Оставшаяся после возмещения этих затрат продукция является прибыльной и подлежит разделу между сторонами (государством и инвестором) по условиям СРП. Инвестор обязан платить налог на прибыль со своей доли прибыльной продукции.

В соглашении устанавливаются условия и порядок раздела «прибыльной продукции» между государством и инвестором, а также условия и порядок передачи государству части принадлежащей ему произведенной продукции или ее стоимостного эквивалента, условия и порядок получения инвестором принадлежащей ему продукции.

Право распоряжения компенсационной и причитающейся на долю инвестора прибыльной продукцией принадлежит самому инвестору. Долю государства составляют продукция, включающая роялти (платеж за недра), его часть прибыльной продукции плюс «налоговая» нефть (часть прибыльной продукции инвестора).

Доля продукции России по СРП дополнительно перераспределяется между федеральным бюджетом и бюджетом субъекта Российской Федерации в месте проведения работ. Пропорция в разделении продукции устанавливается отдельными договорами между федеральными властями и исполнительной властью субъекта Российской Федерации (без участия инвестора).

Часть произведенной продукции передается в собственность инвестора для возмещения его затрат на выполнение работ по соглашению (компенсационная продукция). При этом предельный уровень компенсационной продукции не должен превышать 75%, а при добыче на континентальном шельфе России — 90% общего объема произведенной продукции.

---

<sup>1</sup> Федеральный закон от 30 декабря 1995 г. №225-ФЗ «О соглашениях о разделе продукции»

### **1.3      Лекция № 3 (2 часа)**

**Тема: Место и роль прямых иностранных инвестиций среди основных форм выхода на международные рынки**

#### **1.3.1    Вопросы лекции:**

- 1.   Формы и методы осуществления иностранных инвестиций**
- 2.   Факторы, определяющие приоритетность ПИИ**
- 3.   Проблемы выхода инвесторов на международные рынки**
- 4.   Преимущества и недостатки различных форм выхода на международные рынки**

#### **1.3.2    Краткое содержание вопросов:**

##### **2.1. Формы и методы осуществления иностранных инвестиций**

Существуют различные формы, в которых может осуществляться выход на международные рынки и которые могут рассматриваться как альтернативные. Среди них наибольшее значение и распространение получили:

- 1) экспорт продукции;
- 2) инвестиции в существующие или новые производственные объекты за границей;
- 3) приобретение иностранных ценных бумаг;
- 4) покупка концессий, торговых марок, патентов, лицензий и других нематериальных прав.

В соответствии с Федеральным законом «О концессионных соглашениях» от 21 июля 2005 г. № 115-ФЗ по концессионному соглашению одна сторона (концессионер) обязуется за свой счет создать и (или) реконструировать определенное этим соглашением недвижимое имущество (далее - объект концессионного соглашения), право собственности на которое принадлежит или будет принадлежать другой стороне (концеденту), осуществлять деятельность с использованием (эксплуатацией) объекта концессионного соглашения, а концедент обязуется предоставить концессионеру на срок, установленный этим соглашением, права владения и пользования объектом концессионного соглашения для осуществления указанной деятельности.

Объектом концессионного соглашения является недвижимое имущество, входящее в состав следующего имущества:

- 1) автомобильные дороги и инженерные сооружения транспортной инфраструктуры, в том числе мосты, путепроводы, тоннели, стоянки автотранспортных средств, пункты пропуска автотранспортных средств, пункты взимания платы с владельцев грузовых автотранспортных средств;
- 2) объекты железнодорожного транспорта;
- 3) объекты трубопроводного транспорта;
- 4) морские и речные порты, в том числе гидротехнические сооружения портов, объекты их производственной и инженерной инфраструктур;
- 5) морские и речные суда, суда смешанного (река - море) плавания, а также суда, осуществляющие ледокольную проводку, гидрографическую, научно-исследовательскую деятельность, паромные переправы, плавучие и сухие доки;
- 6) аэродромы или здания и (или) сооружения, предназначенные для взлета, посадки, руления и стоянки воздушных судов;
- 7) объекты производственной и инженерной инфраструктур аэропортов;
- 8) объекты единой системы организации воздушного движения;
- 9) гидротехнические сооружения;
- 10) объекты по производству, передаче и распределению электрической и тепловой энергии;

- 11) системы коммунальной инфраструктуры и иные объекты коммунального хозяйства, в том числе объекты водо-, тепло-, газо- и энергоснабжения, водоотведения, очистки сточных вод, переработки и утилизации (захоронения) бытовых отходов, объекты, предназначенные для освещения территорий городских и сельских поселений, объекты, предназначенные для благоустройства территорий;
- 12) метрополитен и другой транспорт общего пользования;
- 13) объекты, используемые для осуществления лечебно-профилактической, медицинской деятельности, организации отдыха граждан и туризма;
- 14) объекты здравоохранения, образования, культуры и спорта и иные объекты социально-культурного и социально-бытового назначения.

Об иностранных инвестициях можно говорить в тех случаях, когда иностранный капитал вкладывается в активы национальных компаний или государств. В зависимости от того, в какие активы осуществляется вложение капитала, различают материальные, финансовые и нематериальные иностранные инвестиции (варианты (2), (3) и (4) соответственно).

Основное внимание будет сконцентрировано нами на прямых иностранных инвестициях (ПИИ), их особенностях, методах осуществления, преимуществах и недостатках.

Осуществление прямых иностранных инвестиций возможно различными методами, главными из которых являются:

- 1) учреждение новой компании за рубежом, полностью принадлежащей иностранному инвестору;
- 2) покупка существующих фирм за рубежом;
- 3) создание совместных предприятий с различной долей иностранного участия, в том числе путем продажи иностранным инвесторам акций.

Иногда к методам прямого иностранного инвестирования относят также франчайзинг, однако в других случаях его рассматривают как разновидность экспорта.

Привлечение ПИИ позволяет национальным компаниям осуществлять сотрудничество с иностранными инвесторами в одной или нескольких отмеченных выше формах. Вместе с тем возможны и другие формы сотрудничества, например международная кооперация производства, получение иностранного оборудования на основе лизинга, получение иностранных займов. Эти формы не связаны с привлечением иностранного капитала в предпринимательской форме. Хотя в случае займов и лизинга иностранный капитал предоставляется, он используется национальными компаниями по своему усмотрению. Собственность на основные средства, приобретенные с помощью иностранного капитала, остается в распоряжении национальной компании. Иностранный кредитор рассчитывает лишь на возврат заемных средств с процентами к определенному сроку.

Следует иметь в виду, что в соответствии с российским законодательством осуществление иностранным инвестором как арендодателем на территории Российской Федерации финансового лизинга определенных видов оборудования с таможенной стоимостью не менее 1 млн руб. также относится к прямым иностранным инвестициям<sup>2</sup>.

*Лизинг* — специфическая операция, предусматривающая инвестирование временно свободных или привлеченных финансовых ресурсов в приобретение имущества с последующей передачей его клиенту на условиях аренды.

Арендная форма экспорта основных средств создает экономические выгоды для обеих сторон:

- 1) лизингополучатель получает возможность приобрести и эксплуатировать современное оборудование без значительных начальных капиталовложений;
- 2) лизингодатель увеличивает реализацию при относительном снижении риска потерь от неплатежеспособности покупателя.

---

<sup>2</sup> Федеральный закон от 9 июля 1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации».

Обязательства, вытекающие из аренды (лизинга), не включаются в объем внешней задолженности государства.

## 2.2 Факторы, определяющие приоритетность ПИИ.

Значение прямых иностранных инвестиций можно оценить, если сравнить их преимущества и недостатки с портфельными инвестициями и экспортом товаров. Любая компания будет оценивать, стоит ли ей организовывать свое производство за рубежом, покупать там ценные бумаги или достаточно осуществлять экспорт своей продукции за границу.

Факторы, определяющие сравнительную выгодность разных форм иностранных инвестиций и экспорта продукции, представлены в табл. 1. Ответы «да» и «нет» следует воспринимать как относительную характеристику выгодности приведенных форм по каждому фактору.

В первой и второй группах факторов портфельные инвестиции имеют для фирмы слабое значение, поскольку через них не достигается ни рост результатов от основной деятельности (1-я группа), ни повышение эффективности использования ресурсов через лучший доступ к ним (2-я группа). Инвестор стремится лишь использовать благоприятную конъюнктуру на международных рынках ценных бумаг, а инвестиции в производство его здесь вообще не интересуют. В то же время прямые инвестиции в отличие от экспорта продукции, производимой в своей стране, позволяют получить доступ к более дешевым или к более эффективным производственным ресурсам в других странах.

Таблица 1 - Выгодность различных форм выхода на международные рынки

| Группы факторов выгодности форм интернационализации деятельности   | Формы выхода на международный рынок |                   |                        |
|--|-------------------------------------|-------------------|------------------------|
|  | Экспорт                             | Прямые инвестиции | Портфельные инвестиции |
| 1. Связь с масштабом основной деятельности (спрос, прибыль, размер фирмы)  | да                                  | да                | нет                    |
| 2. Связь с ресурсами в других странах (трудовые, материальные, технологии)   | нет                                 | да                | нет                    |
| 3. Связь с «окружающей средой» (финансовые риски, торговые ограничения, международная диверсификация производства) |                                     | проблема выбора   | да                     |

В третьей группе факторов, напротив, проявляются преимущества портфельных инвестиций, которые, во-первых, обеспечивают хорошие возможности для расширения видов деятельности через перелив капитала, а во-вторых, позволяют преодолевать или смягчать ряд барьеров, вводимых национальными правительствами по регулированию экспортно-импортных операций и валютного курса.

В случае намерения осуществлять прямые инвестиции или экспорт продукции возникает необходимость выбора, при которой учитывается весь комплекс ограничений. В одних случаях более благоприятными оказываются, валютные условия, в частности валютные ограничения или сложившиеся курсовые соотношения, в других — правила ввоза-вывоза товаров.

По сравнению с ПИИ для экспорта большее значение имеют вводимые в стране экспортные пошлины, квоты, а также импортные пошлины и квоты в стране-импортере. Однако при экспортных операциях существуют и лучшие возможности управления валютными рисками. Так, экспортер, оформив контракт на три месяца на поставку продук-

ции, может заключить с банком форвардный валютный контракт на продажу валютной выручки по окончании этого срока, что устраняет проблему валютного риска<sup>3</sup>.

ПИИ требуют также осуществления конверсии валют. Но после вложения капитала за границей, как правило, требуется длительный период времени для получения прибыли от деятельности дочерних или совместных структур за рубежом, а, следовательно, и для их трансфера к материнской компании. С увеличением срока осуществляемых операций валютные риски возрастают. Момент трансфера, как и размеры переводимых из-за рубежа средств, заранее точно не определены. Поэтому нет возможности заключения форвардных и других срочных контрактов для покрытия валютного риска. К тому же такие контракты заключаются на относительно короткие сроки — от 30 дней до нескольких месяцев.

### **2.3 Проблемы выхода инвесторов на международные рынки**

Большое значение при выборе имеют также различные проблемы, возникающие при осуществлении инвестиций и экспорте продукции, обобщенная характеристика которых дана в табл. 2.

Таблица 2 - Проблемы, возникающие при различных формах выхода на международные рынки

| Группы факторов   | Формы выхода на международный рынок |                   |                        |
|---|-------------------------------------|-------------------|------------------------|
|   | Экспорт                             | Прямые инвестиции | Портфельные инвестиции |
| 1. Связь с осуществлением сделки (выбор партнера, транспортные затраты, таможенные пошлины и квоты) | да                                  | малые             | нет                    |
| 2. Появление затрат упущенных возможностей из-за «связывания» капитала                              | нет                                 | да                | малые                  |
| 3. Связь с рисками (финансовыми, политическими)   | малые                               | да                | да                     |

Наиболее острые проблемы при экспортных операциях возникают при перемещении товара к иностранным покупателям, так же как и при выборе партнеров. Эти проблемы удается обойти или снизить за счет осуществления инвестиций, как прямых, так и портфельных, в других странах.

### **2.4 Преимущества и недостатки различных форм выхода на международные рынки**

Наибольшим недостатком прямых инвестиций за рубежом является то, что капитал надолго может быть связан в осуществляемых проектах, без получения достаточной отдачи. В то же время вложения в ценные бумаги при их относительно высокой ликвидности могут быть достаточно быстро возвращены. Этой проблемы вообще не существует в случае экспортных операций.

Финансовые и политические риски велики при любых вложениях капитала за рубежом, а в случае экспортных операций могут быть минимизированы, хотя и здесь нет

<sup>3</sup> Форвардный валютный контракт — соглашение с банком на покупку или продажу валюты через определенный срок (как правило, не менее 30 дней) по фиксированному курсу. Является обязательным к исполнению обеими сторонами.

полной гарантии от изменения законодательства стран-партнеров, что может отразиться на обменных курсах и других условиях сделок.

В целом можно утверждать, что ПИИ характеризуются длительным периодом, значительными суммами инвестируемых средств, сильной зависимостью от условий вложения капитала за рубежом, особенно финансовых и политических рисков. Вместе с тем только они реально позволяют инвестору обеспечить расширение масштабов деятельности, овладение новыми рынками сбыта, усиление международных конкурентных позиций.

## 1.4 Лекция № 4 (2 часа)

Тема: Мотивы и гипотезы прямых иностранных инвестиций

### 1.4.1 Вопросы лекции:

1. Стратегические и психологические мотивы ПИИ
2. Макроэкономические гипотезы ПИИ
3. Гипотезы рентабельности, объема рынка и производства, валютного пространства

### 1.4.2 Краткое содержание вопросов:

#### 2.1. Стратегические и психологические мотивы ПИИ.

Первые гипотезы для объяснения ПИИ возникли в результате возросшей активности дочерних обществ американских компаний на рынках Европы и Латинской Америки в 50-х и 60-х гг. XX в. С тех пор объемы прямых иностранных инвестиций существенно возросли. Это потребовало выработки теоретических подходов к объяснению мотивов такого роста. Прежде всего, можно выделить стратегические, психологические и экономические мотивы. Рассмотрим совокупность гипотез ПИИ, представленных на рис. 1.

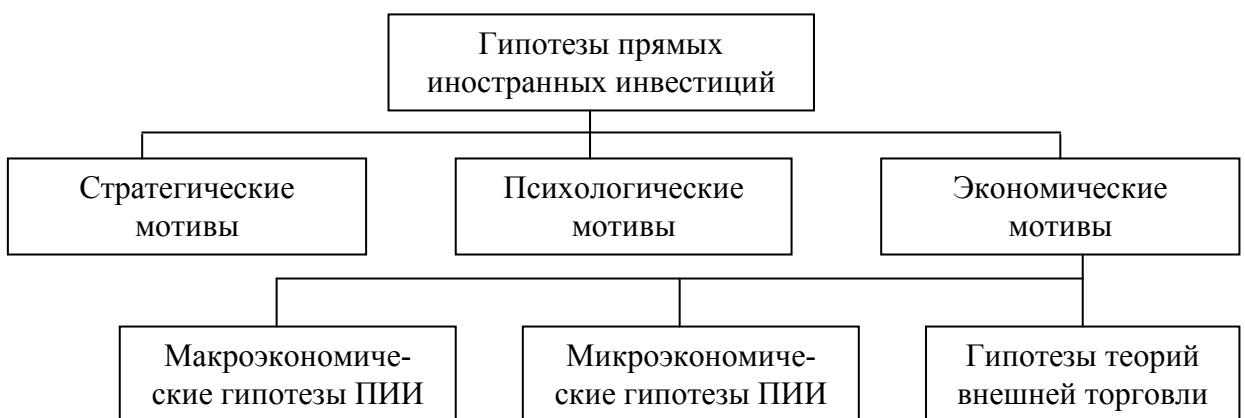


Рис. 1. Совокупность гипотез прямых иностранных инвестиций

Изучение деятельности транснациональных корпораций (ТНК) показало, что мотивы для осуществления иностранных инвестиций базируются на *стратегических решениях (мотивов)* четырех основных типов:

- 1) поиск новых рынков сбыта;
- 2) поиск новых источников сырьевых ресурсов;
- 3) поиск возможностей для ведения производства с более высокой эффективностью;
- 4) поиск новой информации.

Можно привести примеры для каждого из типов стратегических решений. Так, автомобильные фирмы из США, осуществляющие производство в Европе для местного потребления, являются примером поиска новых рынков сбыта. Фирмы, которые не удовлетворяются импортом каких-либо видов сырья, материалов и энергии, могут попытаться проникнуть на рынки стран, где они имеются, и начать их самостоятельную добычу и переработку на месте или у себя на родине. Под эту категорию подпадают особенно часто компании по добыче нефти, руд цветных металлов. При наличии в каких-либо странах более дешевых факторов производства иностранные компании заинтересованы в прямом использовании таких возможностей. Трудоемкое производство электроники на Тайване

или в Мексике, т.е. в странах с относительно дешевой рабочей силой, весьма выгодно. Распространенным является и поиск прямого доступа к новым технологическим идеям за рубежом, а также использование опыта менеджеров других стран. Так, германские и датские фирмы купили расположенные в США производства полупроводников для своих технологий.

Указанные типы стратегических решений не являются взаимно исключающими и часто дополняют друг друга. Так, многие фирмы, которые занимаются добычей в Бразилии дешевого древесного волокна, одновременно находят здесь большие незанятые сегменты рынка для части продукции.

*Психологические мотивы* основаны на личных убеждениях менеджеров компаний, потребностях и обязательствах отдельных групп лиц. К внешним стимулам для инвестиционных решений были отнесены:

- 1) опасение потери весьма перспективного рынка;
- 2) предложение по осуществлению инвестиционного проекта получено от лиц или организаций, мнение которых не может быть проигнорировано без ущерба для репутации фирмы (наиболее часто в качестве таких лиц выступают национальные правительства, дистрибуторы продукции фирмы или крупные постоянные клиенты);
- 3) успешная деятельность национальных конкурентов фирмы за рубежом в исследуемой сфере;
- 4) сильная конкуренция иностранных фирм на своем национальном рынке.

Хотя приведенные стимулы не всегда служат непосредственной причиной для положительного решения о реализации иностранного инвестиционного проекта, они могут служить часто как катализаторы подобных решений.

## 2.2 Макроэкономические гипотезы ПИИ

Основной недостаток рассматриваемых гипотез заключается в том, что на их основе можно объяснить лишь первоначальные ПИИ. После осуществления первоначальных инвестиций неопределенность последствий инвестиций должна снижаться, так что последующие инвестиции должны быть связаны с другими причинами.

Несмотря на несомненную важность стратегических и психологических мотивов для любого инвестора встает вопрос о том, какие экономические выгоды он получит от осуществления международного инвестиционного проекта в сравнении с инвестициями в своей стране.

Поэтому гипотезы, объясняющие мотивы ПИИ экономическими и политическими различиями в стране происхождения капитала и в стране, принимающей их, имеют наибольшее значение. Совокупность таких гипотез представлена на рис. 2.

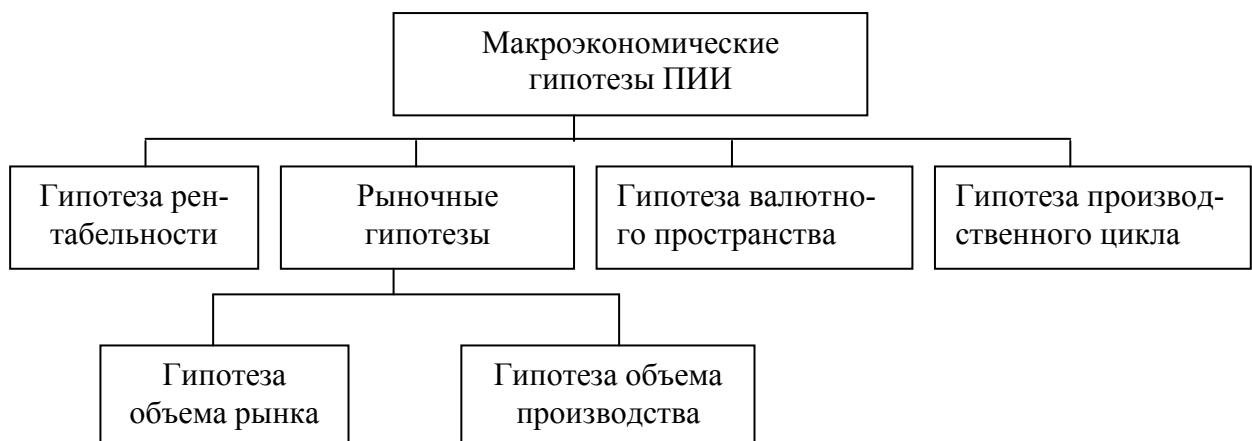


Рис. 2. Гипотезы ПИИ, отражающие специфику страны как объекта инвестиций

В качестве ключевых факторов ПИИ в этих гипотезах берутся:

- 1) различия в отдаче на капитал (гипотеза рентабельности),
- 2) размере рынка (гипотеза объема рынка и гипотеза объема производства),
- 3) издержках факторов производства (гипотеза производственного цикла),
- 4) изменениях валютного курса (гипотеза валютного пространства).

Поэтому они могут быть определены как теории, отражающие специфику страны как объекта инвестиций, или макроэкономические гипотезы ПИИ.

### **2.3 Гипотезы рентабельности, объема рынка и производства, валютного пространства**

Особое положение в рамках этих теорий занимает *гипотеза рентабельности*, так как различные уровни рентабельности отражают, в конечном счете, влияние всех других страновых факторов. Эта гипотеза выводится из классического предположения о том, что одной из основных целей предприятия является максимизация прибыли. Предприятие в соответствии с этим будет расширять свою инвестиционную деятельность до тех пор, пока ожидаемая доходность дополнительной инвестиции не сравняется с предельными издержками инвестиционного проекта.

*Рыночные гипотезы (объема рынка и производства)* постулируют связь между ПИИ и масштабами производства в странах их размещения. При этом гипотеза объема производства исходит из наличия связи между уровнем или ростом объема производства или оборота иностранных дочерних компаний и размером прямых инвестиций их материнских компаний. Гипотеза объема рынка подчеркивает связь между размером рынка страны, измеряемым в ВНП либо ВВП, и прямыми иностранными инвестициями в целом.

*Гипотеза объема рынка* основана на классической теории инвестиций, в частности на моделях акселератора. В этих моделях доказывается связь между национальными инвестициями и объемом ВНП и ВВП.

*Гипотеза объема производства* не дает ответа на вопрос, какие факторы являются определяющими для инвестора при выборе между национальными и иностранными инвестициями. Она лишь констатирует факт, что национальные предприятия вкладывают средства в те отрасли за рубежом, в которых уровень оборота выше. Сравнение с национальным рынком не проводится. Не ясно также полностью, учитывает ли гипотеза объема производства факторы, которые являются специфическими для региона размещения инвестиций или для конкретного предприятия.

*Гипотеза валютного пространства* (ГВП), основным фактором, влияющим на выбор места размещения инвестиций, определяет устойчивость валюты и характер изменения ее курса. В соответствии с ГВП прямые инвестиции осуществляются в тех странах, валюта которых имеет тенденцию к ослаблению. Там, где курс валюты усиливается, наблюдается отток инвестиций.

Ключевую роль для ГВП играет концепция валютной премии. Предполагается, что инвесторы в своей массе являются несклонными к риску, поэтому они включают повышенную рисковую премию в требуемую норму отдачи на капитал. Эти премии отражают риск обесценения валюты. Если премия по национальной валюте материнской компании ТНК меньше, чем по иностранной, то дочерние компании ТНК получают возможность приобретать финансовые ресурсы на более выгодных условиях, чем компании стран, в которых они действуют.

Таким образом, в ГВП утверждается, что в случае повышения курса национальной валюты происходит процесс усиления потоков прямых инвестиций в другие страны, а в случае понижения — приток инвестиций из-за рубежа.

Наибольшее значение ГВП имеет для объяснения выбора инвесторами момента осуществления инвестиций на международных рынках. Но в целом поведение валютного курса является лишь одним из факторов, который принимается во внимание инвесторами при выработке инвестиционной политики.

## 1.5 Лекция № 5 (2 часа)

Тема: Микроэкономические гипотезы прямых иностранных инвестиций

### 1.5.1 Вопросы лекции:

1. Гипотеза портфеля
2. Гипотеза олигополистической реакции
3. Гипотезы ликвидности

### 1.5.2 Краткое содержание вопросов:

#### 2.1. Гипотеза портфеля

Следующая группа гипотез объясняет причины основания дочерних компаний в большей мере внутренними факторами развития предприятий, которые находят выражение в диверсификации риска (гипотеза портфеля), реакции на международную активность конкурирующих предприятий (гипотеза олигополистической реакции) или изменениях ликвидности предприятия (гипотеза ликвидности). Поэтому эти гипотезы могут быть определены в целом как ориентированные на специфику фирмы или микроэкономические гипотезы ПИИ (рис. 1).



Рис. 1 Гипотезы ПИИ, ориентированные на специфику фирмы

Рассмотрим их более подробно.

Гипотеза портфеля представляет собой развитие гипотезы рентабельности. Она исходит из предположения, что движение капиталов на международных рынках вызвано не только различными ожиданиями нормы прибыли на инвестируемый капитал, но и различным уровнем риска инвестиций.

Известно, что инвесторы на национальном рынке могут уменьшить инвестиционный риск за счет создания хорошо диверсифицированного портфеля ценных бумаг. Но особенно удачной идея диверсифицированного портфеля может оказаться на международных рынках, поскольку корреляция между доходностью ценных бумаг в разных странах еще менее выражена, чем в одной стране.

В отличие от гипотезы рентабельности гипотеза портфеля позволяет объяснить иностранные инвестиции, осуществляемые в стране с менее высоким уровнем дохода, если здесь наблюдается более низкий уровень инвестиционного риска.

В своей первоначальной форме гипотеза портфеля была применима только к портфельным инвестициям. Однако в последствии область использования этой гипотезы была распространена и на ПИИ. Исходным пунктом в обосновании этой гипотезы был вопрос, почему многие инвесторы, которые могут воспользоваться только диверсификацией вложений в ценные бумаги, предпочитают прямые иностранные инвестиции. Считалось, что несовершенство национальных рынков капитала имеет следствием различия между уровнем риска и доходности от осуществления прямых и портфельных инвестиций. В экстрем-

мальных случаях, которые часто можно встретить в развивающихся странах, не существует организованный рынок капиталов, так что становится возможным осуществление здесь только прямых иностранных инвестиций. Но также и на более развитых рынках капиталов возможно замещение портфельных инвестиций прямыми. Это имеет место в первую очередь тогда, когда спрос на капитал на иностранных рынках относительно высок, а колебания доходности выше уровня, который представляется обоснованным. Для более мелких миноритарных акционеров риск, связанный с колебаниями доходности ценных бумаг, растет в более высокой степени, чем предпринимательский риск, так что они предпочитают участие в дочерних компаниях, созданных за рубежом головными компаниями ТНК, и таким образом косвенно замещают портфельную инвестицию прямой.

Одним из важных аргументов теории портфеля является уменьшение уровня недиверсифицируемого систематического риска за счет выхода на рынки других стран.

Для пояснения этого рассмотрим рис. 2, на котором сплошная кривая показывает снижение уровня риска на каком-либо национальном рынке за счет формирования портфеля ценных бумаг и реальных инвестиций, а  $R_0$  — уровень недиверсифицируемого систематического риска в данной стране. По оси абсцисс отложено количество видов активов и других ценных бумаг в портфеле, а также материальных и нематериальных активов.

Известно, что общие тенденции в развитии экономики какой-либо страны, в частности в динамике уровня инфляции, процентных ставок, и связанные с этим экономические и финансовые риски не могут быть преодолены отдельными фирмами, для которых совокупный уровень риска по таким факторам выступает как недиверсифицируемая за счет подбора активов составляющая риска. В то же время фирмы могут на национальных рынках уменьшать риск своих операций, связанный с неоптимальным использованием капитала, например, из-за вложений только в одну какую-либо отрасль или ценные бумаги только одной корпорации, что и отражено условно построенной кривой.

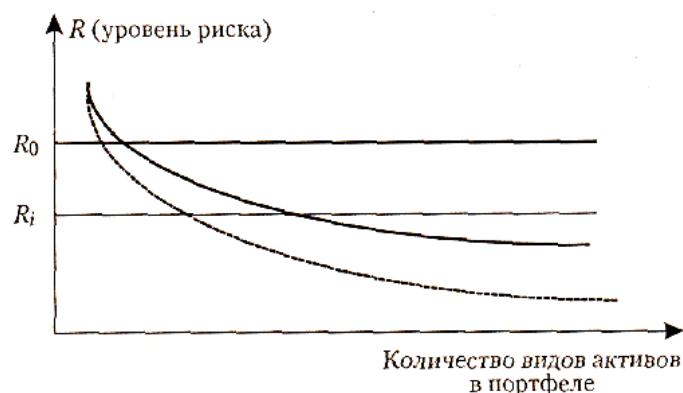


Рис. 2 - Диверсификация риска при выходе на международные рынки

Важно, что на рынках отдельных стран отличен уровень недиверсифицируемого риска, что обусловлено разными экономическими структурами и процессами, происходящими в экономике и политике этих стран. В результате у национальной фирмы появляется возможность выйти на рынки стран с меньшим уровнем недиверсифицируемого риска.

На рис. 2 под уровнем  $R_i$  имеется в виду граница диверсификации, достигаемая за счет формирования оптимального портфеля активов на международных рынках. Очевидно, что все же существует общий минимальный уровень недиверсифицируемого риска, ниже которого нельзя опуститься и на международных рынках.

Преимуществом гипотезы портфеля в сравнении с ранее рассмотренными гипотезами является объяснение существования встречных потоков инвестиций между развитыми странами и вычленение факторов, которые влияют на выбор между размещением капитала в своей стране и за рубежом. Однако при использовании этой гипотезы примени-

тельно к ПИИ есть и недостатки. Так, неясно, почему владельцы долей капитала в ТНК побуждают менеджеров к диверсификации активов за рубежом, в то время как они могли бы добиться оптимальной диверсификации риска путем реструктуризации своих индивидуальных портфелей ценных бумаг и сохранить при этом независимость по отношению к другим лицам.

Кроме того, существенный элемент ПИИ состоит в обеспечении контроля за деятельностью иностранного предприятия. Но это означает, что за исключением некоторых крупных ТНК большинство международных предприятий не в состоянии осуществить, диверсификацию риска с использованием только прямых инвестиций. Инвесторы достаточно легко могут формировать портфели, состоящие из разнообразных ценных бумаг, но значительно сложнее основывать множество своих дочерних структур за рубежом.

Даже у гипотезы портфеля в применении только к финансовым активам имеется недостаток. На международных рынках инвесторы сталкиваются с рисками, которые не встречают на своем национальном рынке, например риск задержки трансфера доходов или опасность их полной блокады и ряд других. Эти риски могут «перевесить» те выгоды, которые инвестор получает от диверсификации своего портфеля активов.

## **2.2 Гипотеза олигополистической реакции**

В соответствии с гипотезой олигополистической реакции ПИИ осуществляются предприятиями, которые действуют на национальном рынке, имеющем олигополистическую структуру. Предполагается, что оптимальная стратегия предприятия на таком рынке состоит в следовании за конкурентами, так как опасность потерять рыночных долей в таком случае меньше, чем при альтернативных вариантах поведения. Эта стратегия проводится также и тогда, когда не проявляются никакие преимущества, связанные с диверсификацией деятельности в пространственном отношении, так как главная цель предприятия заключается в том, чтобы сохранить завоеванные рыночные доли. Если какие-либо предприятия начинают осуществлять прямые инвестиции за рубежом, то их примеру следуют и конкуренты.

Исходя из предполагаемого поведения предприятия на олигополистических рынках, считается, что первоначальные прямые инвестиции национальных предприятий осуществляются в течение относительно короткого промежутка времени, причем последний тем короче, чем более олигополистический характер носит рынок.

Была обнаружена положительная корреляция между уровнем концентрации на национальном рынке и сокращением срока инвестиций на национальных рынках, а также отрицательная корреляция между уровнем дифференциации продукта и сокращением срока инвестиций на национальных рынках. Отсюда можно сделать выводы, что олигополистическая реакция предприятий усиливается вместе с повышением уровня концентрации на национальных рынках, и что предприятие, производящее широкий спектр продуктов, имеет меньше стимулов для того, чтобы следовать за инвестиционным поведением конкурентов.

Гипотеза олигополистической реакции имеет серьезный недостаток, заключающийся в отсутствии обоснования, какие факторы вызывают осуществление инвестиций в странах их размещения. Кроме того, гипотеза никак не объясняет ПИИ, которые осуществляются мелкими и средними предприятиями, а также то, что многие предприятия на олигополистических рынках пассивно реагируют на стратегии конкурирующих предприятий.

## **2.3 Гипотезы ликвидности.**

В основе гипотезы ликвидности лежит теория взаимосвязи между ликвидностью и инвестиционной активностью, которая постулирует положительную связь между размером чистых денежных потоков предприятия и объемами их инвестиций. При этом исходят из располагаемых предприятием собственных денежных средств и гипотезы, что потенци-

альные инвесторы издержки финансирования за счет собственных средств оценивают как более низкие, чем за счет заемных. Предполагается, что стимулы к дополнительным ПИИ возникают тогда, когда последние могут быть профинансираны за счет излишков денежных средств у дочерних компаний.

Следует отметить, что основное предположение гипотезы ликвидности о том, что издержки финансирования за счет собственных средств меньше, чем за счет заемных, является весьма спорным. Как известно, Модильяни и Миллер пришли к заключению, что на национальном уровне инвестиционные решения принимаются независимо от вида финансирования. В определенных ситуациях издержки заемного финансирования даже ниже, чем собственного. Кроме того, неясно, почему «избыточные» собственные средства должны использоваться именно за границей в дочерних структурах.

В классической и неоклассической теориях внешней торговли любая возможность объяснения прямых иностранных инвестиций исключается в силу предположения об абсолютной неперемещаемости производственных факторов в международном масштабе. Такое предположение было вызвано тем, что в период разработки данных теорий ПИИ имели малое значение. Классики экономической теории Смит и Рикардо занимались преимущественно выяснением причин торговых отношений между нациями. Включение в теорию внешней торговли в 1930-х гг. допущения о межстрановой перемещаемости производственных факторов также не привело к детальному изучению мотивов ПИИ. Лишь в 1970-х гг. появились первые модели ПИИ, основанные на теории внешней торговли (См. темы для самостоятельного изучения).

Обзор основных теоретических концепций ПИИ показывает, что ни одна теория или гипотеза не в состоянии претендовать на абсолютную истину. Каждая теория имеет достоинства и недостатки. Это и неудивительно, поскольку решения относительно ПИИ принимаются в самых разнообразных ситуациях. Едва ли можно найти совершенно идентичные мотивы для осуществления иностранных инвестиций, если речь идет об инвестициях из одной развитой страны в другую, или из развитой страны в развивающуюся. Кроме того, менеджеры компаний преследуют различные цели, вырабатывают стратегические концепции развития, основываясь на собственном опыте. Мотивы могут различаться для компаний, которые уже завоевали популярность на международных рынках, в частности и путем расширения экспорта, а также молодых компаний, только выходящих на международные рынки. Имеют значение и размеры компаний. Крупные компании могут легче прибегать к диверсификации своей деятельности, в том числе с включением в портфель своих активов достаточно рискованных инвестиционных предложений. Мелкие компании не могут себе позволить это. Все это говорит о том, что разработка теоретических концепций ПИИ не завершена.

## **1.6      Лекция № 6 (2 часа)**

**Тема:    Теории портфельного инвестирования**

**1.6.1    Вопросы лекции:**

- 1.      Портфельная теория Г. Марковица**
- 2.      Модель У. Шарпа**
- 3.      Модель оценки финансовых активов**

**1.6.2    Краткое содержание вопросов:**

### **2.1 Портфельная теория Г. Марковица.**

Доходность и надежность вложений в инструменты портфельного инвестирования не зависит от деятельности самого инвестора, поэтому инвестор должен самым тщательным образом подходить к отбору таких финансовых инструментов с учетом их доходности и риска. Невозможно найти ценную бумагу, которая была бы одновременно высокодоходной, высоконадежной и высоколиквидной. Каждая отдельная бумага может обладать максимум двумя из этих качеств.

Для достижения поставленных целей инвесторы обычно прибегают к дифференциации своих вложений, т.е. формируют инвестиционный портфель. Инвестиционный портфель — это набор инвестиционных инструментов, которые служат достижению поставленных целей. Распределяя свои вложения по различным направлениям, инвестор может достичь более высокого уровня доходности своих вложений либо снизить степень их риска. Характерной особенностью портфеля является то, что риск портфеля может быть значительно меньше, чем риск отдельных инвестиционных инструментов, входящих в состав портфеля.

Обычно портфель содержит два или более инвестиционных инструмента и составляется с целью диверсификации, что означает использование различных по свойствам инвестиционных инструментов для сокращения риска потерь.

Основная задача портфельного инвестирования — улучшить условия инвестирования, придав совокупности ценных бумаг такие инвестиционные характеристики, которые недостижимы с позиции отдельно взятой ценной бумаги и возможны только при их комбинации. Только в процессе формирования портфеля достигается новое инвестиционное качество с заданными характеристиками. Таким образом, портфель ценных бумаг является тем инструментом, с помощью которого иностранному инвестору обеспечивается требуемая устойчивость дохода при минимальном риске.

Практика показывает, что портфельным инвестированием сегодня интересуются **два типа иностранных клиентов**. К первому относятся те, перед кем остро стоит проблема размещения временно свободных средств (крупные и инертные государственные корпорации, выросшие из бывших министерств, различные фонды, создаваемые при министерствах, и другие подобные структуры, а также клиенты из тех стран, где рынок не способен освоить крупные средства). Ко второму типу относятся те, кто, уловив эту потребность «денежных мешков» и остро нуждаясь в оборотных средствах, выдвигают идею портфеля в качестве «приманки» (не очень крупные банки, финансовые компании и небольшие брокерские конторы).

То внимание, которое уделяется портфельным инвестициям, вполне соответствует радикальным изменениям, произошедшим во второй половине XX столетия в экономике промышленно развитых стран. На месте отдельных изолированных региональных финансовых рынков возник единый международный финансовый рынок. К традиционному набору «основных» финансовых инструментов (иностранный валюта, государственные облигации, акции и облигации корпораций) постоянно добавляются новые «производные» инструменты, такие как депозитарные расписки, фьючерсы, опционы, варранты, свопы и

т.д. Эти инструменты позволяют реализовать более сложные и тонкие стратегии управления доходностью и риском финансовых сделок, отвечающие индивидуальным потребностям иностранных инвесторов, требованиям управляющих активами, спекулянтов и игроков на международном финансовом рынке.

Начало современной теории инвестиций можно определить достаточно точно. Это 1952 г. — время появления статьи Г. Марковица «Выбор портфеля», которая в 1959 г. была издана отдельной книгой «Выбор портфеля: эффективная диверсификация инвестиций». В этой работе впервые была предложена математическая модель формирования оптимального портфеля ценных бумаг и были приведены методы построения таких портфелей при определенных условиях. Основной заслугой Г.Марковица стала предложенная в этой небольшой статье теоретико-вероятностная формализация понятия доходности и риска. Риск был определен Г.Марковицем как неопределенность или способность ожидаемого результата, измеряемого посредством стандартного отклонения, к расхождению. Это сразу позволило перевести задачу выбора оптимальной инвестиционной стратегии на строгий математический язык. Именно Г. Марковиц первым привлек внимание к общепринятой практике диверсификации портфелей и точно показал, как инвесторы могут уменьшить стандартное отклонение доходности портфеля, выбирая акции, цены на которые меняются по-разному. С математической точки зрения получающаяся оптимизационная стратегия относится к классу задач квадратической оптимизации при линейных ограничениях. К настоящему времени вместе с задачами линейного программирования это один из наиболее изученных классов оптимизационных задач, для которых разработано большое число достаточно эффективных алгоритмов.

Идеи Г. Марковица, как и вся классическая портфельная теория, построены на использовании нескольких статистических показателей для обоснования портфельной стратегии: дисперсия доходности актива и корреляция доходности пары ценных бумаг. При помощи оценок этих показателей, согласно Г. Марковицу, возможно формирование оптимального портфеля в зависимости от стратегии инвестирования.

Эта работа дала толчок для целой серии исследований и публикаций, имеющих дело с механизмом оценки ценных бумаг, в результате чего были разработаны основы теории оценки инвестиций, суть которой составляет так называемая модель оценки финансовых активов (Capital Asset Price Model CAPM).

## 2.2 Модель У. Шарпа

В первой половине 1960-х гг. учеником Марковица У. Шарпом была предложена так называемая однофакторная модель рынка капиталов, в которой впервые появились ставшие знаменитыми впоследствии «альфа»- и «бета»-коэффициент как характеристики акций. На основе однофакторной модели Шарп предложил упрощенный метод выбора оптимального портфеля, который сводил задачу квадратичной оптимизации к линейной. В простейших случаях, для небольших размерностей, эта задача могла быть решена практически «вручную». Такое упрощение сделало методы портфельной оптимизации применимыми на практике. К 1970-м гг. развитие программирования, а также совершенствование статистической техники оценивания показателей «альфа» и «бета» отдельных ценных бумаг и индекса доходности рынка в целом привели к появлению первых пакетов программ для решения задач управления портфелем ценных бумаг.

Выходы У. Шарпа стали известны как модели оценки долгосрочных активов, основанные на предположении, что на конкурентном рынке ожидаемая премия за риск изменяется прямо пропорционально коэффициенту «бета» (стандартный измеритель риска). Другими словами, Шарп развил положения Марковица в плане выбора оптимальных инвестиционных портфелей, и его научный вклад в портфельную теорию сжато сформулирован в следующих принципах:

- 1) инвесторы предпочитают высокую ожидаемую доходность инвестиций и низкое стандартное отклонение. Портфели обыкновенных акций, которые обеспечивают

наиболее высокую ожидаемую доходность при данном стандартном отклонении, называются эффективными портфелями;

2) если вы хотите знать предельное влияние акции на риск портфеля, вы должны учитывать не риск акции самой по себе, а ее вклад в риск портфеля. Этот вклад зависит от чувствительности акции к изменениям стоимости портфеля;

3) чувствительность акции к изменениям стоимости рыночного портфеля обозначается показателем «бета». Следовательно, «бета» измеряет также предельный вклад акции в риск рыночного портфеля;

4) если инвесторы могут брать займы или предоставлять кредиты по безрисковой ставке процента, то им следует всегда иметь комбинацию безрисковых инвестиций и портфель обыкновенных акций.

### **2.3 Модель оценки финансовых активов**

Оптимизация структуры инвестиционного портфеля, эффективное использование имеющихся финансовых активов и снижение риска потери дохода - основная задача всех инвесторов. Поэтому использование рассматриваемой модели актуально как для развитых РЦБ, к которым относятся англо-саксонская и германские модели, так и на развивающихся рынках, к которым относится Российская модель РЦБ.

Название модели оценки финансовых активов происходит от англ. Capital Assets Pricing Model, CAPM.

Финансово-кредитный энциклопедический словарь дает следующее определение:

CAPM - модель, описывающая связь ожидаемой доходности портфеля ценных бумаг со степенью его риска.

Основы ценовой модели акционерного капитала были предложены американским экономистом Уильямом Шарпом в 1964 г., который в 1990 г., совместно с М.Миллером и Г.Марковицем, получил Нобелевскую премию по экономике за «вклад в теорию цены финансовых активов».

У.Шарп определяет модель CAPM как равновесную модель ценообразования, согласно которой ожидаемая доходность ценной бумаги является линейной функцией чувствительности ценной бумаги к изменению доходности рыночного портфеля.

Модель называется равновесной, поскольку одной из основных её препосылок является достижение состояния равновесия на идеальном конкурентном финансовом рынке, на котором все участники:

1) одинаково информированы относительно вероятностных характеристик всех ценных бумаг, обращающихся на нем;

2) принимают на основании имеющейся информации оптимальные решения, которые при заданном уровне доходности портфеля минимизируют его риск.

Центральное место в модели CAPM занимает понятие рыночного портфеля. *Рыночный портфель* - это портфель, состоящий из всех ценных бумаг, в котором доля каждой соответствует её относительной рыночной стоимости. Относительная рыночная стоимость ценной бумаги равна её совокупной рыночной стоимости, деленной на сумму совокупных рыночных стоимостей всех ценных бумаг.

Несмотря на широту своего применения и теоретическую определенность, определить истинный рыночный портфель не представляется возможным. Сложность заключается, во-первых, в том, что не возможно точно определить состав различных активов, составляющий рыночный портфель. В него необходимо включить: обыкновенные и привилегированные акции, облигации корпораций, государственные ценные бумаги, недвижимость, денежную наличность, драгоценные металлы, произведения искусства, потребительские товары длительного пользования (автомобили, мебель и т.д.), а также образование (человеческий капитал), в которое инвестируются огромные средства. Во-вторых, более проблематичной становится определение стоимости всех входящих в рыночный портфель активов.

Поэтому на практике под рыночным портфелем понимают портфель, содержащий только обыкновенные акции, доходность которых можно определить в любой момент времени.

Анализируя поведение акций на рынке, У.Шарп пришел к выводу, что вовсе не обязательно определять ковариацию каждой акции друг с другом (то есть их взаимное влияние), как это делалось, например, в модели Г.Марковица. Вполне достаточно установить, как каждая акция взаимодействует со всем рынком. И поскольку речь идет о ценных бумагах, то, следовательно, нужно взять в расчет весь объем РЦБ.

Однако, количество ценных бумаг в любой стране достаточно велико, с ними осуществляется ежедневно громадное количество сделок, как на биржевом, так и внебиржевом рынке, цены на акции постоянно изменяются, поэтому определить какие-либо показатели по всему объему рынка оказывается практически невозможным.

В то же время установлено, что если мы берем некоторое количество определенных ценных бумаг, то они смогут достаточно точно охарактеризовать движение всего РЦБ. В качестве такого рыночного показателя можно использовать рыночные индексы.

Естественно, возникает вопрос: в чем различие между рыночной моделью и моделью САРМ? Прежде всего следует заметить, что в обеих моделях величина «бета»-коэффициента характеризует наклон или коэффициент регрессии, связанный с рыночным риском.

Между величинами «бета»-коэффициента в рыночной модели и модели САРМ существует два существенных различия:

1) рыночная модель является однофакторной моделью, где в качестве фактора выступает рыночный индекс и в отличие от модели САРМ она не является равновесной моделью, описывающей процесс формирования курсов ценных бумаг;

2) рыночная модель использует рыночный индекс, такой, как, например S&P500, в то время как САРМ - рыночный портфель. Причем рыночный портфель сочетает в себе все обращающиеся на рынке бумаги, а рыночный индекс - только ограниченное их число (например, 500 для S&P500).

Кроме того, по горизонтальной оси в модели САРМ откладывается коэффициент «бета», а по вертикальной средняя ожидаемая доходность актива. Так как модель равновесная, то величина «эпсилон»-случайная погрешность здесь отсутствует.

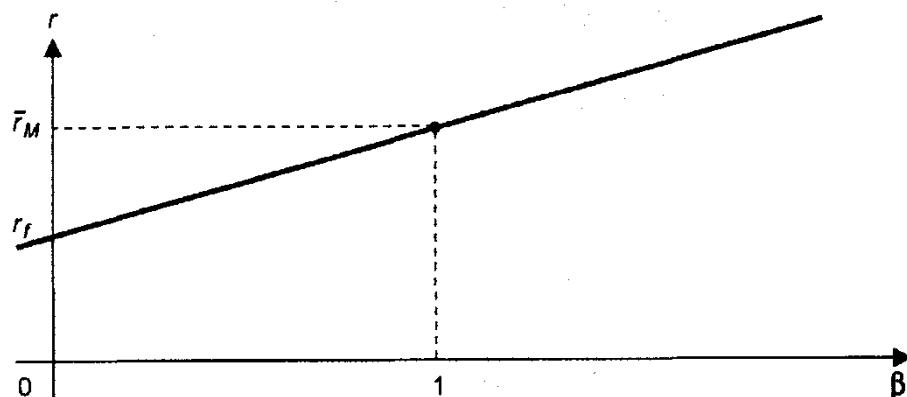


Рисунок 1 - Рыночная линия ценной бумаги

В формализованном виде модель САРМ можно представить следующим образом:

$$\bar{r}_i = r_f + \beta_i \times (\bar{r}_M - r_f)$$

где

- $\bar{r}_i$  - ожидаемая доходность рискованных активов  $i$ -го вида
- $r_f$  - доходность безрискового актива (является заранее известной)
- $\beta_i$  - коэффициент-«бета» активов  $i$ -го вида
- $\bar{r}_M$  - ожидаемая доходность рыночного портфеля

Модель оценки финансовых активов служит теоретической основой для ряда различных финансовых технологий по управлению доходностью и риском, применяемых при долгосрочном и среднесрочном инвестировании в акции. Хотя эта модель является упрощенным представлением финансового рынка, в своей деятельности её используют многие крупные инвестиционные структуры, например Merrill Lynch и Value Line.

Модель CAPM имеет следующие предположения:

1. Инвесторы производят оценку инвестиционных портфелей, основываясь на ожидаемых доходностях и их стандартных отклонениях за период владения.
2. Инвесторы при выборе между двумя портфелями предпочтут тот, который, при прочих равных условиях, дает наибольшую ожидаемую доходность.
3. Инвесторы не желают рисковать, то есть 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 акции.
5. Существует безрисковая процентная ставка, по которой инвестор может дать взаймы (т.е. инвестировать) или взять в долг денежные средства.
6. Налоги и операционные издержки несущественны.
7. Для всех инвесторов период вложения одинаков.
8. Безрисковая процентная ставка одинакова для всех инвесторов.
9. Информация свободно и незамедлительно доступна для всех инвесторов.
10. Инвесторы имеют однородные ожидания (homogeneous expectations), т.е. они одинаково оценивают ожидаемые доходности, среднеквадратичные отклонения и вариации доходностей ценных бумаг.

Как вытекает из этих предположений, в CAPM рассматривается предельный случай. Все инвесторы обладают одной и той же информацией и по-одинаковому оценивают перспективы ценных бумаг. Неявно это означает, что они одинаковым образом анализируют получаемую информацию. Рынки ценных бумаг являются совершенными рынками в том смысле, что 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. Это позволяет сместить фокус рассмотрения с того, как следует инвестору размещать свои средства, на то, что произойдет с курсами ценных бумаг, если все инвесторы будут поступать одинаково. Исследуя коллективное поведение всех инвесторов на рынке, можно выявить характер конечной равновесной зависимости между риском и доходностью каждой ценной бумаги.

## **1.7      Лекция № 7 (2 часа)**

**Тема: Правовое регулирование иностранных инвестиций**

**1.7.1    Вопросы лекции:**

- 1. Система правовых норм и подзаконных актов в сфере регулирования иностранных инвестиций**
- 2. Режим регистрации компаний с иностранным капиталом в зарубежных странах**
- 3. Регистрация коммерческих организаций с иностранными инвестициями в России**

**1.7.2    Краткое содержание вопросов:**

### **2.1 Система правовых норм и подзаконных актов в сфере регулирования иностранных инвестиций в Российской Федерации**

Начиная с 90-х годов XX в. иностранные инвестиции рассматриваются как одно из важных условий стабилизации российской экономики и её роста. Возможные объемы привлечения иностранных инвестиций в российскую экономику, как и в экономику любой другой страны, обусловлены уровнем доверия зарубежных инвесторов, имиджем на мировых рынках капитала, состоянием инвестиционного климата, мерами стимулирования иностранного капитала и отсутствием барьеров на их пути, соблюдением общепризнанных стандартов по отношению к ним. Роль государства, в регулировании иностранных инвестиций, прежде всего – это создание, благоприятной для привлечения иностранных инвестиций, нормативно-законодательной базы

С переходом России к открытой экономике началась интенсивная нормотворческая работа, которая должна обеспечивать правовой режим осуществления в стране иностранных инвестиций. Достаточно полная и комплексная система регулирования их правовых норм, однако сформировалась далеко не сразу. Первым основополагающим актом, резко расширившим фронт этих инвестиций в стране, был Указ Президента РФ от 15 ноября 1991 г. «О либерализации внешнеэкономической деятельности на территории РСФСР». С этого момента российские предприятия и организации получили право самостоятельно привлекать иностранные инвестиции в различных формах, руководствуясь соответствующими нормами законодательства РФ и международными соглашениями.

Государство сформировало систему нормативно-законодательных актов, регулирующих инвестиционную деятельность в России. В 1998-1999 гг. приняты законодательные акты, направленные на улучшение инвестиционного климата в стране для отечественных и иностранных инвесторов. Характеристика большей части правовых актов, который в той или иной степени определяют механизм регулирования иностранных инвестиций, в хронологическом порядке дана в табл. 1.

Таблица 1. Перечень российских законодательных и подзаконных актов, содержащих нормы правового регулирования иностранных инвестиций

| Дата       | Наименование документа  | Характер нормативного регулирования иностранных инвестиций  |
|------------|---|---|
| 1          | 2   | 3   |
| 21.09.1993 | Закон РФ № 5003-1 «О таможенном тарифе»   | Определяет порядок формирования и уплаты таможенных тарифов, в том числе и при ввозе нерезидентами на территорию РФ и вывозе с нее различного имущества   |
| 26.01.1996 | Гражданский кодекс РФ   | Совокупность основополагающих норм, регулирующих гражданский оборот, в том числе в сфере внешнеэкономической инвестиционной деятельности.   |
| 17.07.1998 | Налоговый кодекс РФ   | Определение налоговой нагрузки в процессе осуществления инвестиционных проектов, в том числе за счет иностранных инвестиций   |
| 28.05.2003 | Таможенный кодекс РФ  | Регулирование порядка взимания таможенных пошлин при осуществлении инвестиционной деятельности нерезидентами  |
| 30.12.1995 | Федеральный закон № 225-ФЗ «О соглашениях о разделе продукции»  | Регулирование особой деятельности нерезидентов, связанной с освоением месторождений природных ископаемых  |
| 22.04.1996 | Закон № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»  | Регулирование российского рынка ценных бумаг и деятельности на нем нерезидентов   |
| 21.07.1997 | Закон № 123-ФЗ «О приватизации государственного имущества и об основах приватизации муниципального имущества» | Создает возможность для нерезидентов участвовать в приватизации того государственного имущества, для которого законодательно не приняты меры ограничительного характера.                                |
| 14.04.1998 | Закон № 63-ФЗ «О мерах по защите экономических интересов РФ при осуществлении торговли товарами»              | Определение рамок деятельности нерезидентов, не нарушающих законодательные интересы РФ  |
| 29.07.1998 | Закон № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в РФ»   | Создание правовой и экономической основы для объективного определения стоимости вносимого иностранными инвесторами имущества в случаях прямых инвестиций  |
| 25.02.1999 | Закон № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в РФ, осуществляемой в форме капитальных вложений»              | Основной нормативный документ, регламентирующий инвестиционную деятельность в РФ в форме капитальных вложений. Обязателен для российских резидентов при их взаимоотношениях с иностранными инвесторами. |

Продолжение таблицы 1

| 1          | 2  | 3   |
|------------|--|---|
| 10.12.2003 | Закон № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле»  | Регламент правил осуществления валютных операций, существенно либерализующих их режим по сравнению с ранее существовавшим порядком. Создание возможностей для резидентов инвестировать средства за рубежом                      |
| 21.07.2005 | Закон № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях»   | Предоставляет право коммерческим структурам, как российским, так и иностранным, брать в концессию различные принадлежащие государству объекты с целью их использования с получением прибыли.                                    |
| 22.07.2005 | Закон № 116-ФЗ «Об особых экономических зонах в РФ»  | Предоставляет право иностранным инвесторам пользоваться налоговыми льготами, а также режимом свободного таможенного склада при осуществлении инвестиций на территориях свободных экономических зон                              |
| 29.04.2008 | Закон № 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства» | Устанавливает ряд ограничений на приобретение нерезидентами активов, дающих право на участии в управлении хозяйственными обществами, имеющими стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства |

Как видно из таблицы 1, набор уже существующих законодательных норм, в той или иной степени затрагивающих процесс иностранных инвестиций, достаточно обширен. В настоящий момент очень важно уже не столько формирование правовых основ этого процесса, а развитие и совершенствование правового механизма, обеспечивающего защиту интересов как сторон, участвующих в процессе инвестирования, так и государства.

Приведенный в таблице 1 перечень законов и подзаконных актов общероссийского уровня не исчерпывает всей системы правовых норм, регулирующих иностранные инвестиции. Параллельно с федеральным уровнем регламентация деятельности в этой сфере осуществляется и в регионах страны. Российские регионы достаточно самостоятельны в выборе способов и форм привлечения иностранных инвестиций на свою территорию и определении инвестиционного климата для них. В соответствии со ст. 17 Закона № 160-ФЗ субъекты РФ и органы местного самоуправления «могут предоставлять иностранному инвестору льготы и гарантии, осуществлять финансирование и оказывать иные формы поддержки инвестиционного проекта, осуществляемого иностранным инвестором, за счет средств бюджетов субъектов РФ и местных бюджетов, а также внебюджетных средств». Таким образом, совокупность нормативных актов создает обязательные условия и ограничения, в рамках которых предоставляется широкая инициатива регионального нормотворчества, способствующего развитию иностранных инвестиций в РФ.

## **2.2 Режим регистрации компаний с иностранным капиталом в зарубежных странах.**

Для целенаправленного государственного регулирования иностранных инвестиций очень важна организация их регистрации. Осуществляя такую регистрацию, государство получает возможность защитить в необходимых масштабах национальный рынок и стимулировать приток иностранных инвестиций в приоритетные отрасли и регионы страны. В то же время в условиях нестабильной экономики иностранные инвесторы нуждаются в дополнительных по сравнению с местными предпринимателями государственных гарантиях, которые могут быть обеспечены только при условии особого порядка регистрации предприятий с участием иностранных капиталов.

Таким образом, особый порядок регистрации коммерческих организаций с иностранными инвестициями (КОИИ) отвечает интересам, как принимающих стран, так и иностранных инвесторов.

Хотя большинство стран мира придерживается принципа национального режима в отношении иностранных инвесторов, это не означает отсутствия в них отдельных ограничений для иностранных предпринимателей. Страны по-разному подходят к вопросу о необходимости предварительного разрешения на осуществление прямых инвестиций на их территории. В одних странах такое разрешение требуется только в некоторых случаях, в других — для всех инвестиций. Во многих странах действуют национальные органы, осуществляющие контроль за созданием и функционированием предприятий с иностранным участием. Эти функции могут выполнять центральный банк страны, министерства экономики, финансов или промышленности, а также специально созданные для этой цели органы. Так, в Финляндии этим занимается Совещательная комиссия по иностранным капиталовложениям при министерстве торговли и промышленности, в Португалии — Институт торговли, туризма и инвестиций и т.д. В большинстве стран мира существуют специальные торговые реестры (регистры), в которых регистрируются все действующие в стране фирмы и предприятия, в том числе и с иностранными инвестициями.

Заявка на регистрацию в торговом реестре подается по установленной форме, в которой обычно указываются:

почтовые адреса, гражданство и место жительства учредителей (если учредитель — юридическое лицо, то данные о его компаньонах), членов правления, их заместителей, директора (президента) и его заместителей, ревизоров и их заместителей;

фирменное название, общая номинальная стоимость акций после подписки на них; документ, заверяющий дееспособность упомянутых должностных лиц и компетентность ревизоров.

К заявке обычно требуется приложить следующие документы:

- оригиналы и копии устава и договора;
- копию протокола учредительного собрания;
- копию протокола о выборе членов правления, их заместителей, директора и ревизора и их заместителей;
- справку банковского учреждения о сумме, внесенной на отдельный счет;
- разрешение государственного органа (если оно требуется).

В ходе регистрации осуществляется проверка всех этих данных, в том числе и с помощью запросов. Срок регистрации обычно составляет 1-3 месяца. За регистрацию взимается специальный сбор.

## **2.3 Регистрация коммерческих организаций с иностранными инвестициями в России**

В России государственной регистрации подлежат все вновь создаваемые, реорганизуемые и ликвидируемые коммерческие и некоммерческие организации. При такой регистрации осуществляется проверка соответствия процедур создания, реорганизации или ликвидации юридических лиц действующему законодательству.

За годы реформ процедура государственной регистрации предприятий с участием иностранного капитала менялась, как в калейдоскопе. Иностранным инвесторам довольно трудно было уследить за сменой полномочий российских государственных органов, контролирующих вложение иностранных капиталов в экономику страны. В самом начале 1990-х годов государственным органом, осуществлявшим регистрацию предприятия с иностранными инвестициями, было Министерство финансов РСФСР или иные уполномоченные на это органы. Так, предприятия с объемом иностранных инвестиций выше 100 млн. руб. регистрировались Министерством финансов с разрешения правительства. В ноябре 1991 г. министерство разделило свою компетенцию с администрацией субъектов РФ. В мае 1992 г. функции по регистрации иностранных инвестиций были переданы Комитету по иностранным инвестициям при Минфине России. Позже этот комитет был расформирован, и было создано Российское агентство международного сотрудничества и развития, которое также было ликвидировано.

В соответствии с постановлением Правительства РФ от 6 июня 1994 г. № 655 при Министерстве экономики создана Государственная регистрационная палата. Ее наделили функциями регистрации предприятий с иностранными инвестициями, ведения государственного реестра таких предприятий. В этом органе должна была производиться государственная регистрация только двух типов предприятий с иностранными инвестициями: предприятий, объем иностранных инвестиций в которые превышает 100 млн. руб., и предприятий топливно-энергетического комплекса (независимо от объема иностранных инвестиций). В других случаях регистрация производится уполномоченными органами республик, краев, областей. Таким образом, функции регистрации коммерческих организаций осуществляет Государственная регистрационная палата, которая была создана на основе постановления Правительства РФ от 6 июня 1994 г. па правах государственного учреждения при Министерстве экономики РФ. В сентябре 1998 г. она была передана в ведение Министерства юстиции РФ.

Сегодня круг полномочий Государственной регистрационной палаты включает следующие функции:

- государственная регистрация КОИИ, независимо от их объема и доли в уставном капитале, осуществляющих деятельность в нефтегазодобывающей, нефтегазоперерабатывающей и угледобывающей отрасли народного хозяйства;
- государственная регистрация КОИИ, у которых объем иностранных инвестиций в уставном капитале превышает 100 тыс. руб.;
- регистрация изменений в учредительных документах КОИИ, зарегистрированных в субъектах РФ, в случае, если объем иностранных инвестиций в уставном капитале превышает 100 тыс. руб.;
- ликвидация КОИИ, зарегистрированных Палатой;
- ведение Государственного реестра коммерческих организаций с иностранными инвестициями, зарегистрированных на территории РФ;
- аккредитация представительств иностранных компаний на территории РФ;
- ведение Сводного государственного реестра аккредитованных на территории РФ представительств иностранных компаний;
- регистрация филиалов иностранных юридических лиц на территории РФ;
- ведение Государственного реестра филиалов иностранных юридических лиц, зарегистрированных на территории РФ;
- регистрация российских инвестиций за рубежом;
- ведение Сводного государственного реестра российских инвестиций за рубежом;
- координация работы регистрационных органов на территории РФ по вопросам, входящим в компетенцию Палаты;
- выполнение справочно-аналитической и информационной работы;

- предоставление выписок из государственных реестров;
- создание и эксплуатация информационной системы, обеспечивающей свободное предоставление информации из государственных реестров на платной основе.

При Государственной регистрационной палате на правах самостоятельных юридических лиц действуют Консалтингово-визовая служба и Информационно-консультативный центр.

КОИИ, зарегистрированным и внесенным в Государственный реестр, выдаются свидетельства установленного образца. С момента регистрации КОИИ приобретает права российского юридического лица и возможность ведения хозяйственной деятельности на территории РФ в соответствии с учредительными документами. Любые изменения в учредительных документах КОИИ вступают в силу только после их регистрации и внесения в Государственный реестр.

Отказ в государственной регистрации КОИИ возможен в случае нарушения установленного законом порядка создания коммерческой организации, а также несоответствия ее учредительных документов требованиям законодательства РФ. КОИИ может быть отказано в государственной регистрации также в целях защиты основ конституционного строя, нравственности, здоровья, прав и законных интересов других лиц, обеспечения обороны страны и безопасности государства. КОИИ может обжаловать этот отказ в судебном порядке.

Деятельность незарегистрированных коммерческих организаций запрещается. Доходы, полученные незарегистрированными коммерческими организациями, взыскиваются через суд и направляются в государственный бюджет.

По новому Закону об иностранных инвестициях юридические лица, являющиеся КОИИ, подлежат государственной регистрации в органах юстиции в течение одного месяца со дня представления в соответствующий орган следующих документов:

1. Свидетельство о регистрации компании или выписка из Торгового реестра страны происхождения компании или иного документа, подтверждающего юридический статус иностранного инвестора.

2. Устав иностранной компании или иной документ, заменяющий устав.

3. Справка из банка о наличии открытого расчетного счета компании и ее платежеспособности.

4. Решение об учреждении предприятия с иностранными инвестициями в РФ.

5. Справка о присвоении номера налогоплательщика.

6. Квитанции об уплате регистрационного сбора.

7. Доверенность на лицо, представляющее интересы компании по регистрации.

Представляемые документы должны быть легализованы или иметь проставленный апостиль, а также переведены на русский язык и заверены нотариусом.

Головная (иностранный) организация, создающая филиал на территории РФ, представляет в федеральный орган положение о филиале иностранного юридического лица, в котором должны быть указаны:

- наименования филиала и его головной организации;
- цели создания и виды деятельности филиала;
- состав, объем и сроки вложения капитала в основные фонды филиала;
- порядок управления филиалом.

В этот документ могут включаться и другие сведения, отражающие особенности деятельности филиала.

Оценка вложения капитала в основные фонды филиала иностранного юридического лица производится головной организацией на основе внутренних цен или мировых цен. Оценка осуществляется в валюте РФ. Величина стоимостной оценки должна быть указана в положении о филиале иностранного юридического лица.

Срок регистрации совместного предприятия составляет один месяц с момента поступления документов в соответствующий регистрирующий орган. В течение этого срока

совместное предприятие должно быть зарегистрировано или же заявителю сообщается о причинах отказа. Коммерческой организации с иностранными инвестициями может быть отказано в государственной регистрации в целях защиты основ конституционного строя, нравственности, здоровья, прав и законных интересов других лиц, обеспечения обороны страны и безопасности государства.

Инвестор может обжаловать отказ в судебном порядке. Отказ в государственной регистрации КОИИ возможен также в случае нарушения установленного действующим на территории РФ законодательством порядка образования такого предприятия либо несоответствия ему представленных документов.

Если представительство интересов иностранного юридического лица в России носит постоянный характер, оно может быть аккредитовано в России с целью получения определенных льгот и преимуществ.

Аkkредитация — особое разрешение государственного органа РФ (либо уполномоченной государством организации) на открытие представительства иностранной фирмы в России.

Аkkредитация иностранного юридического лица:

- дает возможность иностранной фирме получить льготы по уплате НДС при аренде служебных и жилых помещений (неаккредитованные фирмы этой льготы не получают);
- дает право иностранной фирме на аккредитацию в РФ ее иностранных сотрудников, что легализует их присутствие и трудовую деятельность в РФ;
- позволяет фирме беспошлинно на время ввозить в РФ офисное оборудование (мебель, оргтехнику и т.д.) и автомобили, необходимые для осуществления своей деятельности.

## **1.8      Лекция № 8 (2 часа)**

**Тема: Риски при осуществлении иностранных инвестиций**

**1.8.1    Вопросы лекции:**

- 1.    Сущность и виды страновых рисков**
- 2.    Макроэкономические и микроэкономические страновые риски**
- 3.    Идентификация страновых рисков**
- 4.    Оценка страновых рисков**

**1.8.2    Краткое содержание вопросов:**

**2.1. Сущность и виды страновых рисков.**

Понятие «страновой риск» до сих пор не имеет однозначной трактовки. В 1970-е гг. широко использовали понятие «суверенный риск» – риск кредитования правительства суверенной страны. В этот период многие коммерческие банки столкнулись с рисками финансирования частных заемщиков из развивающихся стран, не входивших в группу ОПЕК (страны — экспортёры нефти). В конце XX в. резко обострились долговые проблемы развивающихся государств, финансовые кризисы затронули интересы иностранных инвесторов, многие из них столкнулись с проблемой дискриминационного отношения со стороны национальных правительств. Это привело к введению понятия странового риска, которое стали употреблять часто на интуитивном уровне, без четкого определения.

Под *страновым риском* понимается любой ущерб, наносимый иностранным инвесторам и фирмам в результате тех или иных решений принимающей страны, политических и военных событий в этой стране или неблагоприятного изменения на финансовых рынках.

Необходимо отличать *страновой риск* от *коммерческого риска*. В первом случае речь идет об убытках иностранного инвестора или фирмы в результате экономической политики или неблагоприятных событий в стране, принимающей инвестиции, во втором — об убытках, связанных с ошибками в коммерческой деятельности фирмы.

На практике коммерческие и страновые риски тесно взаимосвязаны и их не всегда можно однозначно разделить. Так, если коммерческая фирма в стране, принимающей инвестиции, не осуществила платеж иностранной фирме из-за каких-либо неблагоприятных событий в этой стране, то такой риск считается политическим. Если же неплатеж есть следствие ошибок в хозяйственной деятельности первой фирмы, то риск не считается страновым. Однако определить истинную причину неплатежа не всегда возможно.

Сложности возникают и в случаях стихийных бедствий, которые влекут убытки у иностранных инвесторов. Обычно при повторяющихся стихийных бедствиях иностранные инвесторы включают возможные потери в оценку странового риска.

Страновые риски в целом можно разделить на *экономические и политические*.

Под *экономическими страновыми рисками* понимается возможность частичной или полной неплатежеспособности страны перед нерезидентами, т. е. превышение внешних долгов страны по сравнению с международными ликвидными средствами, которыми она располагает.

*Политические страновые риски* заключаются в прямых вмешательствах государства в деятельность иностранных фирм путем дискриминации, национализации и экспроприации.

*Дискриминация* состоит в предоставлении национальным предприятиям особых конкурентных преимуществ по отношению к размещенным в этой стране транснациональным корпорациям (ТНК), совместным предприятиям. Это может выражаться, например, в ужесточении налогообложения, повышении лицензионных сборов, пошлин и т. п.

Хотя в этих случаях речь в основном идет об экономических мерах правительства, они причисляются к политическим рискам.

Под *экспроприацией* понимается полное лишение иностранных инвесторов права распоряжения собственностью, которой они обладали на территории данного государства. При этом возможна частичная, или полная компенсация убытков иностранного инвестора.

При *национализации*, в отличие от экспроприации, иностранные инвесторы лишаются права собственности лишь частично (обычно более 51%).

Иногда в экономической литературе страновой риск отождествляется только с политическим. В этом случае можно говорить о страновых рисках в узком смысле слова.

Экономические страновые риски влекут за собой риск убытка не только для нерезидентов, но и резидентов, особенно тех из них, которые ведут экспортно-импортные операции, поскольку эти риски вызваны неблагоприятными событиями на рынке. Это же относится к стихийным бедствиям.

## **2.2 Макроэкономические и микроэкономические страновые риски.**

Целесообразно риски осуществления ПИИ разделить на микро- и макроэкономические.

*Микроэкономические риски* относятся непосредственно к месту расположения ПИИ и условиям окружающей среды в узком смысле слова, например, наличию достаточной территории для строительства, примыканию к транспортным артериям и транспортным системам, наличию рабочих определенной минимальной квалификации в месте осуществления инвестиций, достаточному снабжению водой и энергией с возможностью его расширения и т. д. Эти классы рисков ТНК может более надежно идентифицировать и оценить, а также воздействовать на их уменьшение.

К *макроэкономическим страновым рискам* можно отнести:

- 1) валютный риск;
- 2) процентный риск;
- 3) риск инфляции и др. (риск неконвертируемости; риски, связанные с невыполнением условий кредитных соглашений).

*Валютные риски* возникают из-за того, что при существовании подвижных валютных курсов происходят изменения стоимости обязательств и требований (включая объем капитала, инвестированного за границей) дочерней компании по отношению к материнской, а также ТНК в целом. Если в стране используют фиксированные валютные курсы, то правительство может периодически осуществлять их пересмотр либо в сторону повышения (ревальвация), либо в сторону понижения (девальвация). В этом случае говорят о рисках изменения паритетов (риск девальвации и ревальвации).

*Процентный риск* — это риск того, что изменение ставок процента на рынке приведет к колебаниям цен долговых обязательств. Риск процентной ставки влияет на такие долговые обязательства, как государственные, корпоративные и муниципальные облигации. Риск ставки процента имеет большее воздействие на долгосрочные облигации, чем на краткосрочные. Если ставка процента повышается, то цена долгосрочных облигаций снижается больше, чем цена краткосрочных. Если ставка процента снижается, то цена долгосрочных облигаций поднимается больше, чем цена краткосрочных.

*Риск инфляции* — это риск того, что деньги потеряют свою покупательную способность через некоторый период времени. Наиболее подвержены этому риску ценные бумаги с фиксированным доходом.

Если, к примеру, инвестор приобрел государственные облигации номинальной стоимостью в 1000 руб. со сроком погашения через 10 лет и купонной ставкой 20%, то реальные доходы, которые он будет получать в течение этого срока, составят приблизительно разницу между фиксированной купонной ставкой и темпом инфляции. Погашенные через 10 лет облигации принесут ему номинальную сумму в 1000 руб., приведенная стоимость которой может быть найдена путем дисконтирования.

Наименее чувствительны к риску покупательной способности обыкновенные акции, подверженные, однако, инвестиционным рискам.

### **2.3. Идентификация страновых рисков.**

В интересах создания четкой правовой базы законодательства большинства стран определяют политические страновые риски хотя и в достаточно широком, но все же завершенном смысле. Так, например, в Германии используется классификация политических рисков по потерям, которые могут возникнуть в связи со следующими причинами:

- 1) национализация, экспроприация, вмешательства высокого уровня (правительственные) или, напротив, противозаконное бездействие в случаях, когда вмешательство было необходимо (в целом трактуется как случай экспроприации);
- 2) война или прочие вооруженные споры, революция или волнения;
- 3) запрет на платежи или моратории (случай моратория);
- 4) невозможность конвертации или трансфера денежных сумм, которые были выплачены в Германии.

Сложным, является вопрос об определении обязательств о возмещении ущерба. На практике предпосылки для обязательств о возмещении ущерба страной можно считать выполненными лишь при наличии поведения высших инстанций, которое в такой мере затрагивает предприятие с иностранным капиталом, что его нормальное функционирование становится невозможным или ему причинен значительный вред. Имеющие место на практике обстоятельства, например уменьшение прибыли по сравнению с ожидавшимся уровнем, нельзя отнести к таким случаям. Также и изменения в законах, которые неблагоприятным образом действовали на предприятие с иностранным участием, не представляют, как правило, основания для обязательной компенсации ущерба. Только если иностранному инвестору были представлены гарантии против изменения каких-либо законов, например в сфере налогов, пошлин и концессий, или заранее определен порядок и размеры возмещения ущерба в случае каких-либо изменений, можно ожидать с большой вероятностью устранение отрицательных последствий.

Причины политических рисков зависят от «внешней» и «внутренней политики». В то время как внешнеполитические риски могут возникнуть из-за вступления страны в политический альянс или из враждебного поведения других государств по отношению к стране осуществления инвестиций, внутриполитические риски имеют различные сценарии, причины чего часто следует искать в идеологических трениях партий. Кроме того, сюда относятся политические риски из-за социальных волнений, слабости правительств, недобросовестной администрации и из-за неэффективной правовой защиты товаров

### **2.4. Оценка страновых рисков.**

При оценке странового риска важное значение имеет анализ его причин. Для этой цели чаще всего используются экспертные опросы. При таких опросах выявляется перечень имеющихся у инвесторов факторов риска. Вместе с тем недостаток экспертной формы оценки кроется в отсутствии во многих случаях «взвешивания» существенности факторов и случайном отборе социально-экономических переменных.

Одна из методик систематического анализа политического риска состоит из пяти измеримых переменных с различными весами:

- 1) демонстрации протеста (вес фактора — 1),
- 2) волнения (1,5),
- 3) вооруженные нападения (2),
- 4) смертельные случаи из-за политической борьбы (2,5)
- 5) меры принуждения правительства (3).

Простым суммированием с учетом весов определяется итоговый результат, который затем рассчитывается на душу населения или сопоставляется с доходом на душу населения. Прослеживание изменений найденных показателей за длительный период вре-

мени позволяет с помощью трендового анализа грубо установить меру политического страхового риска. Описанный подход позволил установить закономерность: высокий доход на душу населения и относительно высокая равномерность распределения доходов уменьшают стимулы для политических изменений. И наоборот: чем ниже доход в стране, тем выше вероятность политического потрясения в стране, т.е. политического риска. Преимуществом данной модели является то, что анализ относительно малого числа измеримых переменных и привлечение актуальной информации делает возможной интегральную оценку политического риска.

Широкую известность для оценки страновых рисков получил индекс BERI, который был разработан College of Business and Economics (University of Delaware, США). Этот индекс риска окружающей среды бизнеса базируется на опросе постоянной коллегии из 100 экспертов различных стран, которые трижды в году оценивают хозяйственный климат стран с помощью 15 основных и дополнительных критериев, а также весов последних.

Финансовым следствием установленных страновых рисков является осуществление иностранных инвестиций по частям в странах с одинаково оцененными социальными, экономическими и политическими проблемами, что позволяет диверсифицировать риск в смысле портфельной стратегии.

Схема оценки индекса BERI выглядит так. Сначала рассматривают 15 факторов, среди них:

- 1) политическая стабильность (вес фактора — 3,0);
- 2) отношение к иностранным инвестициям и трансферту прибыли (1,5);
- 3) тяга к национализации (1,5);
- 4) инфляция (1,5);
- 5) экономический рост (2,5);
- 6) издержки на заработную плату/производительность (2,0);
- 7) состояние платежного баланса (1,5);
- 8) конвертируемость валюты (2,5);
- 9) бюрократические препоны (1,0);
- 10) соблюдение деловых договоренностей и возможность их осуществления (1,5);
- 11) качество услуг и надежность партнеров по договорам (0,5);
- 12) качество местного менеджмента (1,0);
- 13) транспортные коммуникации (1,0);
- 14) доступность краткосрочных кредитов на локальных рынках (2,0);
- 15) доступность долгосрочных займов/инвестиционного капитала (2,0).

Затем по каждому из факторов производится оценка баллов (пунктов) — от 0 (не-приемлемое состояние) до 4 (чрезвычайно благоприятное состояние). В заключение путем перемножения баллов и весов с последующим суммированием находится итог. Если он оказался выше 70 баллов, то страна признается стабильной, при 55—70 баллах — страна с умеренным риском и определенными затруднениями в повседневной деятельности, от 40 до 55 баллов — высокий риск и плохой деловой климат для иностранных предприятий, при оценке ниже 40 баллов страна признается непригодной для иностранных инвестиций.

Легко видеть, что в индексе BERI производится совокупная оценка как политических, так и экономических рисков, т. е. оценивается страновой риск в широком смысле слова.

Имеется множество и других интегральных экспертных, оценок странового риска. Среди них можно отметить модели, используемые Bank of America, журналом Euromoney и др. Общим для этих методов является отбор ряда экономических и политических составляющих странового риска, их экспертной оценки и построения интегрального показателя.

Еще один подход к оценке совокупного риска страны состоит в построении квадранта с двумя осями, по одной из которых в баллах откладывается степень риска, по другой, также в баллах — уровень шансов. Каждая страна получает двойную оценку внутри

квадранта в виде точки, которая может из года в год перемещаться с изменением оценок. Критическими являются области квадранта с различными сочетаниями двух указанных оценок, например «высокий риск и низкие шансы» или «высокий риск и высокие шансы» и т. д.

В последнее время при оценке страхового риска широко стали применять принцип селективного подхода. Он означает, что эксперты банков и фирм при оценке страновых рисков учитывают не только общий уровень риска, который отражается часто в суверенных рейтингах страны, определяемых известными мировыми агентствами (Standard & Poors, Fitch IBCA, Moody's Investor Services и др.), но и дифференцированные уровни риска по видам заемщиков, операциям, объемам кредитования и т. д. Одновременно это означает и оценку микроэкономических страновых рисков. Использование принципа селективности требует построения множественной системы рейтинговых оценок риска.

На практике часто используют метод «выравнивания» риска, состоящий в том, что при установлении нормативной величины рентабельности использования инвестиций (return on investment, ROI) в странах с повышенным риском производится добавление премии за риск в ставку дисконта. Но этот метод выглядит как имеющий лишь расчетное значение для учета риска по проекту, и не может рассматриваться как надежный для долгосрочных инвестиций, так как большая вероятность наступления крайних последствий типа экспроприации нейтрализует всякие надбавки в виде премий. Кроме того, метод введения премии за риск проблематичен из-за предположения о постоянном риске в течение всего периода осуществления инвестиций. К тому же сама премиальная надбавка устанавливается интуитивно, а не исходя из расчета риска.

## **1.9      Лекция № 9 (2 часа)**

**Тема: Организационно-правовые формы предприятий с иностранными инвестициями**

### **1.9.1    Вопросы лекции:**

- 1. Совместное предприятие**
- 2. Предприятия с иностранными инвестициями**
- 3. Коммерческие организации с иностранными инвестициями**
- 4. Филиалы иностранных юридических лиц**
- 5. Объединения без прав юридического лица**

### **1.9.2    Краткое содержание вопросов:**

#### **2.1 Совместное предприятие.**

Совместные предприятия были первой и (вплоть до 1991 г.) единственной формой использования иностранного капитала. Впервые после длительного времени создавать на территории России (СССР) предприятия с участием иностранного капитала стало возможным, напомним, с 13 января 1987 г. (с принятием Указа Президиума ВС СССР и постановлений Совета Министров СССР № 48 и № 49).

Постановление содержало нормы, определяющие: и процесс создания совместного предприятия (далее — СП), и его структуру, управление, регистрацию, ликвидацию и т.д. Помимо этого, оно регулировало порядок деятельности СП в условиях плановой экономики и структуры хозяйства, условия налогообложения, порядок выхода на внешний рынок в условиях неконвертируемости рубля и другие вопросы. Комплексное постановление не могло детально регулировать многие вопросы. Поэтому в тот период большое значение придавалось договорному оформлению отношений участников и существовал строгий разрешительный порядок создания СП.

Совместные предприятия имели самостоятельный баланс и действовали на основе полного хозяйственного расчета, самоокупаемости и самофинансирования. Им предоставлялось право самостоятельного ведения экспортных и импортных операций. Ввоз и вывоз товаров производились на основании разрешений, выдаваемых в порядке, установленном законодательством СССР.

Доля советской стороны в уставном фонде совместного предприятия должна составлять не менее 51%. Подобное ограничение было сочтено нецелесообразным и было отменено. Доли советских и иностранных участников в уставном фонде совместного предприятия стали определяться по договоренности между ними.

Участники совместного предприятия имели право по взаимному согласию полностью или частично передать третьим лицам свои доли в совместном предприятии. Советские участники имели преимущественное право на приобретение долей иностранных участников.

Прибыль совместного предприятия, за вычетом сумм по взаимоотношениям с Госбюджетом СССР и отчислений в обязательные фонды, распределялась пропорционально долевому участию в капитале. Иностранным участникам совместного предприятия гарантировался перевод за границу причитающихся им прибылей в иностранной валюте.

#### **2.2. Предприятия с иностранными инвестициями.**

С принятием Закона об иностранных инвестициях 1991 г. произошла замена термина «совместное предприятие» на предприятие с иностранными инвестициями (ПИИ). ПИИ может быть создано либо путем его учреждения, либо в результате приобретения иностранным инвестором доли участия (пая, акций) в ранее учрежденном предприятии без иностранных инвестиций или приобретения такого предприятия.

Если первые правовые акты 1987 г. ограничивали иностранное участие 49% в уставном фонде создаваемого предприятия, то позднее эти ограничения были сняты и стало можно создавать предприятия, полностью принадлежащие по капиталу иностранному инвестору. Отдельно статус предприятий со 100% иностранным капиталом не регулировался, и по правовому режиму они подпадали под режим предприятий со смешанным капиталом.

Еще один важный новый момент заключался в том, что происходило сближение правового статуса предприятий с иностранными инвестициями и государственных предприятий.

Ранее по правовому статусу СП существенно отличались от государственных предприятий, главным образом, мерой ответственности по своим обязательствам (СП несло ответственность всем своим имуществом), государственные же предприятия — только имуществом, на которое могло быть обращено взыскание.

Сближение правового статуса предприятий с иностранными инвестициями и государственных предприятий выражается также в том, что эти виды предприятий создаются в единых правовых формах, к тому времени появившихся в нашем законодательстве, — в форме торговых (хозяйственных) товариществ. Происходит повсеместное акционирование государственных предприятий. С принятием ГК РФ в 1994 г. регулирование процесса создания предприятий было усовершенствовано.

ГК РФ содержит нормы об организационно-правовых формах хозяйственных товариществ и обществ, в которых могут создаваться на территории России хозяйствующие субъекты, в том числе предприятия с иностранными инвестициями.

Важно подчеркнуть, что предприятия с иностранными инвестициями с 1991 г. создаются на основе общих правовых норм и в тех же организационно-правовых формах, что и иные предприятия, не имеющие иностранных средств в своем капитале.

Исчезновение многих различий в статусе ПИИ и прочих предприятий не предопределило, однако, их полной идентичности. Процедура создания СП существенно отличалась от учреждения госпредприятия, особенно в самом начале, когда требовалась целая система согласований и разрешений, вплоть до разрешения Совета Министров. В последствие она была значительно упрощена.

### **2.3. Коммерческие организации с иностранными инвестициями.**

С принятием ГК РФ, а позже и Закона об иностранных инвестициях 1999 г. происходит новое изменение терминологии — предприятия с иностранными инвестициями стали называться коммерческими организациями с иностранными инвестициями (КОИИ). КОИИ может быть создана в форме хозяйственного товарищества или общества, т.е. в тех же формах, что и предприятия, в которых нет иностранного капитала, в соответствии с гражданским законодательством Российской Федерации.

Юридические лица, являющиеся коммерческими организациями с иностранными инвестициями, должны быть зарегистрированы в органах юстиции в течение одного месяца со дня представления следующих документов:

- 1) устава коммерческой организации с иностранными инвестициями и учредительного договора;
- 2) выписки из торгового реестра государства, в котором учрежден иностранный инвестор, или иного документа, подтверждающего его юридический статус,
- 3) документа о платежеспособности иностранного инвестора, выданного обслуживающим его банком,
- 4) квитанции об уплате регистрационного сбора.

Коммерческая организация с иностранными инвестициями признается созданной в качестве акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью — с момента государственной регистрации.

Правовой статус КОИИ в Законе об иностранных инвестициях 1999 г четко не определен. Например, из Закона не ясно, относится ли сама КОИИ к иностранным инвесторам, т.к. КОИИ не включена в перечень иностранных инвесторов. Вместе с тем Законом КОИИ признается реинвестором, т.к. может реинвестировать, так же как и иностранный инвестор, доходы и прибыли, полученные ею от иностранных инвестиций.

Законом также предусматривается, что лишь те КОИИ при осуществлении ими реинвестирования «пользуются в полном объеме правовой защитой, гарантиями и льготами», в которых иностранный инвестор владеет не менее чем 10% ее уставного капитала.

Российская коммерческая организация получает статус коммерческой организации с иностранными инвестициями со дня вхождения в состав ее участников иностранного инвестора. С этого дня коммерческая организация с иностранными инвестициями и иностранный инвестор пользуются правовой защитой, гарантиями и льготами, установленными настоящим Федеральным законом

#### **2.4. Филиалы иностранных юридических лиц.**

Закон об иностранных инвестициях 1999 г. допускает создание на территории Российской Федерации иностранным юридическим лицам своего филиала, который выполняет все или часть функций (включая функции представительства) этого лица, действуя от его имени, при условии, что деятельность носит коммерческий характер и имущественную ответственность по обязательствам, связанным с такой деятельностью, несет это юридическое лицо (головная организация).

Филиал создается для осуществления той же коммерческой деятельности, которую осуществляет за пределами России головная организация; ликвидируется филиал по решению этой организации.

Государственный контроль за созданием, деятельностью филиала осуществляется посредством его аккредитации. В аккредитации может быть отказано «в целях защиты основ конституционного строя, нравственности, здоровья, прав и законных интересов других лиц, обеспечения обороны страны и безопасности государства». Головная организация представляет для аккредитации филиала положение о филиале и другие документы. Аккредитация должна быть проведена в течение одного года со дня вступления в силу Закона об иностранных инвестициях 1999 г., и в течение 6 месяцев положение о филиале должно быть приведено в соответствие с требованиями Закона.

В положении о филиале иностранного юридического лица необходимо указать наименования филиала и его головной организации, организационно-правовую форму головной организации, местонахождение филиала на территории Российской Федерации и юридический адрес его головной организации, цели создания и виды деятельности филиала, состав, объем и сроки вложения капитала в основные фонды филиала, порядок управления филиалом. В положении должна быть указана величина стоимостной оценки вложения капитала в основные производственные фонды филиала в валюте Российской Федерации. В положение могут быть включены и другие сведения, отражающие особенности деятельности филиала иностранного юридического лица на территории Российской Федерации и не противоречащие ее законодательству.

Филиал иностранного юридического лица имеет право начать свою деятельность со дня аккредитации и прекращает ее в день лишения аккредитации.

#### **2.5. Объединения без прав юридического лица.**

Акционерное законодательство, признанное во всем мире наиболее приспособленным к регулированию предпринимательской деятельности и рыночных отношений, остается незыбленным, хотя и претерпевает с течением времени некоторые изменения, сохранив свои основные принципы. Однако в последние годы в ряде стран появляются новаторские тенденции, свидетельствующие об отступлении от таких принципов. Так, наблюда-

ется тенденция размывания понятия юридического лица, появляются хозяйствующие субъекты, которые не являются юридическими лицами.

В этом плане характерен закон Франции от 5 января 1994 г. №94-1. Он создал третье корпоративное образование (помимо существующих акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью), которое особенно приспособлено для создания совместных предприятий (ПИИ) и союзов или объединений корпораций. Это «Упрощенное общество на акциях» (Societe par Action simplifiee) — SAS.

Характерным для SAS является тот факт, что его регулирование осуществляется в основном его Уставом (by-laws) и лишь минимально — законом. Новое корпоративное образование восполняет давно назревшую потребность создать компанию с ограниченной ответственностью, базирующуюся на договоре сторон. Национальная конференция промышленности и услуг (CNPF) инициировала появление SAS, считая его структуру наиболее приспособленной для совместных предприятий и желая предотвратить создание таких предприятий с французским участием за рубежом, главным образом в Нидерландах, где структура их была более гибкой. Чтобы выдержать конкуренцию, Франция и пошла на создание SAS — значительно более приспособленной структуры, чем акционерное общество.

SAS образуется двумя или более учредителями, которыми могут быть только юридические лица с одинаковым финансовым статусом с полностью оплаченным капиталом в размере не менее 1,5 млн. фр. фр.

Наименование компании должно содержать аббревиатуру «SAS»; она не вправе предложить акции публике. SAS назначает президента, им может быть юридическое лицо, чего не допускается в акционерных обществах.

Закон предоставляет большую свободу действий в отношении организации SAS, управления, прав акционеров и общего собрания акционеров. Необязательно соблюдать принцип: одна акция — один голос. Закон предъявляет требование не к содержанию учредительного договора, а к его публичности, доступности. В устав может быть включено «условие об исключении» (squeeze out clause), в соответствии с которым акционер может быть исключен. SAS не сложно ликвидировать или преобразовать в другое общество.

В нашем законодательстве на сегодняшний день нет подобного правового акта, однако потребность в нем ощущается, и это нашло отражение в следующем. В декабре 1995 г. был принят Федеральный закон «О соглашениях о разделе продукции», в ст. 3 указанного Закона в число инвесторов наряду с другими вводятся «создаваемые на основе договора о совместной деятельности и не имеющие статуса юридического лица объединения юридических лиц». Известную аналогию, хотя и далеко не полную, можно провести с вышеуказанным французским законом — те же объединения без прав юридического лица, основанные на договоре. Поскольку Закон о соглашениях о разделе продукции регулирует отношения как с отечественным, так и с иностранным инвестором, то не только национальные, но и иностранные объединения, не наделенные правами юридического лица, могут выступать в России в качестве иностранного инвестора и заключать соглашения о разделе продукции с государством.

Таким образом, в предпринимательской деятельности ощущается потребность в организациях, не являющихся юридическими лицами; отношения участников этих организаций строятся на договоре, условия которого определяются ими самостоятельно, при соблюдении минимальных требований закона.

## **1.10     Лекция № 10 (2 часа)**

**Тема: Масштабы и тенденции международного инвестирования**

### **1.10.1    Вопросы лекции:**

- 1.    Тенденции экономического развития мировой экономики**
- 2.    Структура и соотношение иностранных инвестиций в мировом хозяйстве**
- 3.    Инвестиционный климат экономических систем**
- 4.    Особые экономические зоны осуществления иностранных инвестиций**

### **1.10.2    Краткое содержание вопросов:**

#### **2.1 Тенденции экономического развития мировой экономики.**

Современное мировое хозяйство неоднородно: входящие в него государства отличаются социальной структурой, политическим устройством, уровнем развития производительных сил и производственных отношений, а также характером, масштабами и методами международных экономических отношений. Мировая экономика все более трансформируется в глобальную экономику на базе усиления процессов интернационализации и транснационализации капитала, производственных связей, обмена услугами и рабочей силой, через взаимопроникновение элементов конвергенции разных экономических систем и их типов, способствующих их унификации. Так развивается глобализация современной мировой экономической системы. Аналогичные процессы развиваются и во «внутренней структуре» мировой экономики — на мировом рынке, который также стал глобальным явлением.

Сильнейшее воздействие на состояние всемирного хозяйства, его подсистем, взаимосвязи этих подсистем оказывают такие разноуровневые универсальные факторы:

- информационно-технологическая революция;
- обострение энергосырьевой и продовольственной проблем;
- кризис мировой финансово-кредитной системы;
- обострение проблем окружающей среды, что оказывает влияние на все мировое хозяйство, на национальные и всемирные производительные силы;
- усиление взаимозависимости национальных хозяйств, их экономической политики;
- нивелирование и сближение экономических уровней развития различных стран;
- преодоление межсистемных противоречий между странами, проявляющееся в признании смешанной экономики с присущей ей конкуренцией как главного фактора, обеспечивающего равновесие внутрихозяйственного развития;
- усиление процессов конвергенции, основывающихся на универсальных экономических, культурных, моральных, правовых, гуманистических ценностных ориентациях, признанных мировым сообществом конца XX в.;
- распад мировой социалистической системы, появление множества новых государств, не до конца определивших свою политику, не осознавших свои политические, культурные и прочие национальные интересы, еще не совсем идентифицировавших себя как полноценные национальные государства со своими интересами в мире;
- политический и экономический кризис в Восточной Европе и СНГ, перерастающий в некоторых регионах в военно-политический (Югославия, Кавказ, в том числе российский Северный Кавказ, Таджикистан), т.е. региональные конфликты.

Все это позволяет сделать вывод о том, что во второй половине XX в. рыночная экономика превратилась в международную, а экономика большинства стран стала открытой. Признаками международной экономики являются:

- развитая сфера международного обмена товарами на базе международной торговли;
- развитая сфера международного движения факторов производства, прежде всего в формах вывоза-ввоза капитала, рабочей силы и технологии;
- международные формы производства на предприятиях, расположенных в нескольких странах, в первую очередь в рамках транснациональных корпораций;
- самостоятельная международная финансовая сфера, не связанная с обслуживанием ни международного движения товаров, ни движения факторов производства;
- система межнациональных и наднациональных, межгосударственных и негосударственных механизмов международного регулирования в целях обеспечения сбалансированности и стабильности экономического развития;
- экономическая политика государств, исходящая из принципов
- открытой экономики.

**Важнейшие тенденции развития международной экономики.**

**Постиндустриализация** означает быстрый рост так называемого третичного сектора — сферы услуг. Доиндустриальное общество базировалось на первичном секторе в экономике (сельское хозяйство, охота, рыболовство). В индустриальном обществе главным сектором стал вторичный, к которому относятся промышленность и строительство. Третичный сектор отличается тем, что его отрасли в значительно большей степени ориентированы на производство и распространение знаний, и обслуживание людей, чем на обслуживание отраслей материального производства. Отметим *важнейшие черты постиндустриального общества*:

- 1) изменение структуры производства и потребления;
- 2) рост уровня образования;
- 3) повышенное внимание к окружающей среде.

Предпосылки к формированию единого мирового хозяйства возникают в условиях перехода к научно-индустриальному производству, когда национальные рамки начинают препятствовать развитию производительных сил. На современном этапе мирохозяйственные связи приобретают качественно новые черты, связанные с развитием международного сотрудничества.

**Интернационализация мирохозяйственных связей** — это процесс переплетения и объединения национальных экономик. В основе интернационализации хозяйственной жизни лежат углубление международного разделения труда и интернационализация производства, интернационализация капитала и процесс транснационализации — образование транснациональных корпораций.

**Интернационализация производства** связана с вывозом капитала в предпринимательской форме, когда за национальными границами либо создаются новые предприятия, либо приобретаются уже действующие. **Интернационализация капитала** связана с отношениями собственности на средства производства. Речь идет о том, что собственниками капитала становятся граждане самых разных стран (за счет приобретения акций), причем это может быть связано даже с собственностью на контрольный пакет (например, многонациональные компании, когда капитал разной национальной принадлежности осуществляет контроль за деятельностью конкретного предприятия). Результатом интернационализации капитала становится транснационализация производства и капитала.

**Интернационализация воспроизводственных процессов** — это относительно новое явление, связанное с взаимопроникновением национальных экономик. Для этого необходимо не только массовый двусторонний вывоз капитала из страны в страну, но и определенные институциональные изменения в виде соглашений, взаимных правовых норм, совпадения экономических условий функционирования иностранного капитала в разных странах и пр. Исторически данный процесс проявился в зернистой форме к середине XX в. Он принял форму экономической интеграции.

**Транснационализация** производства и капитала вытекает логически и непосредственно из международного разделения труда, а его носителями выступают ТНК и транснациональные банки (ТНБ), материализующие процесс интернационализации. Их тактикой (и стратегией) выступает экспансия (как средство), а главной задачей — максимизация прибыли (цель). Создание филиалов, дочерних и зависимых компаний ГНК по всему миру увеличивает масштабы взаимных торговых потоков в системе предприятий ТНК, что ведет к развитию внутрифирменных форм интернационализации производства и капитала. А внешнеэкономические связи национальных государств со слабыми экономиками оказываются включенными в международный производственно-технологический и сбытовой цикл ТНК, занимая в нем подчиненное положение, точнее говоря, в мощную систему международного производства, созданного ТНК в структуре мировой экономики. Растущее значение при этом приобретает инвестиционная деятельность ТНК — огромные финансовые потоки, которые циркулируют в сложной глобальной сети их филиалов.

**Разрыв в уровнях социально-экономического развития** — это, прежде всего, разница в уровнях развития между странами-лидерами и всеми остальными странами; существует разрыв и внутри этих групп, он выражается в превышении в 2 с лишним раза ВВП надушу населения одних стран относительно других.

В 2007 г. среднемировое производство ВНП на душу населения составило 5130 дол., в том числе в 25 странах — лидирующих по этому показателю — его величина в среднем достигла 25 700 дол., а средневзвешенный показатель для всех остальных стран (это почти все развивающиеся страны) равнялся 1250 дол., т.е. страны-лидеры опережали остальной мир по этому показателю почти в 21 раз.

Но если оценивать этот разрыв по индексу человеческого развития, первые пять стран опережают последние пять в 5 раз, так как разница между ними в продолжительности жизни и охвате образованием населения меньше, чем по ВВП на душу населения.

Состав лидирующих и отстающих по уровню социально-экономического развития стран медленно, но меняется. Так, например, Индия, одна из наиболее развитых в древности стран, сейчас входит в группу развивающихся стран. А с другой стороны, Австралия и Новая Зеландия, 100 лет назад являвшиеся отсталыми регионами мира, сегодня относятся к наиболее передовым.

Превращение из отсталой в развитую страну сейчас идет быстрее, чем раньше. Например. Японии понадобилось для этого около 70-85 лет, а Южной Корее около 40-50 лет. Но и обратный процесс идет также быстро. Пример тому Россия, в которой ВВП на душу населения за последние десять лет ХХ в. сократился почти в 2 раза.

Интенсификация процессов уменьшения (увеличения) разрыва в уровнях развития произошла за счет ускорения темпов роста экономики в расчете надушу населения в последние 100—200 лет. На протяжении почти всей истории человечества рост экономики едва превышал рост населения. Однако в последние столетия он стал ускоряться.

Это происходит преимущественно за счет очень быстрого прогресса европейских и новых индустриальных стран (в том числе потенциальных). В то же время для наименее развитых стран характерным остается дальнейшее увеличение их отставания от развитых государств (по объему ВВП на душу населения, потреблению калорий, детской смертности). В этих странах в 1980-90-е гг. фактически происходила экономическая катастрофа (стимулированная жестокой засухой в странах южнее Сахары), выразившаяся в долговременном падении темпов экономического роста ниже темпов прироста населения.

**Индустриализация** началась в Великобритании в ходе промышленной революции конца XVIII — начала XIX в. и распространилась на другие страны. Она превращает экономику и общество с преобладанием сельского хозяйства и ремесла в экономику и общество, основанные на машинном (механизированном) производстве. Начавшись в промышленности, индустриализация постепенно распространяется на сельское хозяйство и сферу услуг. Индустриализация предполагает развитие разделения труда и новых производ-

ственных отношений, урбанизацию, изменения в структуре занятости населения и т.д. Процесс индустриализации является основой более широкого процесса — модернизации.

При общности основных черт индустриализация по-разному происходит в разных странах и в различные исторические периоды. Так, в ряде стран индустриализация осуществлялась при ведущей роли государства (Германия, Россия, Япония, страны Юго-Восточной Азии), в других роль государства была ограничена. В «теории зависимости», разработанной учеными Латинской Америки в 1950-е гг., объяснялись причины трудности и даже невозможности индустриализации стран «третьего мира». Они связывались с потребностями развитых индустриальных стран в сельскохозяйственной продукции и минеральном сырье, а также в рынках сбыта для собственных промышленных товаров. Всякое местное промышленное производство было задушено, а страны «третьего мира» через неэквивалентный обмен (завышенные цены на промышленные товары и заниженные на сельскохозяйственную продукцию и сырье) вносили свой вклад в индустриализацию и экономический рост Европы и США. В 1980-е гг. появление так называемых «новых индустриализирующихся стран» было связано с развитием в развитых странах, вступивших в этап постиндустриализации, высокотехнологичных и сервисных отраслей и экспортом индустриальных производств в страны «третьего мира».

Растущая экономическая взаимозависимость стран всего мира в результате возрастающего объема и разнообразия трансграничных перемещений товаров, услуг и международных потоков капитала, а также благодаря все более быстрой и широкой диффузии технологий называется **глобализацией**.

Экономическая глобализация — процесс накопления структурных сдвигов и поэтапного формирования органически целостного мирового хозяйства. Это составная часть глобализации всех сфер жизнедеятельности государств.

Понятие глобализации в собственно экономической трактовке правильнее всего отнести к процессу накопления структурных сдвигов и поэтапного формирования органически целостного, взаимосвязанного и взаимозависимого всемирного хозяйства, отдельные звенья которого органически переплетены непрерывно укрепляющимися финансово-экономическими, производственно-техническими, информационными и иными связями, намного более всесторонними, многочисленными и глубокими, чем на предшествующих этапах. Таким образом, это более высокий этап интернационализации всех факторов производства (производительных сил), когда система международных экономических отношений буквально пронизывает все национальные экономики, укрепляя экономическую целостность мира.

Интернационализация, перерастающая в глобализацию, превращает весь мир в поле деятельности ТНК. Однако статистика показывает, что не только национальные, но и транснациональные компании тяготеют в своей внешнеэкономической деятельности прежде всего к соседним странам. Многие из них имеют дело со всеми регионами мира, но свой и соседние регионы оказываются преобладающими в их внешнеэкономических связях. Внешнеэкономическая ориентация страны на свой и соседние регионы мира называется **регионализацией**.

В целом регионализация является заметным и, как полагают некоторые экономисты, все более важным явлением хозяйственной жизни мира. В качестве доказательства они приводят тот факт, что хотя международные экономические отношения в целом в последние десятилетия развиваются достаточно быстро, наиболее динамично они развиваются внутри регионов и между соседними регионами. Более того, существует точка зрения, согласно которой регионализация — это препятствие для глобализации.

На рубеже XX и XXI вв. глобализация мировой экономики, по-видимому, вступает в свою решающую стадию.

В таких условиях принципиально меняется положение отдельных национальных хозяйств как составляющих этой глобальной экономической системы. На протяжении всей предшествующей истории их судьбы определялись преимущественно эндогенными

факторами, что позволяло одним из них, опираясь на технические новшества, вырваться вперед, а других надолго консервировало в технико-экономическом отношении. Теперь же вследствие быстрого роста степени экономической открытости национальные хозяйства практически всех стран мира испытывают мощное и все усиливающееся влияние экзогенных факторов.

## **2.2. Структура и соотношение иностранных инвестиций в мировом хозяйстве.**

Рост объемов иностранных инвестиций после Второй мировой войны постоянно возрастает. Стимулом тому в числе прочего послужил план Маршалла, который стал началом масштабного экспорта капитала из США. Начиная со второй половины 1980-х гг. наблюдается существенный рост объемов прямых иностранных инвестиций.

Если в течение последних десятилетий преобладающее значение имели прямые инвестиции, то с начала 1990-х гг. произошло резкое возрастание роли портфельных инвестиций среди других форм международного движения капитала (табл. 1, 2).

**Таблица 1 - Общий объем ввезенных и вывезенных прямых иностранных инвестиций (ПИИ) по регионам, млн. дол.**

| Группа стран                   | Ввезено   | Вывезено  |
|--------------------------------|-----------|-----------|
| Весь мир                       | 7 122,506 | 6 866,362 |
| Промышленно развитые страны    | 4 594,850 | 5 987,746 |
| Западная Европа                | 2 779,857 | 3 771,452 |
| Северная Америка               | 1 572,561 | 1 775,134 |
| Развивающиеся страны           | 2 339,632 | 849,464   |
| Африка                         | 170,876   | 43,574    |
| Латинская Америка              | 762,229   | 173,187   |
| Азия                           | 1 402,488 | 632,114   |
| Центральная и Восточная Европа | 187,868   | 29,152    |

**Таблица 2 - Распределение поступлений ПИИ между группами стран (в % от итога)**

| Группа стран                   | 1985 | 1995 | 2000 | 2005 | 2010 | 2015 |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Развитые страны                | 76,7 | 64,0 | 60,0 | 54,7 | 48,6 | 41,1 |
| Страны, которые развиваются    | 23,3 | 31,0 | 35,0 | 39,0 | 43,3 | 48,1 |
| Страны с переходной экономикой | -    | 3,0  | 4,9  | 6,3  | 8,1  | 10,5 |

Среди факторов, способствующих интенсивному росту объема иностранных инвестиций, следует назвать экономическую интеграцию в рамках Европейского союза, возникновение быстроразвивающихся стран в Юго-Восточной Азии, переход стран СНГ, Центральной и Восточной Европы к рыночной экономике и политике открытости, быстрый научно-технический прогресс в области коммуникационных и информационных технологий.

Объемы иностранных инвестиций, направляемых в различные страны, и их структура, т.е. соотношение между ссудным и предпринимательским капиталом, существенно различаются. Еще более различаются отрасли, в которые направляются иностранные инвестиции. Для понимания этих различий требуется рассмотрение факторов, определяющих иностранное инвестирование. Таким фактором, в частности, является активность государств и представителей местного бизнеса в отношении иностранных инвестиций. На уровень инвестирования существенное влияние оказывают факторы макроэкономического и политического состояния государства. Также влияние оказывают особенности воспроизводственного процесса, климатические, географические факторы, определяющие стои-

мость производства, транспортировки и других составляющих себестоимости. Привлечение иностранных инвестиций ряд стран рассматривает как стратегическое направление своего развития. С этой целью государства проводят политику, стимулирующую приток инвестиций.

### **2.3 Инвестиционный климат экономических систем.**

Инвестиционный климат — весьма сложное и многомерное понятие. Как правило, под инвестиционным климатом понимают обобщающую характеристику совокупности социальных, экономических, организационных, правовых, политических и иных условий, определяющих привлекательность и целесообразность инвестирования в экономику страны (региона).

Оценка инвестиционного климата предполагает учет:

1) экономических условий (состояния макроэкономической среды, динамики ВВП, национального дохода, объемов производства промышленной продукции, инфляции, развития высокотехнологичных производств, положения на рынке труда, ситуации в денежно-кредитной, финансовой, бюджетной, налоговой, валютной системах и т.п.);

2) государственной инвестиционной политики (степени государственной поддержки иностранных инвестиций, возможности национализации иностранного имущества, участия в международных договорах, соблюдения соглашений, преемственности политической власти, устойчивости государственных институтов и эффективности их деятельности и т.д.);

3) нормативно-правовой базы инвестиционной деятельности (статуса регламентирующих документов и порядка их корректировки, параметров ввода и вывода инвестиций из страны, налогового, валютного и таможенного режима, порядка создания, регистрации, деятельности, отчетности, слияния и ликвидации фирм, мер регулирования и контроля над их деятельностью, урегулирования споров);

4) информационного, статистического материала о состоянии различных факторов, определяющих инвестиционный климат.

Оценка различных составляющих инвестиционного климата позволяет определить уровень инвестиционного риска, целесообразность и привлекательность осуществления вложений. Методики оценки инвестиционного климата весьма разнообразны.

Так, в Японии используются описательные характеристики инвестиционного климата без количественных оценок. В США методика оценки инвестиционного климата предполагает определение четырех агрегированных показателей, характеризующих деловую активность, потенциал развития хозяйственной системы, экономическую эффективность инвестиций и основные составляющие налоговой политики. Результаты оценок публикуются в «Ежегодной статистической карте».

Наибольшую известность в настоящее время получили комплексные рейтинги инвестиционной привлекательности, публикуемые ведущими экономическими журналами: «Euromoney», «Fortune», «The Economist». В частности, рейтинг журнала «Euromoney» определяется на основе расчета следующих групп показателей:

- 1) эффективности экономики,
- 2) уровня политического риска,
- 3) состояния задолженности,
- 4) способности к обслуживанию долга,
- 5) кредитоспособности,
- 6) доступности банковского кредитования,
- 7) доступности долгосрочного ссудного капитала,
- 8) вероятности возникновения форс-мажорных обстоятельств.

Важными ориентирами для иностранных инвесторов являются оценки экспертов Всемирного банка, специальные финансовые или кредитные рейтинги (Moody's, Standard & Poor's и др.).

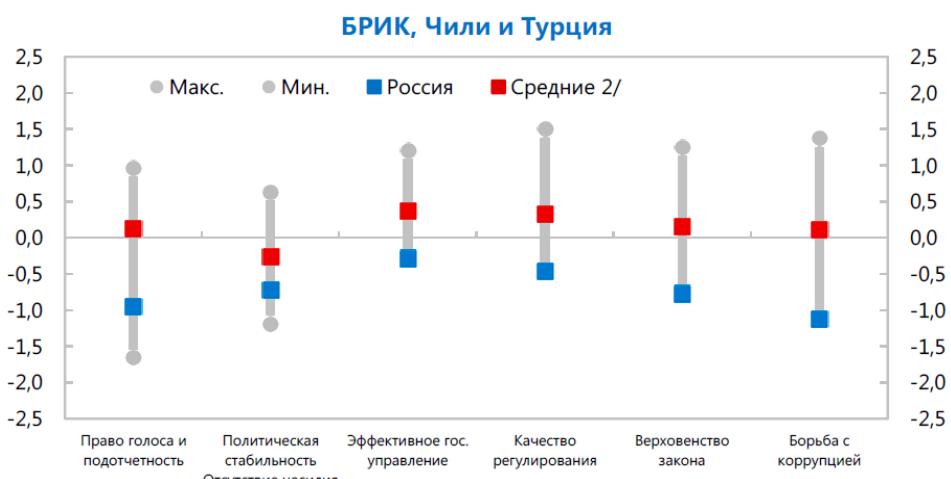
## Улучшение инвестиционного климата в России.

В апреле 2011 года Президент Медведев предложил план по улучшению инвестиционного климата в России. В этом плане определены десять приоритетных мер для улучшения деловой среды и управления государственным сектором, наряду с уменьшением коррупции и вмешательства государства в экономику. План предусматривает следующие меры:

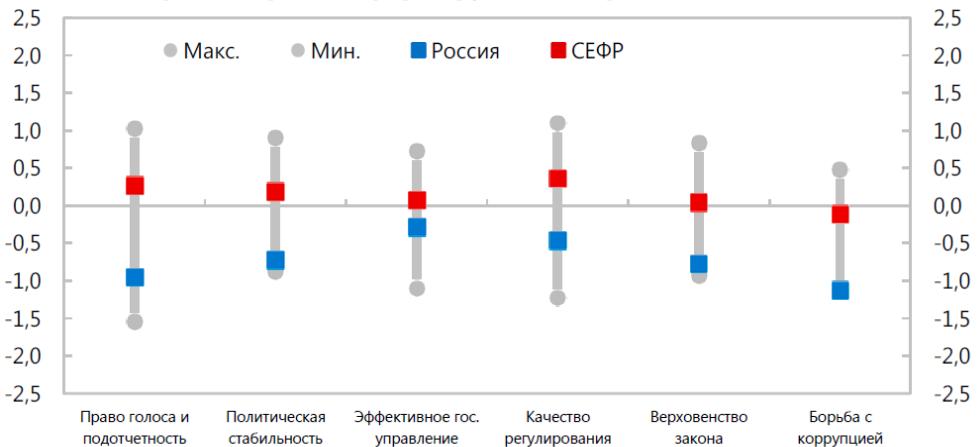
1. Отменить недавнее повышение ставки страховых взносов и снизить затраты на закупки в системе здравоохранения на 15 процентов.
2. Ввести порядок рассмотрения жалоб на проявления коррупции.
3. Осуществить экспертизу нормативных правовых актов в отношении коммерческих предприятий в целях выявления положений, затрудняющих ведение предпринимательской и инвестиционной деятельности.
4. Назначить инвестиционного уполномоченного в каждом ФО для содействия развитию предпринимательской деятельности.
5. Уменьшить вмешательство государства в деятельность частных предприятий путем:
  - продолжения приватизации;
  - замены в советах госпредприятий руководителей Правительства, занимающихся регулированием, независимыми директорами;
  - более полной публикации информации о планируемых закупках.
6. Расширить доступ миноритарных акционеров к информации о деятельности публичных компаний.
7. Создать государственный фонд прямых инвестиций для привлечения прямых иностранных инвестиций в сектора, не связанные с природными ресурсами.
8. Сузить сферу компетенции государственной комиссии по иностранным инвестициям в стратегические отрасли.
9. Повысить качество государственных услуг для предприятий.
10. Обеспечить участие Администрации Президента в контроле качества государственных услуг.

Оценки и рекомендации МВФ по улучшению инвестиционного климата в России.

1. МВФ утверждает, что неблагоприятная деловая среда и слабое управление в России являются основными препятствиями для экономической диверсификации и динамичного экономического роста. Негативные демографические тенденции позволяют предположить, что рост инвестиций и производительности должен стать главным источником долгосрочного роста в России. Это подчеркивает необходимость в укреплении делового климата и совершенствовании системы управления — по этим параметрам Россия проигрывает в сравнении с другими странами БРИКС и европейскими странами с формирующимся рынком (рис.).



### Страны Европы с формирующимся рынком (СЕФР) 3/



2. МВФ отмечает, что некоторые аспекты плана Президента требуют тщательного регулирования. В частности, потери дохода от предлагаемого снижения ранее повышенного налога на фонд оплаты труда должны быть полностью компенсированы, например, путем повышения пенсионного возраста, рационализации программы досрочного выхода на пенсию и др. Аналогично, создание частного инвестиционного фонда в партнерстве с государством могло бы стимулировать иностранные инвестиции путем уменьшения неопределенности в операционных вопросах. Вместе с тем, следует гарантировать его политическую независимость, чтобы защитить от использования для реализации несущественных, но политически привлекательных проектов.

3. Необходимо проведение более широких реформ системы управления. В числе этих реформ укрепление прав собственности и принцип верховенства закона, а также реформа судебной системы и гражданской службы. Вступление в ВТО также улучшило бы деловой климат благодаря большей предсказуемости торговой политики правительства. Кроме того, решительное выполнение планов широкой приватизации, в том числе в банковском секторе, должно помочь уменьшить доминирующую роль государства, способствовать развитию конкуренции и снизить моральный риск.

4. В России происходит послекризисное оживление экономики, но необходимо проводить смелые и решительные реформы для укрепления среднесрочных перспектив. Несмотря на значительное повышение цен на биржевые товары, темпы экономического роста остаются относительно невысокими при высокой инфляции. Экономика следует по восходящей траектории со второй половины 2009 года, но подъем проходит неровно. Между тем, слабая основа экономической политики, неблагоприятный инвестиционный климат и недостаточная экономическая диверсификация продолжают оказывать сдерживающее воздействие на перспективы развития экономики, создавая риск слабого роста и сохранения нестабильности.

5. Благодаря высоким ценам на биржевые товары официальным органам предоставляется ограниченная по времени возможность уменьшить уязвимость экономики и заложить основу для ускорения роста. Российская экономика пережила период значительной нестабильности в прошедшее десятилетие и намного большее сокращение объема производства во время недавнего кризиса, чем другие сопоставимые страны, вследствие сохраняющейся зависимости от сырьевых товаров и слабого управления. Чтобы вывести рост на устойчиво более высокую траекторию, следует сосредоточить усилия на сокращении уязвимости бюджетной сферы, сдерживании инфляции, формировании более сильной и конкурентной банковской системы и создании условий, способных привлечь инвесторов.

6. Налогово-бюджетная политика должна твердо опираться на устойчивый целиевой показатель ненефтяного дефицита. Чтобы поставить государственные финансы на

устойчивую основу и сохранить нефтяное богатство для будущих поколений, потребуется вновь принять установленный официальными органами долгосрочный целевой показатель не связанного с нефтью дефицита в размере 4,7 процента ВВП. Следует разработать конкретные планы, опирающиеся на благоприятствующие росту меры, в том числе отмену повышения налога на фонд оплаты труда, сокращение субсидий и налоговых льгот и более адресные социальные трансферты, чтобы достичь этого целевого показателя к 2015 году.

7. Необходимо продолжать ужесточение денежно-кредитной политики для сдерживания инфляции. Несмотря на все еще отрицательный разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства, базовая инфляция и инфляционные ожидания тревожно высоки. ЦБ РФ обоснованно приступил к политике ужесточения, чтобы добиться снижения инфляции ближе к среднесрочному уровню 3-5 процентов.

8. Устранение остающихся пробелов в системе регулирования и надзора помогло бы обеспечить устойчивость финансовой системы и поддержать экономический рост. Официальным органам удалось сохранить финансовую стабильность во время недавнего мирового кризиса, но банковская система по-прежнему подвержена влиянию шоков, в том числе потенциальных вторичных эффектов зоны евро. В этих условиях необходимо усилить политику в отношении финансового сектора, в том числе путем предоставления ЦБ РФ более широких надзорных полномочий и принятия законодательства о консолидированном надзоре.

9. Повышение привлекательности инвестиционного климата остается приоритетной задачей. Ввиду невозобновляемого характера запасов нефти и газа, доля экономики, не связанная с энергоносителями, должна со временем увеличиваться и стать двигателем экономического роста. Ключевое значение для достижения экономической диверсификации и ускорения роста имеет привлечение долговременных и производительных инвестиций, в том числе путем поддержания макроэкономической стабильности и улучшения деловой среды.

Таким образом, план действий Президента необходимо дополнить осуществлением более широких реформ, включая сокращение роли государства в экономике и совершенствование управления.

**2.4 Особые экономические зоны осуществления иностранных инвестиций.** Свободные экономические зоны (СЭЗ), или особые экономические зоны (ОЭЗ), являются нетрадиционным инструментом привлечения иностранных инвестиций. В отечественных и зарубежных источниках отсутствует однозначная трактовка ОЭЗ. Существующие определения охватывают или отдельные виды зон, или дают различные общие трактовки этих хозяйствственно-территориальных образований, что нередко осложняет понимание их сущности.

В 1960-1970-е гг., когда в мире преобладали свободные торговые зоны, Международная конвенция по упрощению и гармонизации таможенных процедур (Киотская конвенция, май 1973 г.) заложила в основу создания этих зон принцип таможенной экстерриториальности. В соответствии с этим принципом зона свободной торговли (или «зона-франко») определяется как часть территории страны, в которой любые товары считаются находящимися за пределами таможенной территории и не подлежат обычному таможенному контролю и налогообложению. Из этого определения видно, что свобода обособленной части государственной территории является не абсолютной, а относительной. Свободной эта территория является лишь в том отношении, что ввезенные в нее товары освобождаются от таможенных пошлин и налога на импорт, которые в соответствии с национальным таможенным законодательством применяются в отношении ввозимых товаров на других территориях этой страны. Это означает, что товары, импортируемые в зоны свободной торговли из-за границы, не декларируются, в то же время местные законы не

освобождают товаровладельцев от соблюдения соответствующего экономического правопорядка, а только облегчают его.

Определяющее этот режим специальное законодательство, регулирующее деятельность хозяйствующих субъектов в особой экономической зоне, охватывает следующий круг вопросов: таможенное регулирование, налогообложение, административный режим, лицензирование, визовое оформление, банковская деятельность, имущественные отношения (в том числе касающиеся прав на землю на территории особой экономической зоны), предоставление концессий, гарантии прав инвесторов, управление зоной. Определенную специфику в особой экономической зоне могут иметь также нормы трудового и социального законодательства.

В 1970-1980-е гг. во всем мире, в особенности в развивающихся странах, широкое распространение получили экспортно-производственные зоны (ЭПЗ), что отражало общую тенденцию к смене импортозамещающей модели на экспортноориентированную путем развития отраслей, специализирующихся на производстве товаров исключительно для внешнего рынка. Быстрый рост этих зон способствовал резкому увеличению экспорта продукции обрабатывающей промышленности и подъему экономики в первую очередь в новых индустриальных странах Юго-Восточной Азии, что позволило многим из них стать крупнейшими экспортёрами мира.

На территории Российской Федерации впервые СЭЗ начали образовываться в конце 1980-х гг., т.е. в эпоху СССР. Основной целью создания СЭЗ в тот период была активизация внешнеэкономической деятельности предприятий и организаций путем создания совместных предприятий и СЭЗ. К сожалению, союзная программа по созданию СЭЗ не была реализована. В то время зоны совместного предпринимательства не представляли большого интереса ни для потенциальных иностранных инвесторов в связи с ограниченностью возможностей освоения российского рынка через механизм этих зон, ни для российских предприятий в связи с отсутствием как эффективных стимулов для образования предприятий в этих зонах, так и возможностей реализации эффективных проектов.

Вторая волна в создании и развитии российских СЭЗ прошла в 1990 г., когда были изданы постановления «О создании зон свободного предпринимательства» и о создании СЭЗ «Сахалин». В результате в стране появилось 19 экстерриториальных экономических образований, в дальнейшем к ним прибавилось еще несколько.

Третья волна связана с внесением в Государственную Думу РФ в 1994—1995 гг. трех альтернативных проектов федерального закона «О свободных экономических зонах». И хотя ни один из них не был принят, но сам факт их рассмотрения послужил толчком к переориентации федеральных и местных властей в политике и практике создания СЭЗ.

Согласно ст. 2 Федерального закона от 22 июля 2005 г. № 116-ФЗ «Об особых экономических зонах в Российской Федерации» (далее — Закон № 116-ФЗ), особая экономическая зона — определяемая Правительством РФ часть территории Российской Федерации, на которой действует особый режим предпринимательской деятельности.

Закон № 116-ФЗ прямо предусмотрел прекращение существования на территории России всех свободных (особых) экономических зон, созданных до введения его в действие, за исключением двух зон: в Калининградской и Магаданской областях.

Всего в России на момент принятия Закона № 116-ФЗ, положившего начало новой волне реализации проекта особых зон, насчитывалось 24 специальные экономические зоны. Главными из них являлись «Янтарь» в Калининградской области; парк высоких технологий в Зеленограде; особые зоны в Находке и на Сахалине; свободные таможенные зоны вокруг аэропортов в Москве и Санкт-Петербурге.

В настоящее время на федеральном уровне существует шестнадцать особых экономических зон. Главные задачи современных российских ОЭЗ — стимулировать приток инвестиций в производственный сектор обрабатывающих отраслей экономики, сформировать уникальную деловую среду для активного развития инновационного бизнеса, производства научно-технической продукции и вывода ее на внутренний и внешний рынок,

способствовать диверсификации экономики и развитию транспортной инфраструктуры, стать дополнительным фактором улучшения предпринимательского климата, компенсировать недостатки нашей правоприменительной практики.

В таблице 3 перечислены существующие сейчас ОЭЗ федерального значения.

Таблица 3 - ОЭЗ федерального значения в России

| № п/п | Субъект РФ                        | Тип зоны                     | Название ОЭЗ                  |
|-------|-----------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 1     | Московская область                | Технико-внедренческий        | «Дубна»                       |
| 2     | Республика Татарстан (г. Елабуга) | Промышленно-производственный | «Алабуга»                     |
| 3     | Калининградская область           | Туристско-рекреационный      | «Куршская коса»               |
| 4     | Липецк                            | Промышленно-производственный | «Казинка»                     |
| 5     | Магаданская область               | Промышленно-производственный | Без названия                  |
| 6     | Москва                            | Технико-внедренческий        | «Зеленоград»                  |
| 7     | Санкт-Петербург                   | Технико-внедренческий        | Без названия                  |
| 8     | Томск                             | Технико-внедренческий        | Без названия                  |
| 9     | Алтайский край                    | Туристско-рекреационный      | «Бирюзовая Катунь»            |
| 10    | Республика Алтай                  | Туристско-рекреационный      | «Алтайская долина»            |
| 11    | Иркутская область                 | Туристско-рекреационный      | «Ворота Байкала»              |
| 12    | Республика Бурятия                | Туристско-рекреационный      | «Байкал»                      |
| 13    | Краснодарский край                | Туристско-рекреационный      | «Новая Анапа»                 |
| 14    | Ставропольский край               | Туристско-рекреационный      | «Кавказские минеральные воды» |
| 15    | Ульяновская область               | Портовый                     | Без названия                  |
| 16    | Хабаровский край                  | Портовый                     | Без названия                  |

Специализация сегодняшних ОЭЗ в России «мягкая», жесткой специализации на определенном виде производств сейчас не практикуется. С одной стороны, жестко специализировать российские ОЭЗ — значит отсечь возможность для более интенсивного развития целого ряда других направлений.

Однако существуют и другие точки зрения на этот счет, основанные на мировом опыте, которые утверждают, что в России возможна, желательна и необходима более узкая специализация таких «точек роста».

## **1.11 Лекция № 11 (2 часа)**

**Тема: Оценка международных инвестиционных проектов**

### **1.11.1 Вопросы лекции:**

- 1. Показатели, используемые при оценке международных инвестиционных проектов**
- 2. Проблемы оценки международных инвестиционных проектов**
- 3. Особенности финансирования международных инвестиционных проектов**
- 4. Оценка рисков международных инвестиционных проектов**

### **1.11.2 Краткое содержание вопросов:**

#### **2.1. Показатели, используемые при оценке международных инвестиционных проектов.**

Показатели, используемые при оценке международных инвестиционных проектов, такие же, как и для проектов на национальном уровне, т. е. чистая приведенная стоимость (NPV), внутренняя доходность (IRR), окупаемость приведенных затрат и другие. Наиболее распространенной в применении к международным проектам является оценка NPV, однако при этом имеются особенности, которые необходимо учитывать. Главной из них является то, что проекты оцениваются двояко: с точки зрения материнской и дочерней компаний.

Двойственность возникает по следующим причинам:

- 1) различны экономические условия стран, в частности налоговые системы;
- 2) существует проблема репатриации прибыли либо из-за прямых ограничений, либо из-за налогов на репатриируемую прибыль;
- 3) важна пропорция, в которой прибыль делится на реинвестируемую в стране вложения капитала и вывозимую.

Рассмотрим упрощенный пример оценки инвестиционного проекта, который показывает ключевые его стадии. Обозначим через  $h$  и  $f$  соответственно валюты страны материнской компании и страны вложения капитала. Допустим, что начальные инвестиции, необходимые для осуществления проекта, составляют 9600 $h$ , при этом в начальный момент валютный курс ER (отношение  $h$  к  $f$ ) равен 1, т.е. курс валют совпадает. Инвестиционный проект осуществляется в течение трех лет, принося каждый год чистые денежные средства (net cash flow, NCF) в размере 5000 $f$ . Допустим, что требуемый инвестором (материнской компанией) уровень прибыльности, принимаемый за ставку дисконта при оценке проекта, равен 18%. Первоначально предполагается равенство ставки дисконта в странах материнской и дочерней компаний, хотя на самом деле такое совпадение является исключением.

Валютный курс ER составит по прогнозу в первый год осуществления проекта 0,9, во второй - 0,8 и в третий – 0,7.

При репатриации прибыли надо учитывать два вида налогов: налог на репатриируемую прибыль WT<sup>1</sup> (допустим, равный 10%) и налог на дивидендные доходы в стране материнской компании НТ (также примем равным 10%).

При заданных условиях легко определить NPV с точки зрения дочерней компании:

$$NPV_f = \sum_{t=1}^3 \frac{NCF_t}{(1+k)^t} - 9600f = 5000f \times 2,1743 - 9600f = 1271f$$

---

<sup>1</sup> От английского withholding tax (WT).

В соответствии с общим подходом проект должен рассматриваться как эффективный, поскольку чистая приведенная стоимость оказалась выше нуля.

Для того чтобы рассчитать показатель чистой настоящей стоимости с точки зрения материнской компании, надо определить денежные средства, которые она получит за вычетом всех налогов, в том числе налога на репатриируемую прибыль и налога на доходы, полученные за границей, в своей стране. Для этого проведем небольшой вспомогательный расчет:

| Год | $NCF_f$ | $NCF_f - WT$ | $(NCF_f - pard\ WT) \times ER$ | $NCF_h - HT$ |
|-----|---------|--------------|--------------------------------|--------------|
| 1   | 2       | 3            | 4                              | 5            |
| 1   | 5000    | 4500         | 4050                           | 3645         |
| 2   | 5000    | 4500         | 3600                           | 3240         |
| 3   | 5000    | 4500         | 3150                           | 2835         |

Здесь в гр. 3 приведены денежные средства за вычетом налога на репатриируемую прибыль, в гр. 4 – то же самое, но после конвертации в национальную валюту, наконец, в последней графе – доходы окончательные с учетом налога в своей стране.

Легко подсчитать по вышеприведенной формуле с учетом коэффициентов дисконтирования значение  $NPV$  для материнской компании, которое составит:  $NPV_h = -2459h$ , т.е. проект с точки зрения материнской компании оказался неэффективным.

Таким образом, можно утверждать следующее.

1. Оценки с точки зрения материнской и дочерней компаний не совпадают, причем первая из них, как правило, ниже. Возможно и обратное соотношение при соответствующем изменении валютного курса (он должен в достаточной мере вырасти). Однако такие благоприятные для материнской компании изменения валютного курса могут полностью или частично сглаживаться налогами или запретами на репатриацию прибыли.

2. Полученное различие связано с проблемой репатриации прибыли: чем большая ее доля изымается материнской компанией, тем сильнее на оценкеказываются дополнительные налоги на прибыль, а также неблагоприятные изменения валютного курса.

3. Предварительная оценка международного инвестиционного проекта затруднена сложностью прогнозирования изменений валютного курса, которая накладывается на сложности прогнозирования денежных потоков от реализации инвестиционного проекта.

4. Если проект с точки зрения материнской компании оказался невыгодным, то это не означает, что его надо сразу отвергать. Необходимо найти приемлемое соотношение между частью прибыли, подлежащей реинвестированию и репатриации. В этом случае ТНК в целом может увеличивать величину своего капитала за счет роста материнской фирмы, а массовый трансферт денежных средств к материнской фирме может быть осуществлен в благоприятный момент.

## 2.2 Проблемы оценки международных инвестиционных проектов.

Ранее отмечалось, что многие страны заключают соглашения об устранении двойного налогообложения. Если материнская и дочерняя компания находятся в странах, между которыми имеется такое соглашение, то можно отказаться от налога, взимаемого с дивидендов материнской компании в стране ее нахождения. Это несколько улучшит показатели проекта.

Одной из проблем оценки международного проекта прямых инвестиций является разделение операционного потока, т.е. результатов от основной деятельности дочерней и материнской компаний. Если дочерняя компания принадлежит материнской полностью или она контролируется ею (доля участия составляет выше 50%), то для материнской компании все доходы, которые получает ее дочерняя структура, могут рассматриваться как собственные. В этом случае приведенный расчет эффективности проекта для материн-

ской компании является не совсем корректным. Проект может быть оценен тогда только по результатам, полученным дочерней компанией.

Если же дочерняя компания является самостоятельной структурой или материнская компания не имеет в ее капитале преобладающей доли, то необходимо разделять доходы, получаемые компаниями.

Другая важная проблема оценки международного инвестиционного проекта заключается в сложности учета рисков. Это отражается также и на выборе ставки диконта, которая оказывается различной в стране материнской и дочерней компаний, поскольку в них разный уровень рисков. Данная проблема особенно остра, если материнская компания находится в развитой стране, а дочерня — в развивающейся. В этом случае ставки диконта могут существенно отличаться.

В теории финансового менеджмента показывается, что при изменении структуры капитала в сторону увеличения доли заемных средств первоначально значение средневзвешенной стоимости капитала (WACC) уменьшается из-за эффекта финансового левериджа, однако затем начинает возрастать в связи с повышенным риском, что выражается в удорожании предоставляемых кредитов и ухудшении других финансовых условий. Задачей финансового менеджера является определение оптимальной структуры капитала, т. е. такого соотношения заемных и собственных средств, при котором значение WACC оказывается минимальным.

### **2.3. Особенности финансирования международных инвестиционных проектов.**

В случае финансирования международных инвестиционных проектов появляются определенные особенности.

1. Не совпадают оценки оптимальной структуры капитала для материнской и дочерней компаний. Например, если в стране размещения капитала существуют ограничения на котировку акций на биржах, то использование собственного капитала становится менее выгодным, и оптимальная структура капитала сдвигается в сторону увеличения доли заемного капитала.

2. Не совпадают оптимальные структуры капитала для компаний, ведущих только операции на внутреннем рынке, и тех, которые выходят на международные рынки. В этом случае для вторых компаний добавляется валютный риск, что должно сместить для них точку оптимальности влево, т. е. должна увеличиваться доля собственного капитала.

3. Существуют различия в оптимальной структуре капитала в отдельных странах. Так, для ангlosаксонских стран характерна высокая доля акционерного капитала ввиду большого развития акционерных компаний; в Германии, напротив, выше доля заемного капитала, так как сильна традиционная ориентация на привлечение кредитных ресурсов, которые обходятся относительно более дешево и более доступны, чем в сравниваемых странах.

Значение стоимости капитала зависит от требуемого инвесторами уровня прибыльности. Если он повышается, то стоимость собственного капитала возрастает, что вызывает необходимость большей переориентации на заемные средства. Таким образом, если инвесторы в разных странах довольствуются разным минимальным уровнем отдачи на капитал, то это также вызывает различия в оптимальной структуре капитала.

При переходе к международному бизнесу фирмы должны учитывать многие факторы, которые могут действовать в противоположных направлениях. Например, эффект от масштаба производства (economies of scale) выражается в том числе и в снижении стоимости капитала. Однако наличие страновых рисков может привести к столь существенному росту стоимости капитала, что предыдущий фактор окажется малозначимым.

## **2.4. Оценка рисков международных инвестиционных проектов.**

Надо учитывать и изменение систематического и несистематического рисков, что также оказывает влияние на стоимость капитала.

Политические и валютные риски при оценке международных инвестиционных проектов можно учитывать двумя способами:

- корректировка коэффициента дисконтирования, используемого для оценки национальных инвестиционных проектов, с добавлением в ставку дисконта новой составляющей, учитывающей в совокупности политические и валютные риски других стран;
- корректировка денежных потоков NCF по проекту; при этом риски коммерческие и финансовые, как и при оценке национальных проектов, учитываются в ставке дисконта, а связь между этими видами риска и требуемым уровнем прибыльности находят в соответствии с известной моделью ценообразования на рынке капитала — CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Имеются веские основания в пользу выбора второго варианта, хотя он на практике используется реже. Дело в том, что значительная часть информации о неопределенностях при объединении рисков в одном коэффициенте просто отбрасывается. Кроме того, если политический климат в стране предполагаемого осуществления инвестиций окажется крайне неблагоприятным в ближайшем будущем, то этот фактор никак не учтеть в ставке дисконта. При учете риска через одну лишь ставку дисконта денежные потоки более ранних периодов времени будут оцениваться в недостаточной степени, т.е. занижаться, и, напротив, денежные потоки более поздних периодов завышаются. На деле для разных периодов должна была бы использоваться разная ставка дисконта.

Неопределенность с валютными курсами также оказывает воздействие на оценку будущих потоков NCF для материнской фирмы. Но характер этого воздействия может быть различным в зависимости от того, где продаются товары предприятия, созданного с использованием иностранных инвестиций, и где приобретаются ресурсы.

Если дочерняя компания в основном реализует свою продукцию по экспортту, то для нее неопределенность валютных курсов играет существенную роль. При увеличении ставки дисконта, применяемой для нее, девальвация валюты страны, где она расположена, приведет к игнорированию возможного воздействия такой девальвации на конкурентные позиции дочерней фирмы (в сторону их усиления). Действительно, девальвация приведет к относительному удешевлению продукции дочерней компании с ростом спроса на нее за границей, и, следовательно, ростом объема продаж.

Помимо предполагаемого политического и валютного рисков некоторые ТНК могут принимать во внимание возможный рост стоимости капитала из-за учета указанных рисков инвесторами и кредиторами. Эмпирические данные свидетельствуют, что финансирование за счет как собственных, так и заемных средств становится затрудненным, при направлении их в страны с повышенными политическими и валютными рисками. Это будет выражаться в росте кредитных ставок и требований акционеров на дивиденды.

На практике второй метод чаще используют компании с большим участием в операциях за рубежом, в то время как при незначительной их доле предпочитают просто изменять ставку дисконта.

С точки зрения дочерней компании некоторые иностранные риски также существуют. Так, имеется риск осуществления экспортно-импортных операций.

Поскольку главная цель поиска дисконтной ставки по проекту состоит в сравнении с альтернативными возможностями инвестиций в стране материнской компании, то исходным значением коэффициента дисконтирования будет то, которое требуется национальными инвесторами для проектов того же класса коммерческого и финансового риска. Далее либо должна быть проведена корректировка этого коэффициента с учетом валютных и политических рисков, либо последние учитываются в годовых потоках денежных средств.

## **1.12      Лекция № 12 (2 часа)**

**Тема: Методы финансирования и оценки международных инвестиционных проектов**

### **1.12.1    Вопросы лекции:**

- 1.      Заемное проектное финансирование**
- 2.      Долевое проектное финансирование**
- 3.      Смешанные формы проектного финансирования**

### **1.12.2    Краткое содержание вопросов:**

#### **2.1 Заемное проектное финансирование**

Финансирование любого международного инвестиционного проекта должно обеспечить, с одной стороны, динамику инвестиций, позволяющую выполнять проект в соответствии с периодом его осуществления и финансовыми ограничениями, с другой — снижение затрат и риска за счет соответствующей структуры использования денежных средств и налоговых льгот. Таким образом, можно сделать вывод, что при формировании бюджета международного инвестирования предприятие решает следующие задачи:

1)      инвестиционное проектирование, т.е. технико-экономическая и финансово-экономическая оценка инвестиционных проектов (расчет срока окупаемости, чистого дисконтированного дохода, внутренней нормы рентабельности и т.д.);

2)      проектное финансирование, т.е. выбор оптимального способа привлечения средств для финансирования инвестиционного проекта. Смысл проектного финансирования состоит в том, чтобы, оценивая совокупные выгоды и совокупные издержки, выбрать такой источник и способ финансирования международного инвестиционного проекта, который был бы максимально эффективен для благосостояния (рыночной стоимости) фирмы в целом.

В общем виде под проектным финансированием понимается строго целевой характер использования выделяемых средств на нужды выполнения конкретного международного инвестиционного проекта. Проектное финансирование может быть внутренним и внешним.

Внутреннее финансирование обеспечивается из средств предприятия, планирующего осуществить тот или иной международный инвестиционный проект, — за счет поступлений от операционной деятельности, продажи избыточных активов и пр. Как правило, для принятия решения о выделении средств на внутреннее проектное финансирование требуется составление технико-экономического обоснования и так называемого внутреннего бизнес-плана соответствующего инвестиционного проекта.

Во внешнем проектном финансировании различают заемное и долевое, а также смешанные формы финансирования. Особой разновидностью внешнего проектного финансирования может быть и бюджетное финансирование в виде проектных субсидий, государственных гарантий и целевых инвестиционных налоговых льгот.

Главными формами заемного проектного финансирования выступают следующие<sup>1</sup>:

- 1)      инвестиционный банковский кредит;
- 2)      специализированная инвестиционная кредитная линия;
- 3)      целевые облигационные займы;
- 4)      лизинг оборудования, приобретение которого предусмотрено в бизнес-плане проекта;
- 5)      приобретение необходимых для проекта активов с оплатой их в рассрочку (коммерческий проектный кредит).

## **2.2 Долевое проектное финансирование**

Долевое финансирование международных инвестиционных проектов может осуществляться в двух основных формах:

1) дополнительная эмиссия акций существующего в виде акционерного общества предприятия, объявляемая для нужд финансирования конкретного инвестиционного проекта;

2) учреждение специально для реализации международного инвестиционного проекта вновь создаваемого предприятия с привлечением в него соучредителей, которые делают денежный либо имущественный вклад в уставный капитал этого предприятия.

**Акционирование** представляет собой получение финансовых средств на рынке капиталов через дополнительную эмиссию акций. *Акция* — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, а также на участие в управлении АО и на часть имущества, остающегося после ликвидации. Дивиденды выплачиваются акционерам по итогам деятельности АО за год. Общество обязано выплатить объявленные по акциям каждой категории (каждого типа) дивиденды. Дивиденды выплачиваются деньгами, а в случаях, предусмотренных уставом общества, — иным имуществом. Дивиденды выплачиваются из чистой прибыли общества. Дивиденды по привилегированным акциям определенных типов могут выплачиваться за счет специально предназначенных для этого фондов общества. Решение о выплате годовых дивидендов, размере годового дивиденда и форме его выплаты по акциям каждой категории (каждого типа) принимается общим собранием акционеров. Размер годовых дивидендов не может быть больше рекомендованного советом директоров (наблюдательным советом) общества. Срок выплаты годовых дивидендов определяется уставом общества или решением общего собрания акционеров о выплате годовых дивидендов. Если уставом общества или решением общего собрания акционеров дата выплаты годовых дивидендов не определена, срок их выплаты не должен превышать 60 дней со дня принятия решения о выплате годовых дивидендов.

Акции не выпускаются государственными органами, они эмитируются промышленными, торговыми и финансовыми корпорациями. При этом образованный при ликвидации корпорации капитал подлежит возмещению во вторую очередь после выплаты обязательств, представленных в заемном капитале. Акционеры отвечают по обязательствам общества только в размере внесенного вклада в его акции. Поэтому при банкротстве корпорации никто не гарантирует им возврата инвестированных в акции денег.

Акции выпускаются без установленного срока обращения. Они могут эмитироваться как в наличной, так и в безналичной форме. При наличной эмиссии акционеру выдаются на руки бланки акций, которые имеют несколько степеней защиты. При безналичной форме на руки акционеру выдается сертификат акций — документ, удостоверяющий право владения определенным числом акций. Все акции общества — именные.

Уставом общества должны быть определены количество, номинальная стоимость акций, приобретенных акционерами (размещенные акции), и права, предоставляемые этими акциями. Приобретенные и выкупленные обществом акции являются размещенными до их погашения. Уставом общества могут быть определены количество, номинальная стоимость, категории (типы) акций, которые общество вправе размещать дополнительно к размещенным акциям (объявленные акции), и права, предоставляемые этими акциями. При отсутствии в уставе общества этих положений общество не вправе размещать дополнительные акции. Акции бывают двух видов — обыкновенные и привилегированные.

*Обыкновенные акции* предоставляют возможность управления акционерным обществом, дают право голоса на собрании акционеров, но размер получаемого по ним дивиденда зависит только от результатов работы фирмы и заранее ничем не гарантируется. Их держатели могут претендовать на доход только после того, как фирмой будут выплачены все налоги, доходы по облигациям и привилегированным акциям, а также внесены суммы резервирования необходимых средств на развитие фирмы. В случае ликвидации общества

обыкновенные акции дают право на получение части его имущества. Каждая обыкновенная акция общества предоставляет ее владельцу одинаковый объем прав.

*Привилегированные акции* не дают владельцу права голоса на собрании акционеров, но по ним гарантируется доход вне зависимости от результатов деятельности фирмы, а также право первоочередной выплаты стоимости акции при ликвидации фирмы после удовлетворения претензий кредиторов. Привилегированные акции общества одного типа предоставляют акционерам — их владельцам одинаковый объем прав и имеют одинаковую номинальную стоимость.

В уставе общества должны быть определены размер дивиденду и (или) стоимость, выплачиваемая при ликвидации общества (ликвидационная стоимость) по привилегированным акциям каждого типа. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость определяются в твердой денежной сумме или в процентах к номинальной стоимости привилегированных акций. Размер дивиденда и ликвидационная стоимость по привилегированным акциям считаются определенными также, если уставом общества установлен порядок их определения. Владельцы привилегированных акций, по которым не определен размер дивиденда, имеют право на получение дивидендов наравне с владельцами обыкновенных акций.

Если уставом общества предусмотрены привилегированные акции двух и более типов, по каждому из которых определен размер дивиденда, уставом общества должна быть также установлена очередность выплаты дивидендов по каждому из них, а если уставом общества предусмотрены привилегированные акции двух и более типов, по каждому из которых определена ликвидационная стоимость, — очередь выплаты ликвидационной стоимости по каждому из них.

Дополнительная эмиссия акций, объявляемая для нужд финансирования конкретного международного инвестиционного проекта, на практике весьма редко осуществляется, так как редко оказывается успешной (в смысле привлечения достаточного объема средств).

**Учреждение специально для реализации инвестиционного проекта вновь создаваемого предприятия с привлечением в него соучредителей (иностранных инвесторов)** является более популярным способом целевого долевого финансирования международных инвестиционных проектов. Целевое долевое финансирование проекта в этих случаях выступает в форме взносов сторонних соучредителей (иностранных инвесторов) в уставные капиталы подобных предприятий. Причем такое финансирование совсем не обязательно является единовременным (непосредственно в момент учреждения «предприятия под проект»). Учредительский договор может предусматривать как постепенную оплату взносов в уставный капитал, так и его поэтапное пополнение путем осуществления заранее запланированных дополнительных эмиссий акций, осуществляемых в порядке закрытой (лимитируемой) подписки на вновь выпускаемые акции (так что будет соответствовать оговоренному сохранению или изменению долей соучредителей в уставном капитале).

Наиболее характерной эта форма проектного финансирования оказывается для случаев, когда инвестиционный проект инициируется:

- 1) частными предпринимателями, привлекающими партнерский капитал из-за рубежа;
- 2) крупными многопрофильными (диверсифицированными) фирмами;
- 3) финансово-кризисными предприятиями, желающими поправить свои дела за счет осуществления эффективных инвестиционных проектов с коротким сроком окупаемости (антикризисных инвестиционных проектов).

Долевое финансирование инвестиционных проектов может осуществляться в виде денежных и имущественных вкладов. Чаще всего от приглашенных сторонних соучредителей требуется денежный вклад, так как инициатор и главный учредитель «предприятия под проект», как правило, обладает некоторыми уникальными для данного проекта (и со-

здающими по нему конкурентные преимущества) активами, но не может сам полностью обеспечить потребность проекта в денежных средствах.

### **2.3 Смешанные формы проектного финансирования.**

К смешанным формам проектного финансирования относятся инновационные кредиты; целевая дополнительная эмиссия конвертируемых акций (в том числе привилегированных); выпуск целевых конвертируемых облигаций.

**Инновационный кредит** представляет собой особую разновидность проектного кредита, предоставляемого предприятию, которое создается вновь (или выделяется) под определенный инновационным проект освоения новой продукции либо нового технологического процесса.

Отличительным признаком инновационных кредитов является то, что кредитор по условиям кредитного соглашения оставляет за собой право в любой момент конвертировать не погашенную по кредиту сумму основного долга в долевое участие в предприятии-заемщике. При этом величина пакета причитающихся кредитору акций оценивается по его рыночной (справедливой) стоимости, которая должна равняться сумме долга, не погашенной на момент конвертации. В некоторых странах, например в США и Венгрии, существуют даже специализирующиеся на этих кредитах так называемые инновационные банки.

Смысл выдачи инновационного кредита для кредитора заключается в следующем. Кредит выделяется после тщательного анализа бизнес-плана инновационного проекта (в данном случае — предприятия, создаваемого для его реализации) в расчете на то, что если данный проект будет успешно выполняться, то спустя некоторое время при прогнозируемом в результате этого резком увеличении рыночной стоимости предприятия станет выгодно конвертировать его не погашенную по кредиту задолженность в значительное долевое участие в предприятии, которое пока еще не будет стоить много, но впоследствии будет быстро расти. При этом ожидается, что возможный выигрыш от перепродажи возросшего по своей стоимости долевого участия в предприятии-заемщике будет серьезно превышать сумму процентных доходов по конвертируемой непогашенной части кредита.

Поскольку инновационный кредит, необходимый для начального этапа деятельности вновь учреждаемых перспективных предприятий, может быть относительно небольшим, то даже незначительная непогашенная его часть для молодого, но уже успешного предприятия может оказаться эквивалентной рыночной стоимости настолько значимого участия в нем, что получение соответствующей доли в предприятии будет фактически означать приобретение контроля над ним.

В случае требования кредитора обменять еще не погашенную задолженность на долевое участие в предприятии соответствующий пакет акций в предприятии должен быть передан кредитору либо за счет вновь выпускаемых для кредитора акций (тогда его рыночная стоимость оценивается с учетом доли этого пакета в увеличившемся уставном капитале), либо путем отчуждения акций от прежних акционеров (учредителей) предприятия. Если ориентируются на последнюю возможность, то кредитное соглашение должно заключаться между кредитором и не только предприятием-заемщиком, но и его главными учредителями.

Таким образом, основной мотив кредитора, предоставляющего инновационный кредит, часто связан с его планами получить курсовой доход по акциям заемщика (особенно если они будут размещены на фондовом рынке) или перехватить контроль над успешно развивающимся молодым инновационным предприятием.

Конечно, это не исключает того, что кредитор может все же потребовать специального имущественного обеспечения по инновационному кредиту. Однако в этом случае указанным обеспечением будет не столько имущество предприятия-заемщика, сколько гарантии или поручительства третьих лиц, в том числе учредителей нового предприятия-заемщика.

**Дополнительная целевая эмиссия конвертируемых акций** предполагает размещение акций, которые могут обмениваться на облигации заемщика, выпускающего акции для мобилизации средств под определенный проект. В этом случае заранее оговаривается ряд условий:

- 1) указывается момент времени, в который (или начиная с которого) акции целевой эмиссии можно предъявлять к обмену;
- 2) согласовываются срок облигаций, на которые будут обмениваться акции, их номинальная стоимость, уровень процентной ставки по ним и сроки выплаты процентов (купонного дохода);
- 3) вносится определенность в обменное соотношение, которое будет применяться при рассматриваемой конвертации (возможны как установление фиксированного соотношения, так и процедура оценки рыночной стоимости обмениваемых акций и облигаций на момент конвертации и осуществление обмена по рыночному эквиваленту).

Подобная форма смешанного проектного финансирования способна улучшить шансы успешного размещения дополнительной целевой эмиссии акций, если на момент их выпуска по поводу перспектив крупного и во многом решающего для предприятия проекта еще присутствует значительная неопределенность. Для потенциальных покупателей этих акций в случае выявившейся впоследствии неудачи целевого проекта появляется возможность получить взамен обесценивающихся акций долговые обязательства предприятия-эмитента. Это позволяет снизить их инвестиционный риск.

**Выпуск целевых конвертируемых облигаций** по своим условиям схож с дополнительной целевой эмиссией акций, но имеет смысл в ситуациях, когда конвертируемые облигации будут покупать лучше, чем обычные целевые облигации, поскольку это даст шанс либо получить в собственность (для последующей перепродажи) растущие в цене акции (если соответствующий крупный инвестиционный проект предприятия-эмитента будет успешно реализовываться), либо в итоге сконцентрировать в своих руках настолько значимый пакет акций, что это предоставит возможность участвовать в управлении предприятием, ставшим высокоэффективным в результате успешного осуществления проекта.

Таким образом, конвертируемые облигации выпускаются эмитентом как облигации, но они имеют опцион (не требующий дополнительной оплаты) на обмен этих облигаций на другой вид ценных бумаг (как правило, обыкновенные акции). Конвертируемую облигацию можно рассматривать как обычную облигацию с бесплатной возможностью ее замены на заранее определенное количество акций (в случае с корпоративными облигациями) или на эквивалентное количество других облигаций (в случае с государственными облигациями). Конвертация может быть произведена только по просьбе владельца облигации.

Обычно облигации разрешается конвертировать примерно через пять лет, и они имеют фиксированные конверсионные ставки на период, оставшийся до момента погашения.

Конверсия обычно осуществляется в тот момент, когда дивиденды по акциям выросли по отношению к облигациям, и когда премия по отношению к акциям упала до нуля.

С точки зрения компании-эмитента конверсия может рассматриваться как преимущество, так как компания может больше не беспокоиться о погашении займа. Однако поскольку конверсия происходит только тогда, когда доход по долевым инструментам равен или выше дохода по облигациям, то это будет означать, что компания должна будет выплачивать дивиденды по этим новым акциям, которые будут выше, чем текущая процентная ставка по облигациям.

Каждая из этих форм имеет свои преимущества и недостатки, поэтому правильно оценить последствия использования различных способов финансирования можно только при сравнении их альтернативных вариантов.

## **2. МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ ПО ПРОВЕДЕНИЮ ПРАКТИЧЕСКИХ ЗАНЯТИЙ**

### **2.1 Практическое занятие №1 (2 часа)**

#### **Понятие и виды иностранных инвестиций**

##### **Вопросы для обсуждения:**

1. Сущность, цели и функции осуществления иностранных инвестиций
2. Прямые иностранные инвестиции и их место в российской экономике
3. Роль портфельных инвестиций в экономике России и их виды
4. Прочие иностранные инвестиции
5. Структура иностранных инвестиций по видам в России в 1995-2010 гг. (по материалам Федеральной государственной службы статистики)

**Анализ объемов, структуры и динамики иностранных инвестиций по типам иностранных инвестиций, видам экономической деятельности, странам мира**

##### **2.1.1 Задание для работы:**

- Задача 1. Расчет структуры иностранных инвестиций по типам.
- Задача 2. Расчет структуры иностранных инвестиций по видам экономической деятельности.
- Задача 3. Расчет структуры инвестиций, поступивших от иностранных инвесторов в экономику России.
- Задача 4. Расчет структуры инвестиций, направленных из России в экономику стран СНГ.
- Задача 5. Расчет структуры иностранных инвестиций из стран СНГ в экономику Российской Федерации.

##### **2.1.2 Краткое описание проводимого занятия:**

Для решения задач необходимо воспользоваться методическими указаниями, содержащимися в практикуме: Левин В.С. Иностранные инвестиции: практикум для студентов очной и заочной форм обучения [Электронный ресурс] / В.С. Левин. – Оренбург: Издательский центр ОГАУ, 2013. - 76 с. Доступ через Электронную библиотеку студента на сайте: URL: <http://libr.orensau.ru/elektronnjeresusrsj/elctrbibliotsistema/26>.

Задача 1. Рассчитать структуру иностранных инвестиций в России по типам на основе данных, приведенных в таблице 1.1. Дать анализ изменения объема и структуры иностранных инвестиций в динамике за 2007-2011 гг.

Задача 2. Рассчитать структуру иностранных инвестиций в Россию по видам экономической деятельности на основе данных, приведенных в табл. 1.2. Дать анализ изменения объема и структуры иностранных инвестиций в динамике за 2007-2011 гг., сделать вывод. Используя информацию с сайта Федеральной службы государственной статистики, проанализировать объемы и структуру иностранных инвестиций по видам экономической деятельности за рубеж в динамике за 2007-2011 гг.

Задача 3. Рассчитать структуру иностранных инвестиций в экономику Российской Федерации по основным странам на основе данных, приведенных в таблице 1.3. Дать анализ изменения объема и структуры иностранных инвестиций в динамике за 2007-2011 гг., сделать вывод. Используя информацию с сайта Федеральной службы государственной статистики, проанализировать объемы и структуру инвестиций из России за рубеж по странам - крупнейшим получателям инвестиций в динамике за 2007-2011 гг.

**Задача 4.** Рассчитать структуру инвестиций, направленных из России в экономику стран СНГ на основе данных, приведенных в таблице 1.4. Провести анализ изменения объема и структуры инвестиций в динамике за 2007-2011 гг.

**Задача 5.** Рассчитать структуру иностранных инвестиций, направленных из стран СНГ в экономику России на основе данных, приведенных в таблице 1.5. Провести анализ изменения объема и структуры инвестиций в динамике за 2007-2011 гг.

### **2.1.3 Результаты и выводы:**

**В результате выполнения практической работы №1 в компьютерном классе студенты на практических примерах способны анализировать изменения, произошедшие в структуре иностранных инвестиций по различным классификационным признакам.**

## **2.2 Практическое занятие №2 (2 часа)**

### **Формы осуществления иностранных инвестиций на территории Российской Федерации**

#### **Вопросы для обсуждения:**

1. Способы привлечения иностранных инвестиций
2. Концессионные соглашения как форма осуществления иностранных инвестиций
3. Политика стимулирования иностранных инвестиций

### **Оценка соотношения десяти регионов-лидеров и регионов-аутсайдеров по объемам привлеченных иностранных инвестиций в Российской Федерации**

#### **2.2.1 Задание для работы:**

Используя информацию об объемах инвестиций, поступивших от иностранных инвесторов по регионам РФ за 1995-2011 гг. (табл. 2.1 – 2.8), выполнить следующие действия:

1. Объединить данные в одну общую таблицу, исключив итоговые строки по федеральным округам. Расположить регионы в порядке убывания объема привлеченных иностранных инвестиций за каждый год по отдельности (на отдельных листах Excel). Для этого рекомендуется воспользоваться инструментом сортировки данных.
2. В масштабах страны определить по десять регионов с максимальными и минимальными объемами поступивших иностранных инвестиций за каждый год. При этом состав регионов в десятке крупнейших и десятке регионов с минимальными объемами иностранных инвестиций будет меняться в динамике.
3. Найти соотношение суммарных объемов десяти регионов с максимальными и минимальными величинами поступивших иностранных инвестиций.
4. Проанализировать динамику данного соотношения за весь анализируемый период, обосновав результаты анализа построением графика. Для выявления тенденции рекомендуется добавить линейный или параболический тренд (полином второго порядка).
5. Выделить десятку самых «мобильных» регионов, то есть тех, которые значительно поднялись либо опустились в ранжированном списке. Для этого вычислить разницу рангов регионов на начало (1995 г.) и конец (2011 г.) анализируемого периода. Для этого рекомендуется воспользоваться функцией Excel РАНГ.

#### **2.2.2 Краткое описание проводимого занятия:**

Для решения задач необходимо воспользоваться методическими указаниями, содержащимися в практикуме: Левин В.С. Иностранные инвестиции: практикум для студентов очной и заочной форм обучения [Электронный ресурс] / В.С. Левин. – Оренбург: Издательский центр ОГАУ, 2013. - 76 с. Доступ через Электронную библиотеку студента на сайте: URL: <http://libr.orensau.ru/elektronnjeresusrsj/elctrbibliotsistema/26>.

#### **2.2.3 Результаты и выводы:**

**В результате выполнения практической работы №2 в компьютерном классе студенты на практических примерах способны анализировать изменения, произошедшие в региональной структуре иностранных инвестиций, выделить регионы-лидеры и регионы-аутсайдеры по объемы привлеченных иностранных инвестиций.**

## **2.3 Практическое занятие №3 (2 часа)**

### **Портфельные иностранные инвестиции**

#### **Вопросы для обсуждения:**

1. Сущность портфельного инвестирования
2. Виды портфельных инвестиций
3. Экономический эффект портфельного инвестирования

#### **Определение степени концентрации иностранных инвестиций в регионах Российской Федерации**

##### **2.3.1 Задание для работы:**

Определить степень концентрации иностранных инвестиций в целом по России с помощью предлагаемой ниже системы показателей. Расчеты выполнить за первый (1995 г.) и последний (2011 г.) годы анализируемого периода, свести их в таблицу и выполнить сравнительный анализ.

1. **Индекс Херфиндаля-Хиршмана (ННІ)** определяется как сумма квадратов долей всех регионов:

$$HHI = \sum y_i^2$$

где  $y_i$  – доля инвестиций региона в процентах.

При расчете доли в процентах **ННІ** будет принимать значения от 0 до 10000. Чем больше значение индекса, тем выше концентрация инвестиций в регионах России. Он представляет сопоставимую информацию о возможности регионов влиять на перераспределение инвестиционных ресурсов в условиях меняющихся рыночных условий. Для определения степени концентрации рынка выделяются три группы уровней **ННІ**: 1) меньше 1000 – слабо концентрированный; 2) 1000-1800 – средне концентрированный и 3) выше 1800 – высоко концентрированный рынок. Значение **ННІ** прямо связано с показателем дисперсии долей регионов.

$$HHI = n \cdot \sigma^2 + \frac{1}{n}$$

где  $n$  – количество регионов,  $\sigma^2$  - показатель дисперсии долей регионов.

2. **Дисперсия долей регионов ( $\sigma^2$ )** позволяет разграничить влияние на ННІ числа регионов и распределения рынка между ними, измеряет степень неравенства размеров регионов и определяется по формуле:

$$\sigma^2 = \frac{\sum (y_i - \bar{y})^2}{n}$$

где  $\bar{y} = 1/n$  - средняя доля региона, величина постоянная, равна  $1/80=0,0125$  или 1,25%. Если в регионах сосредоточены одинаковые доли инвестиций, показатель дисперсии равен нулю, и значение **ННІ** обратно пропорционально числу регионов. При неизменном числе регионов, чем больше различаются их доли, тем выше значение дисперсии.

Чем больше неравномерность распределения долей, тем более концентрированным при прочих равных условиях является рынок. Дисперсия применяется в качестве вспомо-

гательного инструмента анализа, так как не дает характеристику относительного размера регионов, причем, скорее, для оценки в размерах регионов, чем уровня концентрации инвестиций.

**3. Коэффициент вариации ( $V$ ).** Для исследования степени неоднородности инвестиционного пространства предлагается использовать также коэффициент вариации.

$$V = \frac{\sigma}{\bar{y}} \times 100$$

где  $\sigma$  - среднее квадратическое отклонение.

Коэффициент вариации показывает степень отклонения индивидуальных долей регионов от средней доли в большую и меньшую сторону в расчете на единицу средней доли признака. Чем выше коэффициент вариации, тем выше неоднородность распределения инвестиций по территории РФ.

**4. Индекс Джини ( $K_G$ )** позволяет оценить степень неравенства, показывая, насколько равномерно та или иная переменная распределена среди участников, рассчитывается по формуле:

$$K_G = \sum_{i=1}^N 2(X_i - Y_i)\Delta X_i$$

где  $X_i = \frac{i}{N} \times 100$ ,  $Y_i$  - кумулятивная процентная доля,  $\Delta X_i = X_i - X_{i-1}$

Область допустимых значений от нуля до единицы (100%). Если весь объем иностранных инвестиций приходится на один регион, то концентрация является полной и  $K_G = 1$  (100%). Если все иностранные инвестиции равномерно распределены между регионами, то  $K_G = 0$ . Особенно полезен этот показатель для отслеживания изменений в степени неравенства по периодам.

### **2.3.2 Краткое описание проводимого занятия:**

Для решения задач необходимо воспользоваться методическими указаниями, содержащимися в практикуме: Левин В.С. Иностранные инвестиции: практикум для студентов очной и заочной форм обучения [Электронный ресурс] / В.С. Левин. – Оренбург: Издательский центр ОГАУ, 2013. - 76 с. Доступ через Электронную библиотеку студента на сайте: URL: <http://libr.orensau.ru/elektronnjeresusrsj/elctrbibliotsistema/26>.

### **2.3.3 Результаты и выводы:**

**В результате выполнения практической работы №3 в компьютерном классе студенты на практических примерах способны оценивать степень концентрации иностранных инвестиций в регионах России с помощью предложенной системы показателей и делать обоснованные предложения по устранению неоднородности в региональном инвестиционном пространстве.**

## **2.4 Практическое занятие №4 (2 часа)**

### **Микроэкономические гипотезы прямых иностранных инвестиций и гипотезы внешней торговли**

#### **Вопросы для обсуждения:**

1. Гипотезы ПИИ в теории внешней торговли
2. Модели ПИИ в теории внешней торговли

### **Анализ объемов, структуры, динамики и концентрации иностранных инвестиций по федеральным округам**

#### **2.4.1 Задание для работы:**

Используя информацию об объемах иностранных инвестиций в разрезе федеральных округов (табл. 2.1-2.8), выбрать для анализа один федеральный округ и выполнить следующие действия:

1. За период с 1995 г. по 2011 г. проанализировать динамику иностранных инвестиций в абсолютном (млн. долл. США) и относительном (в процентах) выражении, ответив на вопрос: «На сколько млн.долл. США увеличился (сократился) объем иностранных инвестиций к конкретном федеральному округе, и сколько процентов составил этот рост (снижение)?»

2. Определить роль конкретного федерального округа в общероссийском объеме поступивших иностранных инвестиций, рассчитав удельный вес федерального округа и проанализировав динамику этого показателя за анализируемый период. Показать динамику на графике.

3. Ответить на вопрос: как изменилась роль иностранных инвестиций в динамике за исследуемый период в РФ в целом, по выбранному для анализа федеральному округу, отдельным регионам выбранного для анализа федерального округа? (результаты расчетов подкрепить графиками).

4. В выбранном для анализа федеральном округе выделить регионы с максимальными и минимальными объемами поступивших иностранных инвестиций, а также наиболее «мобильные» регионы.

5. Определить степень концентрации иностранных инвестиций в выбранном для анализа федеральном округе с помощью показателей: индекс Херфиндаля-Хиршмана (ННП), дисперсия долей регионов, коэффициент вариации, индекс Джини. При расчете данных показателей за 100% принять итоговые значения по округу, а не по Российской Федерации в целом. Расчеты выполнить за первый и последний годы анализируемого периода, свести их в таблицу и выполнить сравнительный анализ.

#### **2.4.2 Краткое описание проводимого занятия:**

Для решения задач необходимо воспользоваться методическими указаниями, содержащимися в практикуме: Левин В.С. Иностранные инвестиции: практикум для студентов очной и заочной форм обучения [Электронный ресурс] / В.С. Левин. – Оренбург: Издательский центр ОГАУ, 2013. - 76 с. Доступ через Электронную библиотеку студента на сайте: URL: <http://libr.orensau.ru/elektronnjeresursj/elctrbibliotsistema/26>.

#### **2.4.3 Результаты и выводы:**

**В результате выполнения практической работы №4 в компьютерном классе студенты на практических примерах способны оценивать степень концентрации иностранных инвестиций в конкретных федеральных округах с помощью предложенной системы показателей и делать обоснованные предложения по устранению неоднородности в региональном инвестиционном пространстве соответствующего округа.**

## **2.5 Практическое занятие №5 (2 часа)**

### **Основные теории прямых иностранных инвестиций (1 часть)**

#### **Вопросы для обсуждения:**

1. Парадигма цикла международного производства товара (Р. Вернон)
2. Теория транснационализации в условиях монополистической конкуренции (С.Г. Хаймер, Ч.П. Киндльбергер)
3. Теория прямых иностранных инвестиций и олигополистической защиты (Ф. Никкербоккер, Х. Грэм)
4. Теория интернализации (П. Баккли, М. Кассон, А. Ругман)

**Анализ структуры и концентрации иностранных инвестиций по типам (прямые, портфельные, прочие) в Приволжском федеральном округе**

#### **2.5.1 Задание для работы:**

Используя информацию об объемах инвестиций, поступивших от иностранных инвесторов в регионы Приволжского федерального округа (табл. 5.1 – 5.12), выполнить следующие действия:

1. За период с 2000 г. по 2011 г. в Приволжском федеральном округе выделить регионы-лидеры (с максимальными) и регионы-аутсайдеры (с минимальными) объемами поступивших иностранных инвестиций.
2. Проанализировать ежегодную структуру иностранных инвестиций по типам (прямые, портфельные, прочие), приняв общий объем по каждому региону за 100%. Выявить, какие изменения произошли в структуре иностранных инвестиций за исследуемый период.
3. Определить степень концентрации иностранных инвестиций по типам (прямые, портфельные, прочие), рассчитав индексы Херфиндаля-Хиршмана. Для этого необходимо найти итоги по столбцам «Поступило – всего», «Прямые инвестиции», «Портфельные инвестиции», «Прочие инвестиции» и принять их за 100%.
4. Проанализировать динамику показателя концентрации иностранных инвестиций по типам (прямые, портфельные, прочие) в Приволжском федеральном округе за 2000-2011 гг. (результаты расчетов подкрепить графиками).
5. Ответить на вопрос: как изменилась роль Оренбургской области за 2000-2011 гг. в сфере привлечения иностранных инвестиций? Рассчитать удельный вес Оренбургской области в Приволжском федеральном округе по показателям «Поступило – всего», «Прямые инвестиции», «Портфельные инвестиции», «Прочие инвестиции», показать изменения на графике.

#### **2.5.2 Краткое описание проводимого занятия:**

Для решения задач необходимо воспользоваться методическими указаниями, содержащимися в практикуме: Левин В.С. Иностранные инвестиции: практикум для студентов очной и заочной форм обучения [Электронный ресурс] / В.С. Левин. – Оренбург: Издательский центр ОГАУ, 2013. - 76 с. Доступ через Электронную библиотеку студента на сайте: URL: <http://libr.orensau.ru/elektronnjeresusrsj/elctrbibliotsistema/26>.

#### **2.5.3 Результаты и выводы:**

**В результате выполнения практической работы №5 в компьютерном классе студенты на практических примерах способны проводить анализ структуры и концентрации иностранных инвестиций по типам (прямые, портфельные, прочие) в Приволжском федеральном округе. Кроме того, ответить на вопрос: как изменилась роль Оренбургской области в сфере привлечения иностранных инвестиций?**

## **2.6 Практическое занятие №6 (2 часа)**

### **Основные теории прямых иностранных инвестиций (2 часть)**

#### **Вопросы для обсуждения:**

1. Парадигма «летящих гусей» экономического развития (К. Акамацу, К. Коджима, Т. Озава)
2. Прямые иностранные инвестиции и конкурентное преимущество наций (М. Портер)
3. Эклектическая парадигма Дж. Даннинга
4. Путь инвестиционного развития наций (Дж. Даннинг)

### **Анализ состава и динамики потоков прямых иностранных инвестиций по группам стран**

#### **2.6.1 Задание для работы:**

Задача 1. Анализ состава и динамики входящих потоков прямых иностранных инвестиций по группам стран.

Задача 2. Анализ состава и динамики исходящих потоков прямых иностранных инвестиций по группам стран.

Задача 3. Анализ динамики входящих и исходящих потоков прямых иностранных инвестиций в странах БРИКС.

Задача 4. Анализ состава и динамики входящих потоков прямых иностранных инвестиций в процентах к валовому внутреннему продукту (ВВП) по группам стран.

Задача 5. Анализ состава и динамики исходящих потоков прямых иностранных инвестиций в процентах к валовому внутреннему продукту (ВВП) по группам стран.

#### **2.6.2 Краткое описание проводимого занятия:**

Для решения задач необходимо воспользоваться методическими указаниями, содержащимися в практикуме: Левин В.С. Иностранные инвестиции: практикум для студентов очной и заочной форм обучения [Электронный ресурс] / В.С. Левин. – Оренбург: Издательский центр ОГАУ, 2013. - 76 с. Доступ через Электронную библиотеку студента на сайте: URL: <http://libr.orensau.ru/elektronnjeresusrsj/elctrbibliotsistema/26>.

Задача 1. На основе данных, приведенных в таблице 6.1, выявить крупнейшие экономики мира по объемам и темпам роста входящих потоков прямых иностранных инвестиций по группам стран: Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), «Большой двадцатке» G-20, Европейскому Союзу, странам БРИКС.

Задача 2. На основе данных, приведенных в таблице 6.2, выявить крупнейшие экономики мира по объемам и темпам роста исходящих потоков прямых иностранных инвестиций по группам стран: Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), «Большой двадцатке» G-20, Европейскому Союзу, странам БРИКС.

Задача 3. На основе данных, приведенных в таблице 6.3, проанализировать динамику входящих и исходящих потоков прямых иностранных инвестиций по странам БРИКС. Выяснить, как изменились потоки прямых иностранных инвестиций во время кризиса, начавшегося в 2008 г. Изобразить графически, так как показано на рисунке 6.1 для России.

Задача 4. На основе данных таблицы 6.4, выявить крупнейшие экономики мира по соотношению входящих потоков прямых иностранных инвестиций к объемам ВВП и абсолютному изменению по группам стран: Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), «Большой двадцатке» G-20, Европейскому Союзу, странам БРИКС.

Задача 5. На основе данных таблицы 6.5, выявить крупнейшие экономики мира по соотношению исходящих потоков прямых иностранных инвестиций к объемам ВВП и аб-

соглашению о сотрудничестве и развитии (ОСЭР), «Большой двадцатке» G-20, Европейскому Союзу, странам БРИКС.

**2.6.3 Результаты и выводы:**

**В результате выполнения практической работы №6 в компьютерном классе студенты на практических примерах способны проводить анализ состава и динамики потоков прямых иностранных инвестиций по группам стран и делать соответствующие выводы.**

## **2.7 Практическое занятие №7 (2 часа)**

### **Правовое регулирование иностранных инвестиций**

#### **Вопросы для обсуждения:**

1. Основные положения ФЗ «Об иностранных инвестициях в РФ» № 160-ФЗ от 9 июля 1999 г.
2. Федеральный закон от 29 апреля 2008 г. №57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства»
3. Полномочия государственной регистрационной палаты

**Сравнительная оценка бизнес-климата в соответствии с рейтингом экономик стран СНГ по легкости ведения бизнеса (Doing Business 2013)**

#### **2.7.1 Задание для работы:**

На основе таблиц 7.1-7.11 провести сравнительный анализ условий ведения бизнеса для отечественных и иностранных инвесторов в странах СНГ. Сделать вывод по каждому критерию. Используя данные Всемирного банка по проектам Doing Business: <http://russian.doingbusiness.org>, ответить на вопрос: как изменились в динамике за последние 5 лет условия ведения бизнеса в странах СНГ?

#### **2.7.2 Краткое описание проводимого занятия:**

Для решения задач необходимо воспользоваться методическими указаниями, содержащимися в практикуме: Левин В.С. Иностранные инвестиции: практикум для студентов очной и заочной форм обучения [Электронный ресурс] / В.С. Левин. – Оренбург: Издательский центр ОГАУ, 2013. - 76 с. Доступ через Электронную библиотеку студента на сайте: URL: <http://libr.orensau.ru/elektronnjeresusrsj/elctrbibliotsistema/26>.

#### **2.7.3 Результаты и выводы:**

**В результате выполнения практической работы №7 в компьютерном классе студенты на практических примерах способны проводить сравнительную оценку бизнес-климата в соответствии с рейтингом экономик стран СНГ по легкости ведения бизнеса по следующим критериям: регистрация предприятий, получение разрешений на строительство, подключение к системе электроснабжения, регистрация собственности, кредитование, защита инвесторов, налогообложение, международная торговля, обеспечение исполнения контрактов, разрешение неплатежеспособности.**

## **2.8 Практическое занятие №8 (2 часа)**

### **Риски при осуществлении иностранных инвестиций**

#### **Вопросы для обсуждения:**

1. Классификация рисков связанных с осуществлением иностранных инвестиций
2. Риск неконвертируемости.
3. Риски, связанные с невыполнением условий кредитных соглашений.

**Сравнительная оценка бизнес-климата в соответствии с рейтингом легкости ведения бизнеса в российских регионах («Ведение бизнеса в России — 2012», субнациональный доклад).**

#### **2.8.1 Задание для работы:**

На основе таблиц 8.1-8.5 провести сравнительный анализ количественных показателей, характеризующих регулирование предпринимательской деятельности в крупнейших российских регионах. Сделать вывод по каждому критерию об условиях бизнес-климата для отечественных и иностранных инвесторов. Используя данные Всемирного банка по проектам Doing Business: <http://russian.doingbusiness.org/reports/subnational-reports/russia>, ответить на вопрос: как изменились в динамике по сравнению с 2009 г. условия ведения бизнеса в 10 российских городах: Воронеже, Иркутске, Казани, Москве, Перми, Петрозаводске, Ростове-на-Дону, Санкт-Петербурге, Томске и Твери?

#### **2.8.2 Краткое описание проводимого занятия:**

Для решения задач необходимо воспользоваться методическими указаниями, содержащимися в практикуме: Левин В.С. Иностранные инвестиции: практикум для студентов очной и заочной форм обучения [Электронный ресурс] / В.С. Левин. – Оренбург: Издательский центр ОГАУ, 2013. - 76 с. Доступ через Электронную библиотеку студента на сайте: URL: <http://libr.orensau.ru/elektronnjeresusrsj/elctrbibliotsistema/26>.

#### **2.8.3 Результаты и выводы:**

**В результате выполнения практической работы №8 в компьютерном классе студенты на практических примерах способны проводить сравнительный анализ количественных показателей, характеризующих регулирование предпринимательской деятельности в крупнейших российских регионах по следующим критериям: регистрация предприятий, получение разрешений на строительство, подключение к системе электроснабжения, регистрация собственности.**

## **2.9 Практическое занятие №9 (2 часа)**

### **Особенности привлечения иностранных инвестиций в России**

#### **Вопросы для обсуждения:**

1. Транснациональные корпорации в России
2. Инвестиционный климат в России
3. Инвестиционный рейтинг России

**Выявление взаимосвязи между условиями ведения бизнеса и объемами привлекаемых иностранных инвестиций в российских регионах.**

#### **2.9.1 Задание для работы:**

Рассчитать парные коэффициенты корреляции рангов Спирмена между: количественными показателями, характеризующими регулирование предпринимательской деятельности и объемами привлеченных иностранных инвестиций в крупнейших российских регионах (таблица 8.1).

#### **2.9.2 Краткое описание проводимого занятия:**

Для решения задач необходимо воспользоваться методическими указаниями, содержащимися в практикуме: Левин В.С. Иностранные инвестиции: практикум для студентов очной и заочной форм обучения [Электронный ресурс] / В.С. Левин. – Оренбург: Издательский центр ОГАУ, 2013. - 76 с. Доступ через Электронную библиотеку студента на сайте: URL: <http://libr.orensau.ru/elektronnjeresursj/elctrbibliotsistema/26>.

#### **2.9.3 Результаты и выводы:**

**В результате выполнения практической работы №9 в компьютерном классе студенты на практических примерах способны выявлять взаимосвязи между условиями ведения бизнеса и объемами привлекаемых иностранных инвестиций; делать выводы о степени тесноты связи между условиями бизнес-климата для отечественных и иностранных инвесторов и реальными потоками иностранных инвестиций в российских регионах.**

## **2.10 Практическое занятие №10 (2 часа)**

### **Особые (свободные) экономические зоны**

#### **Вопросы для обсуждения:**

1. Промышленные особые экономические зоны
2. Инновационные особые экономические зоны
3. Туристические особые экономические зоны
4. Портовые особые экономические зоны
5. Оффшорные зоны

**Выявление взаимосвязи между условиями ведения бизнеса и объемами привлекаемых иностранных инвестиций в российских регионах.**

#### **2.10.1 Задание для работы:**

Рассчитать парные коэффициенты корреляции рангов Спирмена между: показателями, характеризующими инвестиционную привлекательность (инвестиционный риск и инвестиционный потенциал), а также объемами привлеченных иностранных инвестиций (таблица 9.1).

#### **2.10.2 Краткое описание проводимого занятия:**

Для решения задач необходимо воспользоваться методическими указаниями, содержащимися в практикуме: Левин В.С. Иностранные инвестиции: практикум для студентов очной и заочной форм обучения [Электронный ресурс] / В.С. Левин. – Оренбург: Издательский центр ОГАУ, 2013. - 76 с. Доступ через Электронную библиотеку студента на сайте: URL: <http://libr.orensau.ru/elektronnjeresusrsj/elctrbibliotsistema/26>.

#### **2.10.3 Результаты и выводы:**

**В результате выполнения практической работы №10 в компьютерном классе студенты на практических примерах способны выявлять взаимосвязи между условиями ведения бизнеса и объемами привлекаемых иностранных инвестиций; делать выводы о степени тесноты связи между условиями бизнес-климата для отечественных и иностранных инвесторов и реальными потоками иностранных инвестиций в российских регионах.**

## **2.11 Практическое занятие №11 (1 час)**

### **Методы оценки эффективности иностранных инвестиций**

#### **Вопросы для обсуждения:**

1. Методы оценки эффективности иностранных инвестиций и их особенности по сравнению с оценкой инвестиций за счет отечественного капитала
2. Особенности оценки объемов инвестиций при осуществлении ПИИ
3. Способы определения коэффициентов дисконтирования при оценке эффективности ПИИ
4. Методы оценки эффективности международного лизинга

### **Структура платежного баланса по методологии МВФ**

#### **2.11.1 Задание для работы:**

**Проанализировать структуру платежного баланса России по методологии МВФ за 2010-2013 годы, используя данные таблицы 1.**

Таблица 1 - Платежный баланс Российской Федерации (миллионов долларов США)

|  | 2010 г. | 2011 г. | 2012 г. | 2013 г. |
|--|---------|---------|---------|---------|
| Счет текущих операций                                      | 67452   | 97274   | 71282   | 34141   |
| Товары и услуги  | 120875  | 163398  | 145076  | 123661  |
| Первичные доходы   | -47105  | -60399  | -67661  | -80246  |
| Вторичные доходы   | -6318   | -5725   | -6133   | -9274   |
| Счет операций с капиталом                                  | -41     | 130     | -5218   | -395    |
| Приобретение /продажа непроизведенных нефинансовых активов | 24      | 38      | -402    | -146    |
| Капитальные трансферты                                     | -65     | 92      | -4816   | -249    |
| Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом | 67411   | 97404   | 66065   | 33746   |
| Финансовый счет  | -58275  | -88748  | -55693  | -22906  |
| Прямые инвестиции  | -9448   | -11767  | 1765    | -16058  |
| Портфельные инвестиции                                     | -1495   | -15277  | 17031   | -11011  |
| Производные финансовые инструменты                         | -1841   | -1394   | -1356   | -346    |
| Прочие инвестиции  | -8739   | -47679  | -43117  | -17567  |
| Чистые ошибки и пропуски                                   | -9136   | -8655   | -10371  | -10840  |

#### **2.11.2 Краткое описание проводимого занятия:**

Платежный баланс состоит из нескольких стандартных компонентов - счетов. Разграничение между счетами производится в зависимости от природы поставляемых и получаемых экономических ресурсов. В соответствии с действующей методологией МВФ платежный баланс состоит из четырех основных компонентов, представленных в табл. 1.

1. Счет текущих операций - отражает потоки товаров, услуг, первичных и вторичных доходов между резидентами и нерезидентами.

2. Счет операций с капиталом показывает капитальные трансферты к получению и к оплате между резидентами и нерезидентами (это безвозмездная передача прав

собственности на основные фонды (или безвозмездная передача денежных средств на их приобретение или капитальное строительство) и прощение долгов (другим странам).

3. Финансовый счет отражает чистое приобретение или выбытие финансовых активов и обязательств. Финансовый счет показывает, как финансируется чистое кредитование или чистое заимствование в отношениях с нерезидентами.

4. Чистые ошибки и пропуски - технически балансирующая статья платежного баланса.

Хотя в принципе счета платежного баланса должны быть сбалансированными на практике между ними возникают несоответствия, вызванные несовершенством исходных данных и методов составления статистики.

Основными компонентами платежного баланса являются:

Товары. Кроме экспорта и импорта традиционных товаров внешней торговли, отражаемых по статьям «основной экспорт товаров», «основной импорт товаров» по данной статье отражаются товары, экспортные (импортируемые) для переработки с последующим реэкспортом (реимпортом), товары, приобретаемые в портах транспортными организациями, немонетарное золото.

Услуги. По данной статье отражаются услуги, предоставленные резидентами нерезидентам и оказанные нерезидентами резидентам.

Доходы от инвестиций и оплата труда. По этой статье отражаются доходы от предоставления резидентами факторов производства (труда, капитала) нерезидентам (или наоборот).

Трансферты. Трансферт по определению является операцией, в которой одна институциональная единица предоставляет другой единице товар, услугу, актив или права собственности, не получая взамен в качестве эквивалента товара, услуги или актива. Подразделяется на текущие и капитальные.

В счете текущих операций положительное сальдо показывает превышение экспорта товаров и услуг над импортом, полученных доходов и трансфертов над выплаченными: отрицательное - превышение импорта товаров и услуг над экспортом, выплаченных доходов и трансфертов над полученными.

Операции с финансовыми инструментами. В финансовом счете отражаются операции с активами и обязательствами резидентов по отношению к нерезидентам, которые произошли в отчетном периоде.

Активы и обязательства в первую очередь классифицируются по функциональному признаку: прямые инвестиции, портфельные инвестиции, производственные финансовые инструменты и прочие инвестиции.

Отрицательное сальдо по финансовому счету показывает чистое увеличение иностранных активов резидентов и/или чистое снижение их иностранных обязательств в результате операций. Наоборот, положительное сальдо означает чистое снижение иностранных активов резидентов и/или рост их иностранных обязательств.

Теоретически сумма сальдо по счету текущих операций и сальдо по счету операций с капиталом представляет собой чистое кредитование или чистое заимствование экономики страны в отношении остального мира и концептуально равна сальдо по финансовому счету. Разница между чистым кредитованием/заимствованием по финансовому счету, с одной стороны, и чистым кредитованием/заимствованием совокупно по счету текущих операций и счету операций с капиталом, с другой, отражается в платежном балансе в статье чистые ошибки и пропуски.

### **2.11.3 Результаты и выводы:**

**В результате выполнения практической работы №11 в компьютерном классе студенты на практических примерах способны проанализировать структуру платежного баланса России по методологии МВФ за 2010-2013 годы, и сделать выводы о динамике происходящих изменений в основных компонентах платежного баланса.**

## **2.12 Практическое занятие №12 (1 час)**

### **Иностранные инвестиции в Российской Федерации**

#### **Вопросы для обсуждения:**

1. Масштабы иностранного инвестирования в России
2. Территориальная и отраслевая структура иностранных инвестиций в Россию
3. Типы иностранных инвесторов в России
4. Режим функционирования иностранного капитала в России

#### **Международная инвестиционная позиция РФ**

##### **2.12.1 Задание для работы:**

**По данным таблицы 1 проанализировать международную инвестиционную позицию РФ за 2014 г.**

Таблица 1 - Международная инвестиционная позиция РФ за 2014 г.

|   | Остаток<br>на<br>01.01.2014 | Изменения:                 |                            |                       | Остаток<br>на<br>01.01.2015 |
|---|-----------------------------|----------------------------|----------------------------|-----------------------|-----------------------------|
|   |                             | в результа-<br>те операций | в результате<br>переоценки | прочие из-<br>менения |                             |
| Чистая международная инвестиционная позиция | 131 736                     | 26 218                     | 177 026                    | 1 281                 | 336 262                     |
| Активы                                      | 1 474 598                   | -24 448                    | -150 848                   | 8 262                 | 1 307 565                   |
| Прямые инвестиции                           | 479 501                     | 56 438                     | -102 140                   | -1 934                | 431 865                     |
| Портфельные инвестиции                      | 53 743                      | 16 744                     | -8 642                     | -1 193                | 60 652                      |
| Производные финансовые инструменты          | 5 932                       | -16 579                    | 28 338                     | 0                     | 17 691                      |
| Прочие инвестиции                           | 425 827                     | 26 497                     | -43 169                    | 2 742                 | 411 897                     |
| Резервные активы                            | 509 595                     | -107 547                   | -25 235                    | 8 647                 | 385 460                     |
| Обязательства                               | 1 342 862                   | -50 666                    | -327 874                   | 6 981                 | 971 303                     |
| Прямые инвестиции                           | 565 654                     | 20 958                     | -211 600                   | 3 532                 | 378 543                     |
| Портфельные инвестиции                      | 273 736                     | -23 125                    | -102 334                   | 8 147                 | 156 424                     |
| Производные финансовые инструменты          | 4 355                       | -21 358                    | 38 533                     | 0                     | 21 530                      |
| Прочие инвестиции                           | 499 116                     | -27 140                    | -52 473                    | -4 698                | 414 806                     |

## **2.12.2 Краткое описание проводимого занятия:**

Международная инвестиционная позиция РФ представляет собой статистический отчет, который позволяет оценить величину внешних активов и обязательств страны на начало и конец отчетного периода, а также все те изменения, которые произошли в течение отчетного периода в результате операций, стоимостных изменений (переоценки) и прочих изменений.

Публикуемая в настоящий момент международная инвестиционная позиция РФ включает в себя информацию по органам денежно-кредитного регулирования (Банку России, а также Минфину России в части обязательств перед МВФ), органам государственного управления (в т.ч. сведения о государственных внешних активах и обязательствах, учитываемые Внешэкономбанком), по банкам, а также по прочим секторам (табл. 1).

Источниками информации для формирования показателей международной инвестиционной позиции РФ служит отчетность Банка России, Минфина России, Федеральной таможенной службы, Федеральной службы государственной статистики, Федерального агентства по управлению федеральным имуществом, международных финансовых организаций, субъектов РФ, местных органов управления, коммерческих банков, Внешэкономбанка, нефинансовых предприятий и собственные оценки Банка России.

В условиях возрастающей взаимозависимости экономик разных стран информация, характеризующая международную инвестиционную позицию РФ, играет важную роль в разработке внешней и внутренней экономической политики.

Чистая позиция страны (равная разности между ее внешними финансовыми активами и обязательствами) помогает определить состояние внешнеэкономических отношений РФ с другими странами в определенный момент времени. В зависимости от того, является ли международная инвестиционная позиция положительной или отрицательной, страна выступает либо «чистым должником», либо «чистым кредитором».

Сведения, содержащиеся в разделе «Активы» и «Обязательства», позволяют не только оценить величину внешнеэкономических требований и обязательств РФ, но и проанализировать их структуру.

Данные о международной инвестиционной позиции РФ публикуются в еженедельном издании «Вестник Банка России», а также размещаются на официальном сайте Банка России.

### **Характеристика отдельных показателей**

Основными классификационными группами *подлежащего таблицы* являются внешние активы и обязательства резидентов страны на определенную дату, разность между которыми представляет собой величину их чистой инвестиционной позиции.

Они, в свою очередь, детализируются следующим образом:

- по функциональному назначению (прямые инвестиции, портфельные инвестиции, финансовые производные, прочие инвестиции, резервные активы);
- по типу финансового инструмента (участие в капитале, долговые ценные бумаги, ссуды и займы и т.д.);
- по секторам (органы денежно-кредитного регулирования, органы государственного управления, банки, прочие секторы);
- по срокам погашения (долгосрочные — предоставленные на срок более 1 года; краткосрочные — предоставленные на срок 1 год и менее).

В *сказуемом таблицы* отражается состояние внешних активов/обязательств российских резидентов на начало и конец отчетного периода, а также содержится информация об изменениях во внешних активах/обязательствах в следующей разбивке.

*Изменения в результате операций* — показываются только те чистые изменения иностранных активов/обязательств, которые произошли в результате операций с этими активами/обязательствами. Эти операции находят свое отражение в финансовом счете платежного баланса России.

*Изменения в результате переоценки и прочие изменения* отражают изменения (по сальдо), не связанные с операциями и поэтому не включаемые в платежный баланс России.

В составе *изменений в результате переоценки* учитываются чистые изменения в объеме активов/обязательств в результате изменения валютных курсов и уровня цен, *прочих изменений* — все прочие изменения (по сальдо) в объеме активов/обязательств, вызванные: переклассификацией (например, переход от портфельных инвестиций к прямым в результате увеличения доли инвестора в капитале инвестируемого предприятия); односторонним списанием задолженности кредитором; списанием задолженности по результатам выверки; другими изменениями.

*Всего изменений* - общая сумма чистых изменений активов/обязательств в результате операций, а также переоценки и прочих изменений.

Важнейшим элементом иностранных активов являются официальные резервы, которые представляют собой краткосрочные высоколиквидные валютные авуары Банка России и Минфина России. Резервные активы используются для поддержания устойчивости национальной валюты и выполнения долговых обязательств государства перед нерезидентами.

#### **2.12.3 Результаты и выводы:**

**В результате выполнения практической работы №12 в компьютерном классе студенты на практических примерах способны проанализировать международную инвестиционную позицию РФ и сделать выводы об основных изменениях, как общей суммы чистых изменений активов/обязательств в результате операций, а также переоценки и прочих изменений.**