

И.Г.Минервин

РЕСУРСЫ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА: ИНВЕСТИЦИИ И ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КЛИМАТ

Инвестиции: Потребности и возможности

Современное состояние производственной сферы российской экономики выдвигает проблему инвестиций в ряд важнейших факторов ее развития. Вместе с тем сложившаяся за последнее десятилетие макро- и микроэкономическая ситуация предопределила острый недостаток инвестиционных ресурсов. Необходимость кардинальной интенсификации притока инвестиционных средств не вызывает сомнений, вопрос заключается в их источниках и способах привлечения.

В 1991–2000 гг. среднегодовые темпы прироста инвестиций в основной капитал были отрицательными (-12,3%) (9, с. 15). За десятилетие реформирования экономики объем инвестиций в реальный сектор экономики сократился почти в пять раз (в конце 90-х годов он составил немногим более 20% от уровня начала 90-х годов), что обусловило не только резкое снижение объемов производства, но и фактически заблокировало модернизацию и усугубило кризисное состояние производственного аппарата. Приватизация не привела к заметному притоку инвестиций на предприятия. В течение всего постприватизационного периода привлечение инвестиций в предприятия оставалось наиболее слабым звеном сложившейся модели рынка.

Положительная динамика инвестиционных процессов наблюдается с 1999 г., однако она еще не дает оснований для преодоления

кризиса. В 1999 г. прирост объема инвестиций в основной капитал по сравнению с предыдущим годом составил 5,3%, в 2000 г. — 17,4, в 2001 г. — 10, в 2002 г. — 2,6%. В эти годы начали восстанавливаться опережающие темпы роста инвестиций в основной капитал относительно динамики ВВП (кроме 2002 г., когда они значительно отставали от правительственной оценки в 4–4,5%). За 2002–2005 гг. рост инвестиций, согласно прогнозу Центра развития, не превысит 23–24% при среднесрочном прогнозе Минэкономразвития РФ в 28–33% (46, с. 19). В 2003 г. положение улучшилось: по предварительным данным Минэкономразвития РФ, прирост инвестиций в основной капитал составил 11,2% при увеличении ВВП на 6,6% (38, с. 31). Тем самым норма валового накопления (отношение валового накопления к ВВП) по сравнению с 1999 г., когда она упала до наименьшего значения (15%), существенно увеличилась. В 2001–2002 гг. она достигла 21–22% и в 2003 г., по оценкам, составила 22%. Однако этот показатель отстает не только от среднемирового и от среднего по странам с переходной экономикой (23–24%), но и от российского уровня середины 1990-х годов (24–26%), не говоря уже о советском периоде (7, с. 74–75).

Таким образом, начиная с 1999 г. после многолетней рецессии, под воздействием ряда благоприятных макроэкономических факторов сформировались предпосылки инвестиционного и экономического роста. К таким факторам можно, в частности, отнести рост рентабельности российского экспорта за счет благоприятной конъюнктуры на мировых сырьевых рынках; получение ценовых преимуществ импортозамещающими отраслями экономики; снижение инфляции; благоприятные изменения процентных ставок на кредитном рынке; рост денежного предложения и вытеснение неденежных форм расчетов из хозяйственного оборота; улучшение финансового состояния предприятий; увеличение реальных доходов населения и рост совокупного спроса; увеличение налоговых поступлений в бюджет (17, с. 135).

Вместе с тем многие причины инвестиционного кризиса еще не устранены. Здесь следует отметить такие проявления этого кризиса, как все еще низкую, хотя и несколько увеличившуюся долю внешнего финансирования, неэффективную структуру инвестиций, неразвитость механизмов мобилизации инвестиционных ресурсов и трансформации сбережений в инвестиции, свойственных рыночной экономике, — кредитной сферы, финансовых рынков, практическое

отсутствие таких форм внешнего финансирования, как лизинг, венчурный капитал, франчайзинг и т.д.

В целом сложившаяся в России модель инвестиционной деятельности характеризуется как неэффективная. Значительная доля валовых инвестиций (более 40%) представляет собой вложения в финансовые активы. Большую часть объема инвестиций в основной капитал осуществляют сами предприятия, причем преимущественно за счет собственных средств. По данным опроса крупнейших предприятий России в 2000–2001 гг., долевые инвестиции используют только 14% компаний, 66 – не имеют возможности их привлечь, 20% – не заинтересованы. Долговое финансирование (заемные средства) используется на 59% предприятий. Для 91% предприятий основным источником финансирования остаются собственные средства (37, с. 115).

В 1999–2000 гг. доля собственных средств в общем объеме инвестиций в основной капитал составляла 55% (6, с. 107). За период 1999–2003 гг. доля этого источника несколько снизилась (с 52,4 до 46,2%) (38, с. 32). В 2001 г. более 1/4 общего финансирования шло из прибыли и около 1/5 – за счет амортизации. В 2002 г. после принятия Налогового кодекса роль прибыли несколько уменьшилась, а амортизации возросла (41, с. 76). При этом более половины этих вложений приходится на федеральные естественные монополии (21, с. 4).

Структура внешних источников финансирования инвестиций характеризуется значительным удельным весом централизованных источников – бюджета и внебюджетных фондов. В 1999–2000 гг. их доля составляла более 25%. Однако государственные инвестиции испытывают долговременный кризис. На протяжении последних пяти лет наблюдалось постепенное сокращение доли бюджетных средств в финансировании инвестиций. Государство, преимущественно из региональных бюджетов, финансировало в 2001 г. 1/5 общего объема вложений (41, с. 76). В 2002 г. доля бюджетных средств в структуре инвестиций в основной капитал составила 19,9%, а в 2003 г. – 18,8% (38, с. 32).

Важным источником инвестиционных ресурсов является финансовый рынок, однако в России его недостаточное развитие обуславливает и его все еще слабую роль. Так, если в развитых странах через финансовый рынок привлекается более 50% инвестиционных ресурсов, то в России в 1999–2000 гг. этот показатель составил всего

около 10%, в том числе за счет банковских кредитов 4%, эмиссии облигаций — 4 и эмиссии акций — 1% (6, с. 107).

Несмотря на некоторые положительные явления последних лет, отмечаемые в том числе и западными наблюдателями, российский финансовый рынок все еще слабо связан с реальным сектором экономики и зачастую рассматривается лишь как арена для спекулятивных операций. Об этом свидетельствует тот факт, что за 1993—1997 гг. при снижении ВВП на 20% индекс фондового рынка увеличился в девять раз (6, с. 107). Сфера банковского кредита также еще не заняла подобающего ей места в финансировании инвестиционного процесса. Кредитные вложения в экономику по отношению к ВВП составляют порядка 12—15%, что в три—четыре раза ниже нормы (47, с. 11). Банки предпочитают выдавать краткосрочные кредиты для пополнения оборотных средств. Между тем уже в настоящее время имеются значительные финансовые средства у банков на корреспондентских счетах, временно свободные средства у стабильно работающих предприятий, а также и крупные суммы у населения. Сбережения населения сопоставимы с капитализацией всего российского фондового рынка. В развитии кредитного и фондового рынков заинтересованы как потребители, так и поставщики финансовых средств. Низкий уровень развития банковского сектора и фондового рынка оказывает негативное влияние на инвестиционную деятельность предприятий, на мобилизацию сбережений и их трансформацию в инвестиции, необходимые для экономического роста. Некоторое оживление частных инвестиций в 2003 г. связано с расширением кредитования реального сектора со стороны банковской системы, однако весьма незначительным. Частные инвестиции сосредоточены в экспортных отраслях, получающих высокие доходы, а также, минуя финансовую сферу, в рамках крупных конгломератов и финансово-промышленных групп, что отмечается как отрицательное явление многими, в том числе иностранными наблюдателями.

К положительным явлениям в области финансовых рынков, наблюдаемым в последние годы, специалисты относят следующие:

- одновременный рост экономики и фондового рынка при стабилизации макроэкономической ситуации и повышении эффективности деятельности предприятий, отражающемся на росте курсовой стоимости акций;

— возрастание объемов банковского кредитования предприятий реального сектора, чему способствовали снижение процентных ставок, рост рублевой ликвидности и снижение рисков;

— рост количества и объемов облигационных заимствований и изменение их структуры;

— удлинение сроков заимствований, что относится как к банковскому кредиту, так и к облигационным заимствованиям, и связано не только с улучшением макроэкономической ситуации и изменением стратегии банков, но и приобретением многими компаниями положительной кредитной истории.

Значительная роль эмиссии облигаций обусловлена возможностью привлечения долгосрочных заимствований для реализации инвестиционных проектов. Если в 1990-е годы компании практически не выпускали облигации, что было вызвано несовершенством законодательной базы, приравнявшей порядок выплаты процентов по облигациям к условиям выплаты дивидендов (компании должны были платить купонный доход за счет чистой прибыли), то после внесения изменений в законодательство, позволивших относить выплаты по купонам на нереализационные расходы, произошел значительный рост выпуска облигаций. Только за 1999–2000 гг. и первую половину 2001 г. компании осуществили более 50 выпусков облигаций на сумму около 2 млрд. долл. (6, с. 108). Наиболее крупные облигационные выпуски осуществили «Тюменская нефтяная компания» (ТНК), МДМ-Банк, «Алроса», «Газпром», «ЛУКОЙЛ», РАО «ЕЭС России», «Славнефть», «Аэрофлот» и др.

В сложившихся условиях рынок облигаций привлекает компании возможностью привлечения более «длинных» денег по сравнению с банковским кредитом. Выпуск облигаций может осуществляться без обеспечения, залога и гарантий. Надежность эмитента определяется его общей финансовой устойчивостью и кредитной историей. Стоимость капитала, мобилизуемого через рынок облигаций, также сравнительно невысока. Все это способствует расширению рынка корпоративных облигаций. Среди перспективных направлений дальнейшего развития этого сегмента финансового рынка отмечают: удлинение сроков заимствования до 5–7 лет; повышение ликвидности рынка за счет новых выпусков облигаций и расширения круга инвесторов; увеличение видов операций (конвертируемые облигации, фьючерсы, сделки репо, залоговые операции и т.д.); расширение участия институциональных инвесторов (пенсионных фондов,

страховых компаний, ПИФов), заинтересованных в надежных долгосрочных финансовых инструментах с фиксированным доходом; повышение прозрачности и надежности эмитентов (6, с. 111).

Другой сегмент финансового рынка – рынок акций играет еще меньшую роль в качестве источника финансирования деятельности российских предприятий, хотя в ПРС его доля в поступлении финансовых средств составляет порядка 20%. Несмотря на в целом устойчивую тенденцию к повышению курсов акций после 1999 г., их цены остаются крайне низкими, что отражается и на крайне низком уровне капитализации российских компаний по сравнению с ведущими корпорациями ПРС. В результате российские компании не заинтересованы в новых выпусках акций.

Таким образом, несмотря на некоторые благоприятные явления, ситуация по-прежнему крайне тревожна. Экономика России остается, по выражению В.Стародубровского, на «голодном инвестиционном пайке» (41, с. 73), не говоря о том, что более капиталоемкий путь развития должен сопровождаться ростом эффективности использования инвестиций, совершенствованием менеджмента предприятий и всего инвестиционного механизма.

О неиспользованности такого резерва роста, как достаточно высокий уровень сбережений, свидетельствует тот факт, что уровень сбережений по отношению к ВВП составляет более 30%, а инвестиции, т.е. превращение этих сбережений в капитал, – всего 17–18%. Остальные ресурсы не усваиваются экономикой и представляют чистый вывоз капитала (47, с. 10). Механизм трансформации сбережений в инвестиции практически не работает. Основные причины – неразвитость фондового рынка и слабость банковской системы. В силу этих и ряда других причин при высокой норме валового сбережения большинство отраслей российской экономики испытывают нехватку средств для финансирования инвестиций. В результате «тормозится экономический рост, основанный на обновлении и увеличении основного капитала, повышении производительности труда» (48, с. 14).

Следствием такого положения вещей может быть лишь дальнейшее разрушение промышленного сектора. Важным обстоятельством является практическое отсутствие важнейших внутренних источников долгосрочных инвестиций. Норма амортизации не обеспечивает простого возмещения выбытия основного капитала. Фондовый рынок, банковская система и другие финансовые институты (пенсионные фонды, страховые компании), играющие в развитой экономи-

ке роль важнейших институциональных инвесторов, не выполняют функций по аккумулированию сбережений и их трансформации в инвестиции.

Слабость российской банковской системы является тормозом развития всех финансовых рынков, являющихся наиболее эффективным механизмом формирования инвестиционных ресурсов. Несмотря на определенный рост, капитализация всей банковской системы значительно уступает капитализации крупнейших мировых банков. Кредитные вложения в реальную сферу остаются на уровне 12–15% ВВП, что в пять-шесть раз ниже нормального уровня (48, с. 16). Роль банковских кредитов в финансировании инвестиций характеризуется исключительно низким уровнем (3,5% в 2002 г., а без кредитов иностранных банков — только 2,9%), причем подавляющая их часть идет на кредитование оборотных средств и иные операции (41, с. 76). Банковский кредит по-прежнему недоступен для значительной части предприятий. Фондовые рынки также играют незначительную роль.

Вместе с тем, по прогнозам специалистов, необходимый объем прямых инвестиций в российскую экономику должен составить 30–50 млрд. долл. в год, но для его достижения нужен комплекс мер по улучшению инвестиционного климата. По некоторым расчетам, для удвоения ВВП к 2010 г. нужно 500–600 млрд. долл. По оценкам Министерства экономики, за 20–25 лет в стране необходимо обновить весь парк оборудования, объем инвестиций на этот срок должен составить 1,5–1,8 трлн. долл. (48, с. 11). Согласно некоторым оценкам, реструктуризация экономики России на современной технологической основе потребует в течение 20 лет более 2 трлн. долл. из всех источников.

Как считает Э.Крюгер, для обеспечения в долгосрочной перспективе роста ВВП на уровне 5–6% в год при том условии, что примерно половина его будет обеспечена за счет роста общей факторной производительности, России потребуется объем инвестиций на уровне, аналогичном передовым переходным экономикам, т.е. в размере 20–25% ВВП для частных инвестиций, плюс 3–6% для государственных инвестиций (в 2001 г. эти показатели составляли соответственно 12 и 7%). При этом норма частных сбережений, которая в передовых развивающихся и переходных экономиках положительно связана с реальным ростом ВВП и накоплением, должна установиться на уровне около 20% ВВП (25, с. 6). По мнению А.Булатова, норма валового накопления в России должна быть на уровне около 25% в ближайшие

годы и около 30% в перспективе, когда исчерпаются запасы недоиспользованных мощностей, а задача модернизации основного капитала станет еще острее (7, с. 77). При этом все большую роль помимо внутренних должны играть внешние источники финансирования инвестиций, как отечественные, в том числе частные и государственные, так и иностранные.

Государство и инвестиционный процесс

Нельзя не отметить, что вопрос о роли государства в экономике, в том числе в инвестиционном процессе на этапе модернизации и структурной перестройки является центральным в имеющей место дискуссии между двумя основными группами экономистов — либералами и государственниками. Однако предлагаемые теми и другими модели, хотя и альтернативны по существу, в настоящее время не являются абсолютно исключаящими друг друга. Можно отметить определенное согласие в том, что «политическая практика может в какой-то мере сочетать их, уравнивая отдельные недостатки и выдвигая на первый план достоинства», что, например, «при определенных обстоятельствах может быть целесообразным и использование государственного спроса как инструмента стимулирования экономического роста (если он только не связан с бюджетным популизмом и не является результатом кредитования бюджета денежными властями)» (32, с. 16).

Основное направление заключается в мобилизации частного капитала за счет усиления механизмов трансформации сбережений в инвестиции, развития финансовых рынков и т.д. Это представляется тем более бесспорным, если подключить фактор развития мелкого и среднего бизнеса, являющегося необходимым наполнением рыночной экономики, творческая и предпринимательская энергия которого служит важнейшим двигателем роста. Поэтому нельзя не согласиться с либеральными экономистами в том, что «главный принцип экономической политики государства должен состоять в дальнейшей либерализации и де бюрократизации экономики, снижении административных барьеров для входа на рынок и ведения бизнеса, в укреплении законности и правопорядка, обеспечивающих стабильность и прозрачность условий деловой жизни» (48, с. 21). Уже сам этот перечень задач свидетельствует не об ослаблении, а об усилении роли государства в экономике, по крайней мере по сравнению с нынеш-

ним положением вещей. Но при всем этом следует также усиливать роль государства в инвестиционном процессе и в структурной трансформации экономики. Это вовсе не означает необходимость повышения доли государственных инвестиций в их общем объеме, но предполагает прежде всего усиление регулирующей и стимулирующей роли государства на основе выбора приоритетов и использования экономических рычагов, свойственных рынку (процентных, налоговых и др.). Концентрация усилий на наиболее важных в данный момент направлениях всегда приносила впечатляющие результаты. При этом именно закладываемая государством прочная основа экономического роста позволяет затем сократить его присутствие в экономике.

Применительно к иностранным инвестициям государство также призвано дополнять усилия частных предпринимателей в деле привлечения ПИИ. С этой целью предлагается, например, создание специальной государственной организации, отвечающей за политику в области ПИИ с учетом желаемых целей развития. Такая организация должна концентрировать свои усилия на проектах, имеющих приоритетное значение для экономического развития регионов России. Это предложение обосновывается тем, что рынок сам по себе не в состоянии осуществлять адекватный отбор инвесторов и эффективных проектов. «Поэтому, — отмечает П.Фишер, — нельзя согласиться с позицией либеральных экономистов, считающих, что меры, направленные на стабилизацию общих макроэкономических условий, будут автоматически способствовать привлечению инвестиций, необходимых для улучшения ситуации в ключевых отраслях. Либеральные режимы возможны только при высоком уровне экономического развития. Кроме того, даже очень либеральные правительства, как, например, в США и Великобритании, в случае необходимости делают выбор в пользу политики, нацеленной на развитие стратегических отраслей посредством иностранного участия, не позволяя, однако, иностранным игрокам контролировать ситуацию. Опыт показывает, что долгосрочное планирование экономических мер повышает их эффективность в отличие от спорадической политики, проводимой без четко сформулированных целей» (44, с. 101).

Если представить, что рост генерируется эффектом мультипликации первоначальных расходов в экономическом обороте, то логично, что ответственность за его инициацию, по крайней мере в данных условиях, ложится на государство как инвестор или стимулятор част-

ных инвестиций. Причем эти условия характерны не только для формирующейся рыночной экономики, но и для современной высоко-развитой постиндустриальной экономики знания.

Как показал в своей статье М.Ершов, принципом экономической политики ведущих стран является решающая роль бюджетных приоритетов при формировании ресурсов в экономике. Государственный бюджет служит механизмом, определяющим первичную структуру финансовых потоков. Если же профицит бюджета не реинвестируется в экономику, а, по сути, выводится из нее, «о прямой стимулирующей роли бюджета речь идти не может... Если часть того, что зарабатывает экономика, не реинвестируется, то сокращается основа “самофинансирования” экономического роста и он становится в большую зависимость от привлечения ресурсов извне» (15, с. 8). Аналогично практике финансового планирования на предприятии, где сначала предполагаются инвестиции в проект, а затем получение дохода, покрывающего затраты и формирующего прибыль, экономика должна получать дополнительные, авансированные ресурсы, необходимые для получения конечного результата, т.е. производства дополнительных товаров и услуг, которое приводит к увеличению ВВП и экономическому росту. «Важно, что при проведении такой политики ресурсы направляются в первую очередь в те сферы и на те нужды, которые влияют на тип экономического развития и дают сигнал рынку относительно общего характера экономических целей и задач» (15, с. 9).

Как показывают исследования, в ведущих ПРС, в том числе США и Японии, определяющими для экономической политики являются приоритеты социального и научно-технического развития страны, а «бюджетная политика... служит мощным инструментом реализации структурной, социальной и другой стратегии» (27, с. 24—25). Государство концентрирует свое внимание на сферах, требующих масштабных, долгосрочных и порой низкодоходных инвестиций, часто недоступных для частного бизнеса. Но в этом заинтересованы все участники рынка, поскольку получают возможность более эффективно осуществлять свою деятельность. «...Речь идет не о конкуренции между бизнесом и государством, а об их взаимодополняемости, о координации усилий и совместной заинтересованности в создании нормальных условий ведения бизнеса и формирования стабильной общеэкономической среды. При этом широко использу-

ется практика “целевого” финансирования. В рамках федерального бюджета США существует разветвленная сеть специализированных фондов, участвующих в финансировании как социальных программ, так и программ развития бизнеса» (15, с. 12–13).

Существует мнение об ограниченности возможностей и низкой эффективности государственных инвестиций. О том, что это не всегда так, свидетельствует не только опыт ряда азиатских новых индустриальных стран, но и собственный отечественный опыт (разумеется, с учетом их целевой структуры). Усиление вмешательства государства в экономическое развитие, особенно в периоды кризисов, характерно для стран с развитой рыночной экономикой. В рыночной экономике роль государства как непосредственного инвестора сохраняется для базовых жизнеобеспечивающих производств и социальной сферы, а также отраслей, имеющих важное государственное значение. В ряде западных стран через бюджет перераспределяется от 30 до 50% ВВП (17, с. 161). Кроме того, возрастающая роль государства связана с предоставлением государственных гарантий, страхованием, формированием благоприятного инвестиционного климата и ориентиров для частных инвесторов.

Как указывают экономисты, в России, как и в других странах с формирующейся рыночной экономикой, необходимость участия государства в инвестиционных процессах является еще более актуальной. За предшествующее десятилетие масштабы перераспределения средств через федеральный бюджет существенно уменьшились, снизилась и доля бюджетных инвестиций в структуре инвестиций в основной капитал по источникам финансирования. Усиление государственного участия диктуется тем обстоятельством, что вследствие объективных условий частный капитал не направляется в производственную сферу (за исключением ряда отраслей) и в ее инвестировании все еще очень велика доля собственных источников. Особой поддержки требуют также отрасли нематериального производства, способствующие повышению наукоемкости и конкурентоспособности товаров. Государственные инвестиции призваны сыграть решающую роль в развитии инфраструктуры и поддержке потенциально конкурентоспособных секторов экономики, в том числе отраслей высоких технологий.

Говоря о современной России, следует учитывать ее специфические факторы и проблемы, требующие решения (уровень бюрократизации и коррупции, внешний долг). Как отмечают экономисты,

анализ возможностей использования централизованных инвестиций как фактора экономического роста показывает, что фактически их роль в экономическом подъеме была крайне незначительной. Основная часть инвестиций из федерального бюджета направлялась на строительство объектов управления, в том числе государственного (в 1999 г. 43% всех инвестиций федерального бюджета и 64% всех инвестиций региональных бюджетов) (17, с. 161).

Разумеется, увеличение масштабов инвестирования без повышения его эффективности и учета экономического критерия доходности инвестиций не может привести к положительным результатам. Необходимым условием повышения действенности централизованных инвестиций является реорганизация финансовой системы, усиление контроля за целевым использованием бюджетных средств. Активная государственная политика предполагает оживление всего инвестиционного механизма, в том числе на основе системы государственных заказов, гарантий и программ, совместного финансирования, а также развитие инвестиционной инфраструктуры и стимулирование частных инвестиций. Этот путь связан с увеличением средств, мобилизуемых государством, усилением перераспределительной роли государства и эффективным использованием как инвестиционного ресурса природной ренты.

Проблема привлечения иностранных инвестиций

В 2003 г. приток иностранных инвестиций в Россию составил чуть более 12,6 млрд. долл., в том числе прямые инвестиции — 2,5 млрд. (для сравнения: в 2002 г. объем прямых инвестиций в Китае составил 52,7 млрд. долл.) (26, с. 62, 64). Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) в Россию в 1998–1999 гг. снизились на 23,3%, а в 2000 г. — еще на 12%. Лишь в 2003 г. отмечено восстановление положительной динамики: рост ПИИ в российскую экономику составил 69,4% по сравнению с 2002 г. (23, с. 14) (очевидно, главным образом за счет сделки с «British Petroleum»). Доля ПИИ в ВВП за последние годы не превышает 1%, что значительно ниже, чем в большинстве развивающихся и переходных экономик (44, с. 83). Эти показатели

даже завышены, поскольку в составе этих инвестиций учитываются и кредитные операции, на которые приходится от 1/5 до 1/3 их объема. Кроме того, неэффективна отраслевая и территориальная структура этих инвестиций, поскольку их потоки направляются не в те отрасли и регионы, которые в большей степени нуждаются в модернизации. За последние 10 лет 80% ПИИ направлялись в торговлю и сырьевые отрасли. 70–80% ПИИ сконцентрированы в Москве и С.-Петербурге (44, с. 84).

Прежде всего следует отметить крайне неудовлетворительную для российской экономики структуру иностранных инвестиций, сложившуюся в 1990-е годы, и особенно крайне низкую долю портфельных инвестиций (1,4% общего объема иностранных инвестиций в 2003 г.). При этом структура инвестиций на протяжении десятилетия не была устойчивой, в ней постоянно преобладали либо так называемые прочие инвестиции, т.е. фактически кредиты (в 2003 г. их доля составила 75,8%), роль которых большинством специалистов оценивается как негативная, либо прямые инвестиции (22,8% в 2003 г.) (23, с. 14). Это свидетельствует не столько о рискованности вложений, сколько о нестабильности и непоследовательности в политике по отношению к иностранному капиталу.

Открывшиеся возможности были встречены иностранными инвесторами с нескрываемым оптимизмом (53). Однако высокий уровень риска заставил крупных инвесторов ориентироваться на менее рискованные стратегии и существенно ограничил объем инвестиций. Большинство из них ограничивались суммами в 50–300 млн. долл., даже полная потеря которых не стала бы для них слишком существенной (55, с. 73). Двумя основными стратегиями иностранных инвесторов на российском рынке являлись краткосрочные спекулятивные операции с российскими ценными бумагами и приобретение акций на длительные сроки с определенными производственными целями (стратегические инвесторы). Практически полное отсутствие информации о предприятиях (информационный риск) заставляло выбирать, как правило, акции самых известных и крупных предприятий, работающих в отраслях топливно-энергетического комплекса, связи, цветной металлургии. Большой объем информации ведет к повышению спроса на акции предприятий более мелкого масштаба. Однако высокий риск операций с российскими ценными бумагами, как и всяких операций на формирующихся рынках, ведет к преобладанию краткосрочных спекулятивных операций. Многие инвесторы

не вдавались в необходимый для долгосрочных инвестиций анализ финансового и производственного состояния эмитентов, что привело их к значительным убыткам. Снижение доверия к российским ценным бумагам вызывалось целым рядом таких негативных явлений, как падение рынка нефтяных акций в конце 1994 г., финансовый кризис 1998 г., и другими проявлениями экономической неопределенности.

Первоначальный бум совместного предпринимательства как формы инвестирования также объяснялся радужными перспективами освоения потенциального рынка с меньшими рисками, мнением, что потенциальный выигрыш значительно превышает опасности (52, с. 44). Западные партнеры исходили из того, что кооперационные, партнерские связи дают возможность избежать риска и крупных затрат, обеспечивая заинтересованность участников и предоставляя преимущества динамизма и гибкости, доступа к новым ресурсам и мощностям. Однако число реально действующих СП оказалось крайне незначительным. Причинами послужили все те же препятствия и риски, проблемы налогообложения, бухгалтерского учета, уровень деловой практики и методов управления и т.д. Как отмечал, например, представитель аудиторской фирма «Прайс Уотерхауз» в Москве, власти не делают ничего, чтобы создать условия, при которых налоги были бы справедливыми и поэтому уплачивались. «В России из балансового отчета вы не сможете узнать о чистой стоимости активов фирмы, а из отчета о результатах хозяйственной деятельности — о том, каковы в действительности эти результаты» (49, с. 45). Кроме того, западные инвесторы быстро осознали, что их успешная деятельность в России требует соответствующей подготовки управленческого персонала и формирования эффективных и доверительных деловых отношений, ломки языковых и культурных барьеров, а для этого нужны немалые средства и время.

Стратегические инвесторы стремятся проводить тщательный анализ инвестиционных проектов, а нередко и разработку собственных инвестиционных программ, действуя через западные инвестиционные фонды, имеющие опыт работы в России, или создавая собственные представительства, что приближает качество анализа к международным стандартам и дает определенную гарантию инвестициям. Прямые инвестиции требуют серьезного отбора проектов и обследования объекта инвестирования с привлечением крупных экспертов и аудиторских фирм, наличия приемлемого бизнес-плана и

набора принятых на Западе финансовых показателей. Еще одним вариантом инвестиционной стратегии снижения риска является сотрудничество с крупными российскими банками и инвестиционными компаниями, которые лучше знают специфику российского рынка и пользуются длительными деловыми связями с предприятиями.

Отраслевая структура иностранных инвестиций (прямых и портфельных) служит иллюстрацией проблемы риска и доходности. Наибольший интерес вызывают предприятия нефтегазового комплекса, электроэнергетики, торговли и общественного питания, цветной металлургии (алюминий), морского транспорта, деревообрабатывающей и целлюлозно-бумажной, пищевой промышленности (масложировая, кондитерская, пивоваренная).

При сложившихся условиях инвестиционного климата и параметрах риска преобладающее место заняли краткосрочные портфельные инвестиции (со сроком 1,5–2 года); их главным мотивом служило стремление к быстрой окупаемости вложений. Прямые инвестиции также сосредоточены в секторах, способных принести наибольшую прибыль и скорейшую отдачу. Такая инвестиционная стратегия служит одним из объяснений слабого интереса иностранных инвесторов к базовым отраслям (обрабатывающая промышленность, транспорт). Спекулятивный характер операций иностранных инвесторов вызван также состоянием российского фондового рынка, многократно заниженным уровнем капитализации и низким рейтингом корпоративных ценных бумаг, спекулятивным характером подавляющей части обращающихся на нем капиталов.

Таким образом, сложившаяся временная и отраслевая структура иностранных инвестиций неблагоприятна для России, поскольку не позволяет решить задачу получения доступа к передовым технологиям, необходимым для модернизации и подъема производства, усиливает сырьевую направленность экономики, а в ряде случаев создает угрозу для экономической и экологической безопасности страны. Примеры показывают, что именно прямые инвестиции оказывают положительное воздействие, способствуя оздоровлению и модернизации российской экономики, созданию рабочих мест. Они выгодны и западным компаниям, которые включают создаваемые ими на территории России предприятия в свою хозяйственную деятельность, пользуясь, в частности, более низкой себестоимостью производимой на них продукции. Характерно, что даже после кризиса 1998 г. не произошел отток прямых иностранных инвестиций из

России. Более того, многие инвесторы, ориентирующиеся на долгосрочные цели и долгосрочные тенденции динамики российского инвестиционного климата, расширили свои операции (55). «Убежали», прихватив с собой немалую часть российских финансовых ресурсов, спекулятивно-финансовые инвестиции, потенциально расположенные к бегству (1, с. 47).

Таким образом, изменения, произошедшие в структуре иностранных инвестиций после кризиса, оказались в целом позитивными. Доля прямых инвестиций в 1999 г. возросла до 45%. ПИИ оказались более стабильными по сравнению с другими формами инвестиций, что соответствует теоретическим представлениям о поведении инвесторов. Анализ 12 развивающихся стран и стран с переходной экономикой, являющихся основными реципиентами иностранного капитала, показал, что в 1992–1997 гг. ПИИ были более стабильны по сравнению с портфельными инвестициями (20, с. 56).

В региональном разрезе прямые инвестиции также демонстрируют более высокую адаптивность к рискам. Так, если подавляющая часть иностранного капитала в целом сконцентрирована в нескольких регионах (прежде всего Москва и Московская область, а также ряд сырьевых и приграничных регионов), то прямые инвестиции более равномерно распределены по стране.

Отраслевые приоритеты иностранных инвесторов, которые в целом не совпадают с приоритетами структурной политики России и тяготеют к сырьевым отраслям, сфере торговли и услуг, избегая обрабатывающей промышленности, также объясняются их интересами и выбором наименее рискованной стратегии. Эти интересы сосредоточены на таких направлениях, как крупные проекты в сырьевой и топливной промышленности, где прибыль гарантируется произведенной продукцией, а финансирование может быть поддержано международными организациями; низкозатратные производства, не требующие крупных капиталовложений; производства, у которых технологические цепочки могут быть интернационализированы и в результате становятся относительно независимыми от ситуации в экономике России (22, с. 119).

В принципе влияние ПИИ на экономическое развитие оценивается неоднозначно. Специалисты указывают как на положительную роль привлечения иностранного капитала в увеличении инвестиционных возможностей стран-реципиентов, так и на возможные негативные последствия, в том числе связанные с деятельностью

транснациональных корпораций. Поскольку основной причиной притока иностранного капитала является более высокая норма прибыли, он потенциально выгоден как для страны-экспортера, так и для страны-реципиента. Однако высокие транзакционные издержки могут быть распределены таким образом, что страна-реципиент оказывается в проигрыше.

Западные специалисты, как правило, подчеркивают, что иностранные инвестиции играют роль не только источника инвестиционных ресурсов, но служат средством передачи технологии, расширения доступа на внешние рынки, укрепления частного сектора, а также способствуют внедрению современных стандартов ведения бизнеса, формированию рыночного поведения хозяйственных субъектов и преодолению макроэкономических последствий централизованной плановой системы.

Так, в материалах ЮНКТАД отмечается особое значение прямых иностранных инвестиций в повышении конкурентоспособности экспорта стран ЦВЕ, которым в процессе трансформации приходится преодолевать последствия закрытости своих экономик. В последнее десятилетие во многих странах мира формирование рыночной экономики сопровождалось возрастанием роли иностранного капитала в этом процессе. Отмечается также положительная связь объемов иностранных инвестиций с динамикой производительности труда и других показателей (57, с. 18). Согласно данным эмпирического исследования группы российских предприятий, проведенного Институтом экономики переходного периода, при увеличении доли иностранных инвесторов в структуре акционерного капитала предприятий их финансовая эффективность существенно возрастает (36, с. 105). Как подчеркивает П.Фишер, «ПИИ могли бы стать звеном, объединяющим российские денежные активы и новые технологии и ноу-хау западных фирм, имеющих давние традиции» (44, с. 85).

Экономисты и политики многих стран с переходной экономикой, в том числе России, также подчеркивали важность привлечения иностранных инвестиций для экономического развития.

Анализируя роль иностранных инвестиций, Г.Колодко отмечает, что достижение и поддержание роста требует, прежде всего, внутренних капиталовложений, а иностранный капитал может играть вспомогательную роль, дополнять отечественный капитал в финансировании развития. Сам по себе приток ПИИ и, следовательно, растущее присутствие иностранных компаний на рынке страны не

гарантируют прогресса и ускорения роста. Нередко это лишь проявление слабости отечественных компаний и неспособности их продукции удовлетворить спрос не только в других частях мировой экономики, но и внутри страны. Однако иностранные инвестиции могут способствовать росту производства и повышению эффективности экономики, если их результатом является исчезновение устаревших, неконкурентоспособных компаний, что более чем компенсируется появлением новых компаний, предлагающих более конкурентоспособную продукцию и рабочие места. Такие процессы замещения происходят повсеместно, в том числе в наиболее развитых странах, и составляют важнейший механизм технологического прогресса и повышения макроэкономической эффективности, который в долгосрочной перспективе должен обеспечивать быстрый рост.

По мнению Г.Колодко, ПИИ выполняют функцию важнейшего механизма передачи новых технологий, ноу-хау, а также повышения квалификации в области менеджмента и маркетинга. Однако процесс эффективного распространения технологий, отвечающий интересам принимающих стран, не всегда отвечает интересам международных инвесторов. По сути дела, эти интересы часто пересекаются, в результате иностранные инвесторы могут подчас препятствовать, а не способствовать распространению технологического прогресса. «Должный ответ со стороны политики развития на эту угрозу состоит не в ограничении притока прямых иностранных инвестиций, а, напротив, в стимулировании их роста. Чем больше число компаний современного уровня (в том числе иностранных), применяющих передовые технологии, действует на данном формирующемся рынке, тем выше темпы его общего долгосрочного роста» (24, с. 5).

Устойчивый экономический рост и, соответственно, преодоление отставания от наиболее развитых стран связаны прежде всего с интенсивным инновационным процессом, активизация которого требует массированного участия государства в виде как создания ориентированной на инновации институциональной системы, так и прямых государственных инвестиций в развитие образования, науки и технологии, финансирования научно-технических программ и проектов. Об этом свидетельствует прежде всего анализ тенденций роста и инновационных механизмов на макро- и микроуровне в самих развитых странах и роли в них государства (5). Иностранные инвестиции здесь действительно способны играть вспомогательную роль.

К этой точке зрения присоединяются и отечественные специалисты, отмечая, что при всей важности иностранных инвестиций при финансировании внутриэкономических процессов «в первую очередь необходимо опираться на внутренние механизмы, где важную роль играют инструменты национальных денежных властей — и с точки зрения формирования ресурсной базы, и в плане управления самими финансовыми потоками. Именно это наблюдается в ряде ведущих стран» (15, с. 7).

По мнению А.Булатова, если судить по норме сбережения, Россия не испытывает большой нужды в притоке внешнего капитала. Но это вовсе не говорит об отсутствии необходимости в иностранных инвестициях, но они нужны как дополнительный источник таких экономических факторов, как знания и предпринимательство, а не как капитал (7, с. 78). Такого же мнения придерживается Л.Григорьев, который отмечает, что Россия нуждается больше в приходе иностранного предпринимательского капитала в целях трансформации институциональной среды, чем собственно в финансовых ресурсах. Вместе с тем, поскольку ресурсы и потребности в инвестициях распределены по отраслям и секторам экономики весьма неравномерно, она экспортирует капитал из одной группы отраслей и испытывает потребность в его импорте в остальные сектора. Поэтому проблема обеспечения благоприятного инвестиционного климата сохранит свое значение (10, с. 16, 28).

В настоящее время привлекательность иностранных инвестиций, преимуществами которых к тому же являются открывающиеся возможности доступа к передовым технологиям и внешним рынкам, является общепризнанной. Кроме того, приток иностранного капитала служит известным индикатором формирования позитивного инвестиционного климата в стране и для национальных инвесторов. Хотя не всем удастся успешно создавать соответствующий климат и привлекать иностранный капитал в желаемом объеме, необходимость решения этой задачи не подвергается сомнению. В России, однако, инвестиционный климат оказался неблагоприятным не только для привлечения иностранного капитала, но и для удержания собственного. За десятилетие со времени принятия первого закона, открывшего страну для иностранных инвесторов, Россия все еще значительно отстает по объему притока капитала от многих стран с переходной экономикой. Приток прямых иностранных инвестиций (ПИИ) оказался примерно в пять раз меньше оттока капитала. Среди 25 стран

Центральной и Восточной Европы и СНГ Россия занимала по сумме ПИИ за 10 лет (1989–1998) 21-е место, не лучше и показатель их объема к ВВП (17, с. 161).

Несмотря на благоприятные тенденции последнего времени, иностранный капитал по-прежнему притекает в Россию в основном в форме ссудного капитала (11,6 млрд. из 15,2 млрд. долл. за 9 месяцев 2003 г.) (7, с. 80). Это происходит при потенциальной выгодности прямых инвестиций, которая заключается в том, что при прямых инвестициях уменьшается риск потери капитала в результате дефолта или экспроприации, тогда как при портфельных инвестициях отсутствует эффективный контроль собственника над капиталом (18, с. 28).

Все это говорит о дефектах российского инвестиционного климата и об отношении как иностранных, так и отечественных (бегство капитала) инвесторов к привлекательности страны как перспективного объекта инвестирования. Как отмечает А.Булатов, недостаточно благоприятный инвестиционный климат в большинстве отраслей выражается прежде всего в их низкой доходности по сравнению с экспортоориентированным сектором. Рентабельность выпуска продукции в машиностроении, пищевой промышленности и на транспорте в 2002 г. составляла 10–12%, в строительстве – 6,8, в легкой промышленности и сельском хозяйстве – около 2, тогда как в цветной металлургии – 27,8, в топливной промышленности – 22, в черной металлургии – 16,1% (7, с. 82). В подобных условиях «привлекательность ориентированного на внутренний рынок сектора могла бы вырасти при уменьшении рисков, например, путем осуществления инвестиционных программ с участием государства или снижения уровня налогообложения, т.е. через проведение промышленной (структурной) политики. Однако она отсутствует в стране в силу ориентации ее руководства на либеральный экономический курс...» (7, с. 82).

К налоговым рычагам, которые можно расценить как факторы, способствующие привлечению инвестиций, относятся снижение налога на прибыль предприятий с 35 до 30% в 1999 г., возможность снижения местных налогов, налоговые льготы мелким предприятиям и освобождение от импортных пошлин товаров, являющихся вкладом иностранного инвестора в уставной капитал создаваемого предприятия. По многим позициям в отношении иностранных инвесторов действует национальный режим. Однако какие-либо специальные средства стимулирования инвестиций не применяются.

Поэтому России еще предстоит конкурировать за иностранное участие в подъеме собственной экономики на новом технологическом уровне, создавать условия для успешной конкуренции с уже сложившимися зонами эффективного привлечения иностранного капитала, где благодаря его длительному и масштабному присутствию политические, валютные, налоговые и прочие риски существенно снижаются. Даже при фактическом соблюдении принципа национального режима для иностранных инвесторов в области налогов и прав собственности в России остается достаточно препятствий для деятельности зарубежных предпринимателей, в том числе сложный административный режим, неблагоприятная история ряда конкретных проектов, высокий уровень коррупции (10, с. 35).

Инвестиционный климат и инвестиционные риски

Инвестиционный климат, т.е. условия, определяющие надежность (степень риска) и эффективность (уровень доходности) возврата вложенных средств, характеризуется совокупностью факторов, благоприятствующих или препятствующих привлечению инвестиций из всех возможных источников. Среди этих факторов — экономические, социальные, политические, государственно-правовые, социокультурные, географические и др. Один лишь их перечень занимает значительное место (см., например, 21, с. 10). Оценка инвестиционного климата основывается на анализе его компонентов, т.е. инвестиционного потенциала и инвестиционного риска.

Так, по мнению специалистов, в том числе зарубежных, к благоприятным для России факторам привлечения инвестиций помимо самой потребности в них могут быть отнесены потенциальная емкость внутреннего рынка, наличие значительных источников сырья, топливно-энергетических и других ресурсов, относительно высокий уровень профессиональной подготовки рабочей силы и низкий уровень оплаты труда, наличие в ряде отраслей высокого научно-технического потенциала, возможность организации высокорентабельных и конкурентоспособных, в том числе экспортных, производств. Однако реализация этих потенциальных преимуществ лимитируется факторами потенциального риска, вероятностью потери инвестиций и доходов.

Понятие **инвестиционного** риска составляет важнейший компонент инвестиционного климата, определяющий привлекательность

страны, отрасли, предприятия для инвестора. Оценка инвестиционного риска представляет сложную задачу. Его уровень зависит от политической, социальной, экономической, экологической и криминальной ситуации в стране, регионе. Многие характеристики инвестиционного климата взаимосвязаны друг с другом, воздействуют одновременно и на степень риска, и на потенциал доходности инвестиций. Иначе говоря, параметры доходности и риска, как правило, находятся в прямой зависимости и, по сути, определяются одними и теми же факторами. Положительные факторы инвестиционного климата, например наличие ресурсов, могут обернуться рисками при затруднении или прекращении доступа к ним. Считается, что Россия располагает значительными возможностями для высокодоходных инвестиций, которые вытекают главным образом из ее богатства природных ресурсов и масштабности потенциальных рынков. Вместе с тем в результате воздействия географических и демографических факторов объем затрат (прежде всего связанных со строительством, энергообеспечением) часто оказывается значительно выше среднемировых. Таким образом, если принять во внимание все многообразие факторов, то может оказаться, что *фактическая доходность* не столь велика.

Если государственная инвестиционная политика должна определяться задачами экономического развития, то мотивом частного инвестора является доходность с учетом риска. В интересующей нас плоскости инвестиции могут быть классифицированы по степени риска на безрисковые, рискованные и спекулятивные. Проблема заключается в невозможности принятия обоснованных инвестиционных решений без анализа и мониторинга инвестиционных рисков применительно к конкретной ситуации. Как правило, общая оценка уровня инвестиционного риска отражается на ожидаемом уровне нормы прибыли. В условиях высокого риска для его компенсации необходима высокая ожидаемая норма доходности (30, с. 114). Так, американские инвесторы при инвестициях в западноевропейских странах рассчитывают на прибыль в размере 12–15% (как и в самих США), в развивающихся странах – 18%, в России в связи с высоким уровнем риска – 25% (8, с. 53).

При оценке инвестиционного климата приоритетную роль играют факторы политической и правовой стабильности, наличие юридически закрепленных гарантий ведения бизнеса. Стабильность политических условий означает не только устойчивость политического

режима, но и последовательность и предсказуемость экономической политики. Ясно, что международный инвестор больше доверяет условиям «политической стабильности», чем атмосфере игры без правил. Оценками подобного рода пестрят комментарии западной экономической прессы. Важнейшее значение имеют факторы экономической стабильности, которые определяются темпами экономического роста, уровнем инфляции и т.д. Как показывает мировой опыт, существует строгая зависимость между объемом внутренних и иностранных инвестиций: чем больше страна вкладывает средств в реальную экономику, тем больше иностранных инвестиций она в состоянии привлечь (22, с. 120).

К важнейшим факторам инвестиционного климата относятся также уровень развития инфраструктуры, банковской системы, фондового рынка, степень либерализации внешнеэкономических отношений, стабильность налогового и таможенного регулирования и многие другие. В современной рыночной экономике чрезвычайную важность приобретает фактор времени — оперативность реакции на требования рынка, сроки утверждения проектов, ассигнований и т.д. Кроме того, следует учесть, что природные богатства становятся экономическими ресурсами только как предмет и продукт труда, а освоение ресурсов, особенно в условиях неразвитости всего комплекса технологической, транспортной, финансовой и прочей инфраструктуры, является весьма ресурсоемким (капиталоемким) процессом.

По большинству параметров инвестиционного климата Россия уступает многим странам мира. Показателем уровня инвестиционного риска могут служить рейтинги стран, выставяемые международными агентствами. После дефолта 1998 г. рейтинг России находился на самом низком уровне, затем несколько поднялся, а по уровню странового риска, рассчитываемого английским журналом «Euromoney», Россия занимала 95-е место (45, с. 91).

В октябре 2003 г. агентство «Moody's Investors Service» повысило суверенный рейтинг России сразу на две ступени — до рейтинга инвестиционного уровня. Основанием для этого послужило практически беспроблемное погашение внешней задолженности и создание стабилизационного фонда в государственном бюджете на 2004 г. Отмечается, что Россия сумела надлежащим образом использовать высокие цены на нефть и, соответственно, значительные валютные поступления. Это обстоятельство должно существенно способствовать притоку инвестиций, однако, как отмечают иностранные наблюдате-

ли, неоправданный оптимизм неуместен, поскольку текущий подъем не имеет прочной основы, а комплексные структурные и институциональные реформы еще не получили должного развития¹.

Среди факторов, препятствующих инвестиционной деятельности предприятий, отмечаются:

- обременительность государственных административной и финансовой систем, создающих излишнее вмешательство в хозяйственную деятельность, и высокое фискальное давление (несмотря на налоговую реформу), создающее высокие транзакционные издержки и барьеры входа на рынок;

- недостаточность функций государства в обеспечении базовых рыночных условий конкуренции и защиты прав собственности, а также в области поддержки инновационной сферы;

- неэффективная структура экономики с преобладанием сырьевого сектора и производства товаров с низкой долей добавленной стоимости, не способствующая притоку инвестиций;

- внутренние факторы, связанные с управлением предприятиями (структура собственности, сложившаяся в результате приватизации, низкий уровень корпоративного управления, незащищенность акционеров).

Потенциальный инвестор должен учитывать и уязвимость финансового рынка, и уровень налогообложения, и «рентоориентированное поведение» бюрократии, и нестабильность законодательной базы, и многое другое. Таким образом, риски чрезвычайно высоки.

Кроме того, нельзя забывать о международной конкуренции на рынках капитала и проводимой многими странами политики его привлечения на основе предоставления иностранным инвесторам льготных условий для предпринимательской деятельности. Согласно некоторым прогнозам, основными получателями как прямых, так и портфельных иностранных инвестиций останутся развивающиеся экономики Западного полушария и Азиатского континента.

Попытаемся рассмотреть условия и перспективы привлечения инвестиций в российскую экономику, классифицируя соответствующие факторы в терминах инвестиционного риска.

¹ См. публикуемый в сборнике обзор «Проблемы финансирования экономического роста в России: Взгляд иностранных наблюдателей».

На первое место следует, видимо, поставить те виды инвестиционных рисков, которые можно определить как **финансовые** риски. Финансовый риск в общем виде определяется как вероятность получения убытков или недостаточной прибыли в результате принятого инвестиционного решения (4, с. 42). В этом случае принято выделять два вида риска – финансовый и политический. Мы же в целях более подробной классификации инвестиционных рисков определим финансовые риски (и их главный элемент – фискальные риски) как риски, вытекающие из экономических условий страны, связанных с характеристиками ее кредитно-денежной и финансово-бюджетной систем.

Основные факторы финансового риска – состояние финансового рынка, инфляционные тенденции, движение курса национальной валюты, которые, в свою очередь, определяют и такие важные параметры инвестиционного процесса, как потенциал спроса и сбережений и возможность его трансформации в инвестиционные ресурсы. В условиях финансовой нестабильности инвестор не может с достаточной степенью достоверности прогнозировать денежные потоки, следовательно, риск его решения возрастает. Несмотря на достигнутые российской экономикой успехи в стабилизации цен и валютного курса, динамики инфляции, здесь еще остается много проблем. Особенно это касается требуемого развития фондового и кредитного рынков.

Важнейшей характеристикой инвестиционного климата является режим налогообложения. В России финансовые риски, связанные с налоговым бременем, довольно высоки. Это касается многих аспектов – не только множественности видов налогообложения, но и налогооблагаемой базы, учета затрат при ее определении, порядка амортизации. Однако дело этим не ограничивается. В условиях напряженности бюджетных параметров фискальные интересы государства превалируют над интересами налогоплательщиков-инвесторов. Значительные фискальные риски возникают как результат частых изменений порядка и норм налогообложения, издержек, связанных с их отслеживанием и получением необходимой информации.

Одним из важнейших факторов инвестиционного риска является состояние банковского сектора и финансовых институтов в целом. Слабость кредитной и платежной систем ведет к сложности и высокой стоимости получения кредита, трудности проведения расчетов и осуществления различных операций, их замедлению и повыше-

нию трансакционных издержек. Инвестиционные, пенсионные, страховые фонды не выполняют присущих им в развитой экономике функций по мобилизации долгосрочных капиталов. Их развитие сдерживается несовершенством соответствующего законодательства, отсутствием профессиональных управляющих компаний. Помимо слабости внутренней финансовой системы на российских инвесторов оказывает влияние невозможность обращения к международным кредитным организациям и рынкам капитала.

Отрицательным сигналом для потенциальных инвесторов является значительный объем государственного, прежде всего внешнего, долга, что предопределяет низкий кредитный рейтинг страны и высокие процентные ставки.

Проблема **валютного** риска весьма остро стояла в сфере использования ценных бумаг российских компаний после дефолта 1998 г. и оказывала воздействие на поведение инвесторов, оценивавших последствия покупки рублевых финансовых инструментов в сравнении с доходностью валютных операций. Это вынудило многие компании, выходившие на рынок облигаций в этот период, разработать специальный механизм нейтрализации этого риска и проводить выпуск индексируемых облигаций (индексации по курсу доллара подвергаются как купонные платежи, так и номинальная стоимость облигаций при погашении), которые пользовались повышенным спросом у инвесторов (6, с. 108–109). Повышение доверия к рублевым финансовым инструментам привело уже в 2000 г. к отказу от привязки к курсу доллара.

На инвестиционные процессы оказывают влияние валютное и таможенное регулирование, регулирование движения капиталов и внешней торговли. Так, действующий в соответствии с законодательством порядок контроля над движением капитала, по существу, не ограничивает вывоз капитала, но препятствует его ввозу и осложняет торговлю с иностранными партнерами. Очевидно, что среди целей вступления России в ВТО важное место занимает и создание более благоприятного инвестиционного климата.

Управленческие риски связаны со стратегическим и оперативным управлением предприятиями (как объектами инвестиций), вероятностью ошибок в управлении. В России высокая степень этих инвестиционных рисков определяется как объективными, так и субъективными причинами. Здесь прежде всего выделяются следующие обстоятельства: отсутствие адекватных механизмов корпоратив-

ного контроля и управления в условиях кардинальных преобразований собственности; недостаточность подготовки, квалификации и опыта управленческих кадров в условиях рыночной экономики; нередкие случаи проведения ими политики выживания предприятий за счет эксплуатации сложившихся номенклатурных связей; сознательные злоупотребления и мошенничество. Имеется множество примеров нарушений прав инвесторов, прежде всего портфельных и выступающих в роли миноритарных акционеров, лишения их информации и возможности участвовать в принятии решений, захвата контроля над компаниями с помощью различных приемов, в том числе юридических механизмов, процедуры банкротства, разводнения акций и т.д., а также примеров прямого разворовывания имущества предприятия, перевода финансовых потоков через специально создаваемые подставные фирмы. В число факторов риска должны быть включены организационная культура, честность, обязательность деловой практики, деловая этика.

К этой же группе рисков следует отнести **проектный** риск, связанный с недостатком качественных инвестиционных проектов, организаций и специалистов, способных их эффективно осуществить. Сложные бюрократические процедуры разработки технических условий, согласования инвестиционных проектов, лицензирования требуют упрощения и усовершенствования.

Сюда же можно отнести тот вид риска, который нередко определяется как **административный** и выражается в бюрократизации управления, существовании многочисленных административных барьеров, формальных препятствий для выхода на рынок.

Для России, как и для многих других трансформируемых экономик, в высшей степени неблагоприятным фактором инвестиционного климата является слабость государственного управления. В качестве проявлений этого феномена можно указать на отсутствие четкой и последовательно проводимой политики экономического развития, в том числе ее инвестиционной составляющей, нередко наблюдающееся преобладание политических интересов над экономическими, чрезмерное влияние частных интересов, сращивание олигархического капитала с государством, неадекватное выполнение государством функций собственника в управлении государственным сектором.

К этой группе явлений примыкает **коррупционный** риск. О влиянии коррупции и теневой экономики на хозяйственную деятель-

ность и предпринимательство написано достаточно много. В России, согласно различным оценкам, в том числе сведениям МВД РФ, теневая экономика обеспечивает от 20 до 50% ВВП, а с учетом ухода «в тень» в целях уклонения от налогов и все 90%. В 1996 г. до 80% хозяйствующих субъектов негосударственного сектора экономики находились под контролем криминальных сообществ, в том числе 500 банков, около 50 бирж; 2/3 средств, полученных «теневиками» на этих предприятиях, вкладывались в развитие криминального предпринимательства. По индексу коррупции, выставляемому международными агентствами на основе экспертных оценок, Россия также находится среди наиболее коррумпированных стран (40; 42).

Инфраструктурный риск. Слабость, отсутствие современной транспортной, телекоммуникационной, сервисной инфраструктуры, трудности в организации материально-технического снабжения, проблемы безопасности и страхования ведут к значительным транзакционным, транспортным издержкам, возрастанию риска высоких первоначальных затрат. Кроме того, слабость инфраструктуры связана с проблемой региональных рисков, поскольку в этих условиях удаленность от рынков сырья и сбыта еще более снижает инвестиционную привлекательность регионов.

Юридический (правовой) риск. В эту группу можно включить целый ряд факторов, связанных с несовершенством и нестабильностью законодательной базы и недостаточностью практики правоприменения, т.е. принуждения к исполнению норм права. К этой группе примыкают риски невыполнения контрактных обязательств.

Стабильность законодательства, регулирующего весь комплекс хозяйственных отношений (налогообложение, валютное, таможенное регулирование, правила раздела продукции и т.д.), воздействует на принятие любых деловых решений. Ясно, что внесение постоянных поправок в законодательство, меняющих базовые условия экономической деятельности, представляет существенный компонент инвестиционного риска. Еще одним дестабилизирующим фактором является несогласованность федерального законодательства и законов субъектов федерации.

Уровень риска связан с безопасностью средств инвестора. Характерным признаком высокого инвестиционного риска являются высказывания представителей иностранных фирм об изменениях законодательства и несоблюдении действующих законов как главном факторе, отпугивающем инвесторов, которые постоянно получают

сигналы о массовом нарушении прав акционеров, контрактных обязательств и т.д. Так, примерами неспособности правовой системы обеспечить права акционеров могут служить случаи проведения дополнительной эмиссии без согласия акционеров, нарушения порядка ведения реестров акционеров (3; 16).

Один из наиболее ярких примеров несовершенства действующего законодательства — недостаточная регламентация процедуры банкротства, открывающая возможность для произвола и злоупотреблений. В результате в процедуру банкротства могут быть вовлечены жизнеспособные предприятия, представляющие привлекательный объект для захвата контроля со стороны конкурентов.

Инвестиционные рынки весьма чувствительны к любым неблагоприятным событиям, подобным скандалу с «Бэнк оф Нью-Йорк» или банкротству «Энрон», и даже их ожиданиям, которые моментально вызывают рост недоверия к партнерам, более пристальное внимание к отчетности корпораций, падение биржевых показателей, отток инвестиций в другие сферы или страны. Доверие является весьма важным и зачастую недооцениваемым экономическим институтом. Это относится не только к банковским и инвестиционным операциям, где этот фактор проявляется с наибольшей очевидностью, но и ко всем другим экономическим отношениям. Доверие, основанное на знании предыдущих действий контрагента, является неременной составляющей при принятии решения о заключении контракта. При этом доверие, репутация компаний, менеджмента и страны в целом складываются в течение длительного времени, а разрушаются быстро. Невыполнение обязательств, все еще столь характерное для российских банков и предприятий, примером чему могут служить события вокруг кризиса августа 1998 г., а подчас и для самого государства, свидетельствует об общем низком уровне контрактной дисциплины и крайне негативно отражается на инвестиционном климате.

Благоприятную среду для нарушений контрактных обязательств и неисполнения действующих законов создает неэффективность системы принуждения к исполнению норм права, деятельности органов регулирования, судебной защиты прав и интересов кредиторов, инвесторов и контрагентов. Это, в свою очередь, ведет к росту криминализации деловых отношений. Как подчеркивают иностранные инвесторы, больше всего их поражает в этой связи безнаказанность (21, с. 15).

В России действует единый инвестиционный режим, общий для отечественных и иностранных инвесторов. Этим она отличается от ряда других стран, экономика которых находится в состоянии трансформации (например, Китая), где в целях привлечения прямых иностранных инвестиций им предоставлен особый режим благоприятствования. Вместе с тем налоговые и таможенные льготы, особенно предоставляемые на индивидуальной основе, также являются элементом риска. Роль положительных фискальных стимулов могут играть льготные режимы импорта оборудования и экспорта продукции предприятий отраслей, являющихся объектами привлечения инвестиций.

Информационный риск. Принятие любого инвестиционного решения базируется на анализе соответствующей информации, дающей потенциальному инвестору возможность судить о будущих выгодах и опасностях своего решения. Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО), принятые в мировой практике, предъявляют жесткие требования к публичному предоставлению информации о деятельности предприятия и его финансовом состоянии по таким ее характеристикам, как значимость, полезность, достоверность, полнота и т.д. Непредоставление руководством компаний информации или предоставление бесполезной и недостоверной информации, неспособность действующего законодательства обеспечить реализацию соответствующих требований наносит инвесторам существенный потенциальный ущерб. Низкое качество информации увеличивает инвестиционный риск и препятствует привлечению инвесторов.

Здесь важнейшее значение имеет не только частое отсутствие достоверной информации, но и ее искажение, манипулирование учетной политикой в интересах приспособления к налогообложению и регулированию, а также так называемая информационная асимметрия, в условиях неэффективного управления и коррупции вырастающая до сознательного использования внутренней, «инсайдерской» информации в личных интересах, в целях «погони за рентой» с использованием должностного положения. Это явление имеет место как в корпоративном управлении, так и в органах государственного управления и регулирования, что, естественно, не учитывает интересы инвесторов, крайне увеличивает степень инвестиционного риска для «аутсайдеров». Для иностранного капитала отсутствие качествен-

ной информации служит дополнительным препятствием для вложений в российскую экономику (44, с. 83).

Нерешенность проблемы предоставления информации и прозрачности компаний для общественности и внешних инвесторов оказывает губительное влияние на инвестиционный климат. По оценкам зарубежных экспертов, в 2000 г. Россия среди 35 стран с формирующейся рыночной экономикой занимала второе место по индексу «непрозрачности» компаний после Китая. Как отмечают специалисты, «непрозрачность» российских компаний обусловлена тем, что в силу большого налогового бремени компании вынуждены реализовывать «серые» схемы продажи продукции, движения денежных средств, выплаты заработной платы и т.п. Поэтому баланс не отражает реального состояния дел на предприятии (6, с. 113).

Кроме того, получению достоверной оценки состояния предприятия препятствуют сложившиеся в прошлом и отличающиеся от международных отечественные стандарты бухгалтерского учета и отчетности. Это касается очень многих аспектов, начиная от самой структуры отчетных документов и кончая вопросами учета нематериальных активов, амортизации, разницы валютных курсов и т.д. Реформа бухгалтерского учета, безусловно, являющаяся сложной задачей, осуществляется медленно и слабо связана с тенденцией международной унификации учета и отчетности на основе единых стандартов.

Политический риск — риск политической нестабильности, событий, могущих повлечь серьезные изменения политической и экономической ситуации в стране. Несмотря на некоторое улучшение ситуации, многие наблюдатели отмечают, что этот фактор все еще является одним из самых неблагоприятных для российского инвестиционного климата. Политическая стабильность подрывается острой социальной обстановкой, экономическими трудностями, наличием политических конфликтов. Коль скоро эти проблемы остаются острыми, инвестиционный риск будет высоким, а рейтинг страны — низким.

Помимо страновых важную роль играют и **региональные** риски, которые возникают в крупных по территории странах со сложной административно-территориальной структурой. Особые риски могут возникать в связи с отставанием в развитии или стагнацией экономических районов, в результате климатических, социокультурных и

других факторов. Государство, как правило, вынуждено стимулировать развитие таких регионов, в том числе с помощью налоговых мер.

Применительно к России при оценке ее инвестиционного климата необходимо учитывать специфические риски отдельных экономико-географических районов и субъектов РФ. Общий уровень регионального риска также складывается из определенного набора показателей (факторов риска) (43, с. 12). В качестве таковых могут выступать следующие факторы.

Человеческий потенциал: численность, структура населения, образовательный уровень, уровень доходов и материального благосостояния.

Состояние экономики: показатели экономического роста, динамика ВВП, промышленного производства, производительности труда, отраслевая структура.

Потенциал развития: территория, количественная и качественная характеристика материально-технической базы, объем основных производственных фондов, уровень энерговооруженности, природные ресурсы.

Развитие финансовой сферы региона. Характерным в этом отношении является крайняя неравномерность ее развития на территории России — подавляющая часть банков и бирж сосредоточена в Москве.

Уровень социально-политического развития и социальной напряженности, криминальная обстановка в регионе, политика местных властей, которая способна как препятствовать, так и благоприятствовать инвестициям (политические риски). В регионах, стремящихся привлечь инвестиции и создать для них благоприятные условия, инвесторам предоставляются налоговые и другие льготы. В настоящее время значительная часть субъектов РФ имеет специальное законодательство по иностранным инвестициям.

Направления улучшения инвестиционного климата и стимулирования инвестиций

Наблюдатели, в том числе иностранные, отмечают, что в условиях укрепления политической стабильности и высоких цен на энергоресурсы на мировом рынке экономический прогноз для России в целом благоприятен, особенно если улучшится инвестиционный климат, для чего предпринимаются определенные усилия. Уже

имеющиеся результаты структурных реформ и более благоприятная макроэкономическая ситуация положительно повлияли на настроения инвесторов, хотя многие проблемы остаются нерешенными. Инвестиционный климат улучшился, но нельзя останавливаться на достигнутом. Как свидетельствует опыт всех переходных экономик, дальнейшие шаги должны включать как ориентированную на стабильность макроэкономическую политику, так и прогресс в области структурных реформ. «Стабилизация и структурные реформы способствуют росту, и чем быстрее и решительнее они осуществляются, тем лучше экономические результаты» (25, с. 6–7).

Преодоление инвестиционного кризиса возможно лишь на основе комплексной инвестиционной политики федерального правительства и региональных органов власти, охватывающей законодательную, финансовую, налоговую и другие сферы. Активизация инвестиционного потенциала требует как мер прямого финансирования и кредитования, так и создания благоприятного инвестиционного климата путем снижения потенциальных рисков и повышения потенциальной доходности инвестиций.

Обобщая мнения, высказанные в процессе широкого обсуждения рассматриваемых проблем (6; 9; 19; 21; 22; 31; 35; 47), можно выделить следующие важнейшие направления экономической политики, связанные с созданием благоприятного инвестиционного климата.

Макроэкономическая стабилизация: обеспечение низкого уровня инфляции, оздоровление государственного бюджета, поддержание устойчивых характеристик денежно-кредитной системы,

Дерегулирование хозяйственной деятельности, совершенствование и повышение эффективности государственного регулирования, в том числе снижение барьеров для входа на рынок.

Укрепление и развитие финансовой и инвестиционной инфраструктуры, рынка капиталов, создание условий для применения финансовых инструментов, позволяющих управлять рисками. Положительное влияние может оказать внедрение на финансовые рынки иностранных участников, страхование рисков иностранного капитала международными страховыми организациями.

Реструктуризация, повышение надежности и эффективности банковской системы, в том числе ее ориентация на кредитование и финансирование реального сектора экономики, привлечение банков к участию в реализации новых инвестиционных технологий, финан-

совому менеджменту инвестиционных проектов, снижение процентных ставок за кредит.

Создание специализированных институтов развития, включая банк развития, для мобилизации инвестиционных ресурсов с помощью государственных гарантий, кредитных ресурсов государственных банков.

Государственная поддержка инновационной деятельности, реализация программ стимулирования инновационного бизнеса, развития венчурного финансирования, совершенствование амортизационной политики в соответствии с задачами интенсификации инвестиционного процесса.

Развитие фондового рынка как важнейшего механизма стимулирования инвестиционной активности, обеспечивающего прямую связь между инвестором и объектом инвестирования, что минимизирует транзакционные издержки для инвестора и одновременно возлагает на него весь риск инвестиционного решения.

Развитие и активизация деятельности институциональных инвесторов, которые, аккумулируя сбережения и диверсифицируя портфель ценных бумаг, решают задачу оптимизации соотношения доходности и рискованности инвестиций.

Использование мирового опыта интенсификации инвестиционных процессов, широко применяемых и эффективных механизмов привлечения инвестиций в реальный сектор экономики — венчурного капитала, лизинга и франчайзинга.

Обеспечение прозрачности, полноты и достоверности финансовой отчетности, введение международных стандартов бухгалтерского учета.

Законодательные и правоприменительные меры в области совершенствования корпоративного контроля и управления, обеспечения защиты прав собственности, в том числе прав интеллектуальной собственности, и выполнения контрактных обязательств, упрощение систем регистрации, лицензирования и контроля, а также реализации инвестиционных проектов, упорядочение инициации и проведения процедур банкротства.

Совершенствование и упрощение системы налогообложения, дальнейшее снижение налогового бремени, освобождение от налогообложения прибыли предприятий, направляемой на инвестиции в основной капитал и освоение новой технологии. Положительную роль сыграло принятие Налогового кодекса РФ, необходимы даль-

нейшие меры, направленные на ликвидацию практики ухода от налогов, «черного нала» и т.п.

Совершенствование и упрощение таможенного и валютного регулирования, снижение и унификация таможенных тарифов, создание благоприятных условий для внешнеэкономической деятельности (создание зоны свободной торговли со странами СНГ, вступление в ВТО).

Модернизация и развитие производственной и социальной инфраструктуры, в том числе освоение новых, перспективных для развития промышленности и сельского хозяйства регионов.

Инвестиции в человеческий капитал, повышение общего уровня управленческой подготовки и квалификации рабочей силы, развитие инновационных способностей, культуры производства.

Укрепление и совершенствование институтов государственного управления, судебной системы, федерализма, сокращение масштабов коррупции и снижение международного коррупционного рейтинга России на основе прозрачности и контроля за исполнением административных функций.

Таким образом, основным направлением политики экономического роста являются институциональные и структурные реформы, связанные со стимулированием инвестиционной и предпринимательской деятельности и созданием благоприятного инвестиционного климата. Задача повышения роли государства охватывает как усиление его функции непосредственного инвестора (главным образом в рамках целевого финансирования), так и формирование адекватной системы институтов, включая соответствующее законодательство и правоприменительную систему, обеспечение соблюдения социального контракта, определение правил игры для бизнеса и неукоснительное соблюдение государственных обязательств.

Масштаб стоящих перед Россией задач в области экономического роста требует серьезных структурных преобразований, в том числе развертывания институциональных реформ, целенаправленных мер государственного стимулирования инвестиционного процесса, всемерного развития экономической деятельности, базирующейся на интеллектуальном и технологическом потенциале страны. Очевидно, что «модель консолидации экономического роста», вокруг которой наблюдается непрекращающаяся и подчас острая дискуссия, предполагает сочетание активной промышленной политики и не менее активных институциональных реформ, направленных на сти-

мулирование предпринимательской деятельности и создание благоприятных условий для инвесторов, как отечественных, так и иностранных. В теоретическом плане это означает решительный отказ от неоклассических и неолиберальных рецептов (навязанных на первом этапе трансформации полностью скомпрометировавшим себя Вашингтонским консенсусом) и опору на теоретические положения экономики развития, связанные с концепциями кейнсианства и неoinституционализма, более соответствующие специфике переживаемого Россией исторического этапа.

Сложность задач вновь напоминает о проблемах взаимосвязи экономики и политики в условиях России, необходимости демократизации власти и общественного контроля за ее деятельностью, политической воли для создания и исполнения эффективного законодательства и нейтрализации узкогрупповых интересов (бюрократических, криминальных и др.), об «обязательствах власти и ответственности за их выполнение» (28, с. 186) и кардинальных переменах в социально-экономической системе, без которых государственная власть «не способна служить обществу, народу и не сможет найти и ввести в действие факторы устойчивого роста» (13, с. 147).

В то же время важна определенность политики государства в области имущественных прав, отсутствие которой может существенно воспрепятствовать созданию благоприятного инвестиционного климата. В подходе к рассмотрению приватизационных сделок и применению мер деприватизационного характера и наказаний за правонарушения государство должно четко придерживаться законодательных норм, а также обеспечивать защиту собственности добросовестных приобретателей ценных бумаг, недвижимости, иной собственности. С этой целью необходимы соответствующие законодательные и институциональные меры, направленные на совершенствование правового механизма государственной регистрации прав собственности, предотвращение мошенничества, установление имущественной ответственности перед добросовестным приобретателем объектов собственности и др. (36, с. 162, 174).

При оценке политических, правовых и экономических условий инвестирования (инвестиционного климата) все большее внимание уделяется проблемам управления, как государственного, так и корпоративного. Наблюдатели единодушно подчеркивают, что несовершенство систем управления, правовая неопределенность и нестабильность выступают в качестве барьера для инвестиций, в том числе

в странах, провозглашающих рыночные реформы и программы либерализации. В некоторых случаях государство оказывается неспособным реализовать свои обязательства из-за отсутствия необходимого правового регулирования или единой политики и системы управления, в других — из-за различий политической ориентации и несогласованности действий различных уровней и звеньев управления. Подобные примеры встречаются даже среди стран, занимающих довольно прочные позиции на мировом инвестиционном рынке. Например, в Индии политика центрального правительства фактически тормозилась нижестоящими органами власти. Та же ситуация имела место в Бразилии, где правительства штатов обладают значительной властью¹.

В то же время пример целого ряда стран (в том числе Китая и Индии) показывает благотворность сочетания структурных реформ, либерализации и политики развития, при котором финансово-кредитная политика проводится в интересах ускорения экономического роста и осуществляется широкое государственное вмешательство главным образом в форме промышленной политики.

Как подчеркивает Г.Колодко, важнейшей необходимой характеристикой экономического роста наряду с быстрыми темпами и устойчивостью является его эндогенный, самоподдерживающийся характер, обеспечиваемый путем создания на одном этапе основ для продолжения подъема на следующем этапе. Механизм такого роста тесно связан с рыночной институциональной инфраструктурой и высокой склонностью к сбережению и инвестированию. В совокупности эти факторы должны обеспечить адекватный уровень внутреннего накопления капитала и высокую эффективность его размещения. «Это означает, что только те страны могут преуспеть в обеспечении быстрого экономического роста, которые способны, с одной стороны, стимулировать по возможности безынфляционным способом увеличение внутреннего спроса и, пользуясь преимуществами большей открытости и международной конкурентоспособности, подключать внешний спрос, и с другой стороны, не только аккумулировать собственный капитал, но и привлекать иностранные ресурсы и превращать их в долгосрочные инвестиции, способствуя развитию своих производительных сил» (24, с. 4).

¹ См. публикуемый ниже реферат: Дох Дж.П., Рамамурти Р. Инвестиционные риски в инфраструктуре развивающихся стран.

Задачи структурной перестройки связаны с решением таких важнейших проблем, как преодоление топливно-сырьевой ориентации экономики и развитие обрабатывающей промышленности, в том числе отраслей высоких технологий; создание конкурентной среды, требующее соответствующей политики по отношению к крупным конгломератам и естественным монополиям; модернизация предприятий в соответствии с требованиями рыночной экономики и повышение их конкурентоспособности на основе замены оборудования, освоения новой продукции, внедрения передовых технологий производства и управления, т.е. кардинальной интенсификации инновационных процессов.

Надо полагать, что решение проблемы природной ренты, если оно произойдет, послужит прежде всего источником инвестиционных ресурсов, направляемых на эти цели, и, таким образом, средством существенного увеличения ВВП. Высокая доходность сырьевых отраслей является препятствием для инвестиций в другие сектора. Поэтому изъятие природной ренты даст не только источник финансирования, но и стимул для перераспределения инвестиционных потоков в те отрасли, которые наиболее в них нуждаются.

Сложившиеся экономические условия не создают приемлемых соотношений между уровнями риска и отдачи на капитал в большинстве отраслей, требующих долгосрочных вложений, и, соответственно, стимулов к инвестированию. Исключения составляют высокодоходные сырьевые отрасли, эксплуатирующие невозобновляемые природные ресурсы. Это обстоятельство наталкивает некоторых экономистов на мысль о неизбежной и полезной роли крупных конгломератов (финансово-промышленных групп), проникающих в другие отрасли за счет накапливаемых финансовых ресурсов и осуществляющих тем самым межотраслевые переливы капитала. Ориентация на эти каналы помимо их весьма ограниченных масштабов связана с рядом проблем. Так, отмечается, что активность ФПГ, ресурсы которых зависят главным образом от экспорта, существенно зависит от внешней конъюнктуры. ФПГ зачастую стремятся к захвату рынков и получению привилегий от государства. Модернизация производства не становится для них исключительной стратегической установкой (44, с. 87). Это означает по крайней мере, что правительство, поддерживая инвестиционную активность ФПГ, должно разрабатывать меры макроэкономической и институциональной политики, нейтрализующие тенденции к монополизации рынков (32, с. 17).

Исключения также могут составить и инвестиционные решения, принимаемые по иным основаниям, например, имеющие целью спекулятивные операции, проникновение на перспективные рынки, либо подкрепленные государственными гарантиями. В то же время в условиях коррумпированности и криминализации хозяйственных отношений (и воздействия соответствующих факторов риска) государство должно проводить весьма осторожную политику предоставления гарантий по частным инвестициям.

Такие направления институциональных реформ, как укрепление защиты прав собственности и судебная реформа, важны, кроме всего прочего, и в качестве средств стимулирования инвестиций. Эту же роль должно играть совершенствование законодательства о банкротстве, в частности, укрепление роли арбитражных управляющих и введение более строгих критериев инициирования процедур банкротства, что поможет бороться со злоупотреблениями, имеющими целью поглощение компаний и уход активов (25, с. 9).

В области структурных преобразований реформа финансового сектора занимает особое место. Необходимы консолидация банковского сектора и укрепление банковского надзора, особенно в условиях реализации широкомасштабной схемы страхования депозитов (25, с. 8–9). Отмечается также, что активная политика стимулирования экономического роста и инвестиций предполагает последовательное использование денежно-кредитных механизмов для формирования финансовых ресурсов и их превращения в инвестиции. Важнейшей задачей является обеспечение направления ресурсов в реальную экономику и создание условий для более длительных сроков размещения средств (решения проблемы «длинных» денег). Значительно большую роль в качестве инвестиционных ресурсов должны играть институциональные инвесторы и аккумулируемые ими средства.

В настоящее время имеется солидный объем исследований, подтверждающих, что улучшение финансовых механизмов является условием и фактором улучшения экономических показателей. Иначе говоря, широко распространенное стремление к эффективно функционирующей финансовой системе оправдано ее четкой причинной связью с ростом, макроэкономической стабильностью и сокращением бедности. Факты также свидетельствуют о важности развития всех институциональных компонентов финансовой системы — банков и организованных фондовых рынков. Развитие каждого из секторов

улучшает деятельность другого путем поддержания конкурентной ориентации финансовых фирм (51, с. 31).

Рост объема инвестиционных ресурсов связан с повышением эффективности механизма трансформации сбережений в инвестиции. Как отмечают экономисты, эта задача в настоящее время приобретает особую важность, поскольку банковская реформа продвигается медленно, российские банки еще далеки от той роли, которую они должны играть в финансировании экономического роста, а по своим активам намного отстают от ведущих мировых банков. Развитие кредитной сферы и повышение ее эффективности через импульс развитию спроса и производства могло бы дать толчок экономическому росту. Отсюда необходимость ускоренного развития банковской системы, роста ее капитализации, а также усиления роли фондового рынка и его расширение до масштабов, которые позволят ему стать стабильным механизмом мобилизации инвестиций.

В развитых странах финансовое посредничество, т.е. механизмы трансформации сбережений в инвестиции, достигли огромных масштабов. Здесь помимо традиционной банковской деятельности (депозитно-кредитных операций) широкое развитие получили ипотечное кредитование, доверительное управление активами, деятельность институциональных инвесторов — страховых компаний, пенсионных фондов и другие операции на рынках капиталов. Наибольших масштабов эта сфера достигла в США. В ряде других стран (Германия, Япония) развиты кооперативные формы финансовых учреждений, выполняющих аналогичные функции. Важную роль здесь играет соответствующий менталитет частных инвесторов и фактор доверия. Весьма сомнительно, что в России при отсутствии массового положительного опыта инвестиционных операций и после краха стольких мошеннических финансовых пирамид многие люди доверят управление пенсионными взносами частным пенсионным фондам. Только значительное снижение уровня риска в результате проведения масштабных мероприятий (в том числе страхования депозитов) может повысить уровень общего доверия к финансовой сфере.

Решение этих задач связано с укреплением банковского сектора, которое, по мнению многих экономистов, является предпосылкой для развития всей финансовой сферы. Банковская система призвана осуществлять важнейшую функцию в процессе трансформации сбережений в инвестиции и обеспечении межотраслевого перелива инвестиционных ресурсов. Программа ее модернизации направлена на

развитие цивилизованного и эффективного банковского бизнеса на основе гарантирования вкладов, перехода на международные стандарты финансовой отчетности, оптимизации банковского надзора. В качестве стимулов для банков и вкладчиков могут быть применены различные рычаги — процентные, налоговые, связанные с резервными требованиями. Важную роль призван сыграть механизм гарантий, особенно актуальный в период неустойчивости общеэкономической среды, а также функции Центрального банка по поддержанию ликвидности коммерческих банков, направляющих средства на финансирование приоритетных проектов (15, с. 15).

Как указывают специалисты Центра развития, для активизации банковской системы необходимы существенные изменения не только в качестве банковского менеджмента и концентрации банковского капитала, но и в подходе Банка России к кредитованию банками экономики. Среди имеющихся предложений — рефинансирование ЦБ банковских кредитов (переучет векселей, кредитование под залог корпоративных облигаций), активное подключение Банка развития и коммерческих банков (включая Сбербанк) к кредитованию федеральных программ, в том числе на основе кредитных синдикатов (46, с. 17).

Отмечается также возможность привлечения других источников капитала. Так, Ассоциация российских банков внесла предложение о временном участии государства в капитале банков с последующей продажей его доли. Государство через принадлежащие ему и смешанные финансовые учреждения может разделить с бизнесом инвестиционные и кредитные риски. Мировая практика как развивающихся, так и развитых стран изобилует примерами использования государственных средств и программ в целях реструктуризации и рекапитализации банковских систем (50, с. 58). Важную роль могли бы сыграть такие формы и организации финансирования, как бюджет развития, агентства по страхованию инвестиций, агентства по реструктуризации банковских учреждений, фонды поддержки малого бизнеса, корпорации развития (для поддержки рискованных или низкодоходных инновационных проектов) и т.п. В ряде стран заметным успехом отмечено становление спектра специализированных учреждений микрофинансирования, многие из которых являются субсидируемыми.

Целесообразно рассмотреть и возможности привлечения зарубежного капитала в российский банковский сектор (48, с. 17). Оче-

видно, что активность иностранных банков, которая пока серьезно ограничена, может сыграть определенную положительную роль в мобилизации капитала, одновременно стимулируя активность отечественных банков.

Что касается привлечения прямых иностранных инвестиций, то решение этой проблемы должно опираться на специальную долгосрочную стратегию, исходящую из того обстоятельства, что повышенные риски должны перевешиваться системой стимулов. Элементами такой стратегии являются законодательство, гарантирующее защиту и регулирование иностранных инвестиций, определенные финансовые и фискальные льготы, а также специальная инфраструктура, включающая независимый государственный орган, отвечающий за разработку и осуществление политики в области ПИИ, систему информации и коммуникации, снижающей неопределенность и создающей позитивный имидж страны как места размещения инвестиций, специальная служба, осуществляющая стратегический консалтинг для продвижения ПИИ (44, с. 88, 100).

Указывается также на возможность разработки формализованной системы договоренностей в виде, например, инвестиционных контрактов с крупными корпорациями и регионами или контрактов модернизации и реструктуризации (по примеру японских картелей реструктуризации 1980-х годов или угольного проекта Всемирного банка в России). Такие контракты должны включать долгосрочные обязательства со стороны государства (госзаказ или госгарантии по кредитам и др.) и со стороны бизнеса обязательства по инвестированию, модернизации и производству новых продуктов и технологий (46, с. 17).

Важную роль фактора формирования благоприятной институциональной рыночной среды должна сыграть специальная политика стимулирования предпринимательства, в том числе решение проблемы снижения административных барьеров предпринимательской деятельности. Эта политика связана с антимонопольным регулированием и поддержкой конкуренции, мерами по поддержке инновационного сектора и малого бизнеса.

Особый интерес может представить практически неизвестное в нашей стране венчурное финансирование, представляющее собой особую форму финансирования рискованных предприятий и проектов путем инвестиций в акционерный капитал с последующим выкупом. Основное преимущество данной формы — предоставление стартового

капитала в целях доведения предприятия до зрелой формы и получения прибыли (в отличие от приобретения долгосрочного контроля).

Важнейшим механизмом смягчения инвестиционных рисков являются долгосрочные гарантии возврата вложенного капитала. Поэтому основной упор в политике привлечения инвестиций должен делаться не на льготы, а на гарантии деятельности инвесторов, которые к тому же обходятся государству дешевле, чем льготы. Этот путь предпочитают и иностранные инвесторы в России. Это предполагает развитие государственного и частного страхования и гарантирования инвестиций, привлечение финансовых и создание новых специализированных учреждений, включение полноценных гарантий в законодательство, заинтересованное участие органов власти различного уровня.

Список литературы

1. Абалкин Л.И. Вызовы нового века. — М.: Ин-т экономики РАН, 2001. — 287 с.
2. Андрианов В.Д. Россия: Экономический и инвестиционный потенциал. — М.: Нац. фонд подгот. кадров, 1999. — 662 с.
3. Балацкий Е. Прямые иностранные инвестиции и внутренняя инвестиционная активность // Мировая экономика и междунар. отношения. — М., 1999. — № 11. — С. 83–89.
4. Барышников А.С. Факторы финансового риска иностранного инвестирования применительно к условиям российской экономики // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 5, Экономика. — СПб., 1992. — Вып. 4. — С. 41–46.
5. Баумоль У. Чего не знал Альфред Маршалл: Вклад XX столетия в экономическую теорию // Вопр. экономики. — М., 2001. — № 2. — С. 73–107.
6. Берзон Н. Формирование инвестиционного климата в экономике // Вопр. экономики. — М., 2001. — № 7. — С. 104–114.
7. Булатов А. Россия в мировом инвестиционном процессе // Вопр. экономики. — М., 2004. — № 1. — С. 74–84.
8. Газизулина И. Инвестиции и инвестиционный потенциал: Экономический потенциал и факторы формирования // Аналит. банк. журн. — М., 2000. — № 9. — С. 50–58.
9. Глазьев С. Пути преодоления инвестиционного кризиса // Вопр. экономики. — М., 2000. — № 3. — С. 13–26.
10. Григорьев Л. Трансформация без иностранного капитала: 10 лет спустя // Вопр. экономики. — М., 2001. — № 6. — С. 15–35.

11. Губанов С. Глубинные проблемы инвестиционных процессов // Экономист. — М., 2001. — № 8. — С. 22–27.
12. Дейнеко В.А. Привлечение иностранных инвестиций в экономику России: Состояние и развитие процесса // Финансы. — М., 2000. — № 12. — С. 21–23.
13. Дзарасов С. Возможен ли рост российской экономики? // Вопр. экономики. — М., 2002. — № 3. — С. 147.
14. Доклад о мировых инвестициях 1999: Прямые иностранные инвестиции и проблема развития: Обзор / Конф. ООН по торговле и развитию. — Нью-Йорк; Женева: ООН, 1999. — VI, 92 с.
15. Ершов М. О финансовых механизмах экономического роста // Вопр. экономики. — М., 2002. — № 12. — С. 4–16.
16. Ивлев А. Что сдерживает иностранного инвестора? // Деловой экспресс. — М., 1995. — 18 апр. — С. 2.
17. Игонина Л.Л. Инвестиции. — М.: Экономистъ, 2003. — 478 с.
18. Иваненко В. Перспективы привлечения прямых иностранных инвестиций при вступлении России в ВТО // Вопр. экономики. — М., 2003. — № 10. — С. 27–33.
19. Инвестиционная политика в России: Сб. ст. / РАН. Ин-т экономики. — М., 1998. — 236 с.
20. Инвестиции в России: Тенденции, проблемы, пути решения с учетом зарубежной практики / РАН. Ин-т мировой экономики и междунар. отношений. — М., 2000. — 124 с.
21. Инвестиционный климат в России // Вопр. экономики. — М., 1999. — № 12. — С. 4–33.
22. Инвестиционный потенциал России: Сб. обзоров / РАН. ИНИОН. — М., 2001. — 143 с.
23. Иностранные инвестиции в Россию выросли // Коммерсантъ. — М., 2004. — № 31. — 20 февр. — С. 14.
24. Колодко Г.В. Глобализация и страны с формирующейся рыночной экономикой // Бизнес и банки. — М., 2003. — № 23. — С. 4–6.
25. Крюгер Э. Экономический рост и реформы в России // Вопр. экономики. — М., 2002. — № 6. — С. 4–9.
26. Курьеров В. Г. Иностранные инвестиции в России в 2003 г. // ЭКО. — М., 2004. — № 4. — С. 62–74.
27. Львов Д.С. О стратегических проблемах долгосрочного развития // Экон. наука совр. России. — М., 2003. — № 2. — С. 17–25.
28. Львов Д. Экономика развития. М.: Экзамен, 2002. — 511 с.
29. Маковецкий М. Особенности инвестиционного процесса в России // Инвестиции в России. — М., 2001. — № 2. — С. 26–30.

30. Маршалл П.С. Чего можно ожидать от западных деловых партнеров? // Экон. наука совр. России. — М., 2000. — № 2. — С. 113–119.
31. Мау В. Экономическая политика России: В начале новой фазы // Вопр. экономики. — М., 2001. — № 2. — С. 4–22.
32. Мау В. Экономико-политические итоги 2001 года и перспективы устойчивого экономического роста // Вопр. экономики. — М., 2002. — № 1. — С. 4–22.
33. Наставшев Д. Проблемы иностранного инвестирования в России // О-во и экономика. — М., 2001. — № 5. — С. 116–134.
34. Новицкий Н. О новой инвестиционной политике // Экономика и жизнь. — М., 2001. — № 6. — С. 5.
35. Провкин И.Ю. Инвестиции в реальный сектор экономики: Роль банков // Деньги и кредит. — М., 2001. — № 3. — С. 44–46.
36. Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Корпоративное управление и защита прав собственности: Эмпири. анализ и актуал. направления реформ / Ин-т экономики переход. периода. — М., 2001. — 289 с. — (Науч. тр.; № 36Р).
37. Радыгин А. Корпоративное управление в России: Ограничения и перспективы // Вопр. экономики. — М., 2002. — № 1. — С. 101–124.
38. Российская экономика: Тенденции и перспективы. — М., 2003. — 61 с.
39. Серегин В.П. Иностранный капитал на пути в Россию. — М., 1999. — 176 с.
40. Социально-экономические аспекты коррупции: Пробл.-темат. сб. / РАН. ИНИОН. — М., 1998. — 159 с.
41. Стародубровский В. Кривая дорога прямых инвестиций // Вопр. экономики. — М., 2003. — № 1. — С. 73–95.
42. Теневая экономика: Экономический и социальный аспекты: Пробл.-темат. сб. / РАН. ИНИОН. — М., 1999. — 168 с.
43. Тихомирова И. Инвестиционный климат в России: Региональные риски. — М.: Издатцентр, 1997. — 312 с.
44. Фишер П. Как превратить Россию в привлекательный рынок для иностранных инвесторов // Вопр. экономики. — М., 2002. — № 2. — С. 83–101.
45. Шмаров А., Аузан В. Как вести дела в России // Эксперт. — М., 2001. — № 18. — С. 90–108.
46. Экономический рост России: Амбиции и реальные перспективы / Клепач А., Смирнов С., Пухов С., Ибрагимова Д. // Вопр. экономики. — М., 2002. — № 8. — С. 4–20.
47. Ясин Е. Экономический рост как цель и как средство // Вопр. экономики. — М., 2001. — № 9. — С. 4–14.
48. Ясин Е. Перспективы российской экономики: Проблемы и факторы роста // Вопр. экономики. — М., 2002. — № 5. — С. 4–25.

49. Edwards B. Why Russia's banks want tougher regulation // *Euromoney*. – L., 1995. – January. – P. 45.
50. Enoch Ch., Garcia G., Sundararajan V. Recapitalizing banks with public funds // *IMF staff papers*. – Wash., 2001. – Vol. 48, N 1. – P. 58–110.
51. Finance for growth: Policy choices in a volatile world / A World Bank policy research report. – Oxford etc: Oxford univ. press, 2001. – XV, 199 p.
52. Lawrence P., Vlachoutsicos C. Joint ventures in Russia // *Harvard business rev.* – Boston, 1993. – Vol. 71, N 3. – P. 40–48.
53. Poe R How to profit from the coming Russian boom: The insider's guide to business opportunities a. survival on the frontiers of capitalism. – N.Y. etc: McGraw-Hill, 1993. – XXVI, 305 p.
54. The Russian investment dilemma // *Harvard business rev.* – Boston, 1994. – Vol. 72, N 3. – P. 35–44.
55. Shama A. After the meltdown: A survey of international firms in Russia // *Business horizons*. – Bloomington, 2000. – Vol. 43, N 4. – P. 73–80.
56. White K. Moscow conference participants discuss investment climate and growth prospects // *IMF survey*. – Wash., 2000. – Vol. 29, N 9. – P. 145–147.
57. World investment directory/ UN Conf. on trade a. development. – Geneva: UN, 2003. – Vol. 8: Central and Eastern Europe. – VI, 80 p.