



ЭКСПЕРИМЕНТАЛЬНАЯ ЭКОНОМИКА И ФИНАНСЫ

№ 1 2022

СОДЕРЖАНИЕ

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ

Сетдигов Р.Х. Финансовая устойчивость коммерческих компаний: определение расчетным путем, методологические подходы в России и за рубежом..... 2

ФИНАНСЫ

Алешина А.В., Шахбанов И.М. Текущее состояние российского рынка коллективного инвестирования в недвижимость и перспективы его развития 8

Уринцов А.И., Зуева С.В. Сущность и типология цифровых финансовых активов и сопряженные с их использованием риски 17

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

Романов И.Г. Прямые иностранные инвестиции как фактор экономического роста в странах-реципиентах..... 22

TABLE OF CONTENTS

ECONOMIC THEORY

Setdikov R. Financial stability of commercial companies: definition by calculation, methodological approaches in Russia and abroad 2

FINANCE

Aleshina A.V., Shakhbanov I.M. The current state of the Russian market of collective investment in real estate and the prospects for its development 8

Urintsov A.I., Zueva S.V. The essence and typology of digital financial assets and the risks associated with their use 17

WORLD ECONOMY

Romanov I.G. Foreign direct investment as a factor of economic growth in recipient countries..... 22

НАУЧНЫЙ ЖУРНАЛ

Основан в июне 2021 года

Выходит 4 раза в год

Зарегистрирован Федеральной службой по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций (РОСКОМНАДЗОР).

Рег. ПИ № ФС77-81413 от 30 июня 2021 года

ISSN 2782-3644

Учредители:

ООО «Издательство «КноРус»

ООО «Институт экспериментальной экономики и финансов МГУ имени М.В. Ломоносова»

Адрес редакции:

Россия, 117218, Москва,
ул. Кедрова, д. 14, корп. 2
Многоканальный телефон/факс: +7 (495) 741-46-28

Сайт: www.eeaf.ru

Почта: welcome@eeaf.ru

РЕДАКЦИОННАЯ КОЛЛЕГИЯ

А.Л. Булгаков

Главный редактор:

А.В. Алешина

Отпечатано в типографии ООО «Русайнс», 117218, Москва, ул. Кедрова, д. 14, корп. 2

Тираж 300 экз. Формат А4. Подписано в печать: 30.03.2022
Цена свободная

Все материалы, публикуемые в журнале, подлежат внутреннему и внешнему рецензированию

Издание не подлежит маркировке согласно п. 2 ст. 1 Федерального закона от 29.12.2010 № 436-ФЗ «О защите детей от информации, причиняющей вред их здоровью и развитию»

К СВЕДЕНИЮ АВТОРОВ

Уважаемые коллеги! Обращаем ваше внимание на то, что материалы статей проходят обязательную экспертизу. После экспертизы статьи поступают в Редакцию журнала, где проходят редакторскую и корректорскую правку. Редакция оставляет за собой право сокращать объем статей и редактировать их в соответствии с требованиями научного журнала. Рукописи статей не возвращаются; с авторами в переписку Редакция не вступает; гонорар авторам не выплачивается.

ПЕРЕЧЕНЬ ДОКУМЕНТОВ И ТРЕБОВАНИЯ К ОФОРМЛЕНИЮ СТАТЕЙ И СОПУТСТВУЮЩИХ МАТЕРИАЛОВ, НЕОБХОДИМЫХ ДЛЯ ПУБЛИКАЦИИ

Текст статьи, при оформлении которого необходимо соблюсти следующие требования: объем статьи - до 60 тыс. знаков (1,5 авт. листа); в статье должна быть следующая информация: ФИО автора(ов) полностью, место работы (учебы), контактная информация (телефон, E-mail); аннотация и ключевые слова к статье, список литературы (на русском и английском языках).

Финансовая устойчивость коммерческих компаний: определение расчетным путем, методологические подходы в России и за рубежом

Сетдигов Рафаэль Хайдарович,

аспирант МГУ им. М. В. Ломоносова, финансовый аналитик

АО «Стройтеплосервис»

E-mail: SetdikovRafaelMSU@gmail.com

Финансовая устойчивость компаний является важным показателем деятельности компании на рынке. Оценка уровня финансовой устойчивости в России и за рубежом имеет свои особенности — различия обусловлены разным подходом к определению стоимости фирмы на рынке. Существует ряд показателей, которые показывают степень финансовой устойчивости предприятия, который банки учитывают при решении вопроса выдачи кредита. В настоящее время отечественные и зарубежные методологии оценки финансовой устойчивости не учитывают отраслевые факторы, которые имеют существенное значение при анализе финансовой устойчивости предприятия.

Ключевые слова: финансовая устойчивость, денежно-кредитная политика, платежеспособность компании, показатели финансовой устойчивости.

Оценка уровня финансовой устойчивости компаний — важный стратегический аспект их коммерческой деятельности. Расчетные коэффициенты и сопутствующие показатели являются объективной и актуальной информацией о текущем финансовом состоянии экономического субъекта, а также о перспективах его развития. На основе данных о финансовой устойчивости принимаются управленческие решения, касающиеся обеспечения стабильности рабочей финансовой среды организации. Благодаря описанному подходу компания не утратит своих позиций на рынке и сможет повысить долгосрочную конкурентоспособность. В условиях нестабильной рыночной конъюнктуры оценкой финансовой устойчивости необходимо заниматься регулярно, т.к. своевременная реакция на изменение внешней среды обеспечит оптимальную адаптацию и предотвратит убытки.

Для оценки финансовой устойчивости в России и за рубежом используются различные методики, но они имеют схожие черты. В частности, оба подхода направлены на решение задач в следующих направлениях:

- определение удельного веса оборотных средств в общей массе активов, показывающего степень независимости компании от заемного капитала;
- определение всей структуры капитала с анализом эффективности использования привлеченных средств;
- расчет оборотных активов в суммарной величине собственных средств для анализа «финансовой маневренности» компании.

Сравнение методологического подхода к определению финансовой устойчивости российскими и зарубежными аналитиками приведен в таблице 1.

Все различия, которые видны в таблице 1, сводятся к специфике финансового учета в России и за рубежом. Речь идет об определении величины обязательств компаний, которые осуществляют свою деятельность на рынке. По мнению многих отечественных специалистов, зарубежная практика считает ключевым параметром при исследовании финансовой устойчивости наличие возможности погасить свои обязательства. Еще один важный аспект — оценка рыночной стоимости компании. Высокий уровень развития фондового рынка в зарубежных странах дает возможность коммерческим организациям в большей возможности увеличения своей ценности на рынке (увеличения капитализа-

ции компании), в т. ч. за счет реализации мер по повышению деловой репутации и развития бренда. Наиболее ярко это просматривается на примере масштабных транснациональных корпораций, ко-

торые расширяют сферу своего бизнес-влияния посредством завоевания новых рынков и каналов сбыта, а также популяризации бренда (Meta, Google (Alphabet), Coca-Cola и другие).

Таблица 1. Сравнение специфических черт расчета основных показателей финансовой устойчивости в практике российских и зарубежных организаций

Показатель	Характеристика показателя	Спецификация расчетов российской практике	Специфика расчетов зарубежной практике
Коэффициент автономии (финансовой независимости)	Определяет уровень независимости организации от внешних кредиторов	Отношение собственного капитала к активам организации	Отношение совокупных обязательств к совокупным активам организации (debt ratio)
Коэффициент финансового левериджа (рычага)	Определяет возможность повысить рентабельность за счет использования заемных средств	Отношение совокупных обязательств к собственному капиталу	Отношение долгосрочных обязательств к активам Отношение долгосрочных обязательств к сумме задолженности и рыночной капитализации
Коэффициент привлечения средств	Определяет долю привлеченного капитала в общем постоянном капитале предприятия	Отношение суммы долгосрочных заемных средств к величине собственного капитала	

Источник: [5].

Анализ финансовой устойчивости за рубежом предполагает использование дополнительных метрик и индикаторов, к наиболее распространенным из которых относятся:

- 1) соотношение цены одной акции к величине чистой прибыли, приходящейся на эту акцию — p/e ratio;
- 2) соотношение цены 1 акции к величине денежного потока — p/cf ratio;
- 3) соотношение рыночной стоимости компании к балансовой — p/bv ratio [3].

Приведенные выше показатели больше касаются инвестиционной привлекательности хозяйствующих субъектов, но в отчетах крупных корпораций указываются в разделе, касающемся финансовой устойчивости в контексте стабильности рыночных позиций и перспективных тенденций развития. Таблица 2 наглядно отражает описываемые показатели, рассчитываемые в процессе выполнения оценки инвестиционной привлекательности и финансовой устойчивости зарубежных компаний.

Таблица 2. Дополнительные метрики оценки финансовой устойчивости в практике зарубежных организаций

Метрика	Характеристика	Расчет	Значение
P/E ratio	Скорость за которое окупаются акции компании	Рыночная стоимость акции делится на прибыль компании на 1 акцию	<5 — низкий уровень устойчивости и высокая степень риска вложений
			5–10 — уверенная позиция на рынке
			>20 — высокий уровень стабильности и инвестиционной привлекательности
P/CF ratio	Отношение текущей рыночной цены и денежного потока как индикатора способности компании генерировать прибыль	Рыночная стоимость акции делится на величину свободного денежного потока	< 20 — нормальное функционирование компании, высокая финансовая устойчивость
			< 15 — стабильное функционирование, возможность выплачивать дивиденды
			<10 — угроза для финансовой устойчивости
P/BV ratio	Отношение текущей рыночной цены компании к балансовой стоимости (в соответствии с актуальным квартальным отчетом)	Рыночная стоимость акции делится на балансовую стоимость акции	<1 — компания недооценена, финансовая устойчивость снижена ввиду высоких рисков недополучения прибыли
			от 1 до 2 — справедливая цена акции, компания стабильна
			>2 — компания переоценена, спрос на акции компании высокий, финансовая устойчивость повышена

Источник: [2].

По мнению многих экспертов, используемые отечественными и зарубежными аналитиками схемы и методики не учитывают отраслевую специфику деятельности компаний, эта проблема ведет к принятию необъективных управленческих решений и искажению финансовой отчетности.

Остановимся подробнее на российском опыте оценки финансовой устойчивости. Как правило, речь идет о применении трехкомпонентной упрощенной модели анализа, базирующейся на расчете 3 показателей:

- 1) коэффициент автономии;
- 2) коэффициент финансового рычага;
- 3) коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств.

Расчет перечисленных коэффициентов и анализ их динамики по годам дает представление об изменении финансовой устойчивости компании. Если в каких-то периодах наблюдались провалы, проводится поиск причин и разработка управленческих решений для предотвращения развития подобных явлений в будущем. Финансовая устойчивость предприятия важна не только собственникам бизнеса, но и вызывает интерес потенциальных инвесторов, а также кредитных учреждений при оформлении кредитов.

Российские эксперты подтверждают, что практика оценки финансовой устойчивости отечественных компаний зачастую носит поверхностный характер. Главной проблемой такой методологии становится арифметический расчет показателей без глубинного анализа причин, вызывающих ухудшение финансового состояния субъекта хозяйствования. Также стоит отметить, что в период с 2019 по 2021 г. в научном сообществе России не организовывались исследования, касающиеся внедрения дополнительных оценочных метрик. Анализ научных работ по интересующей нас тематике в электронной библиотеке eLibrary за 2019–2021 гг. лишь подтверждает факт того, что все они касались актуализации уже известных подходов для оценки финансовой устойчивости коммерческих компаний.

В настоящее время дополнительные сложности в вопросе финансовой устойчивости предприятий возникают в связи с повышенными рисками, появившимися с ограничением активности коммерческих компаний в период пандемии, а также в связи с последними санкциями против банков России, которые ограничили возможность российских банков привлекать дешевое зарубежное финансирование, за счет которого они кредитовали российский бизнес.

Банки при выдаче кредитов должны быть уверены в платежеспособности и финансовой устойчивости потенциальных заемщиков. Поэтому оценка этих показателей деятельности может быть дополнена дополнительными метриками. Рассмотрим аспекты анализа деятельности предприятий в современных условиях на примере двух компаний — ООО «Лента» и ООО «Агроторг», период анализа — с 2017 по 2021 г. (таблицы 3 и 4).

Таблица 3. Расчет показателей финансовой устойчивости для компании ООО «ЛЕНТА»

Показатель	2017	2018	2019	2020	2021
Коэффициент рентабельности	–0,68	–0,64	–0,56	–0,46	–0,43
Коэффициент автономии	0,22	0,22	0,23	0,34	0,32
Коэффициент финансового рычага	2,14	1,13	2,06	3,16	2,35

Источник: составлено автором на основе данных бухгалтерской отчетности компаний, взятых из информационно-аналитической базы СПАРК.

Таблица 4. Расчет показателей финансовой устойчивости для компании ООО «АГРОТОРГ»

Показатель	2017	2018	2019	2020	2021
Коэффициент рентабельности	–1,20	–1,15	–1,15	–1,26	2,64
Коэффициент автономии	0,28	0,28	0,27	0,26	0,17
Коэффициент финансового рычага	2,53	2,59	2,64	2,86	5,04

Источник: составлено автором на основе данных бухгалтерской отчетности компаний, взятых из информационно-аналитической базы СПАРК.

Приведенные в таблицах 3 и 4 данные показывают, что компании находятся в сильной зависимости от заемного капитала, что в первую очередь свидетельствует о невысокой финансовой устойчивости.

Российские аналитики оценивают финансовую устойчивость предприятий по одной из двух методик:

- методика, разработанная содружеством авторов: Сайфуллин Р.С., Шеремет А. Д. и Негашевым Е. В.;
- методика, разработанная Министерством регионального развития Российской Федерации и утвержденная Приказом ведомства № 173 от 17 апреля 2010 г.

Достоинства и недостатки обеих методов представлены в таблице 5.

Как показывает анализ таблицы 5, у каждой методики есть свои плюсы и минусы. Главная и общая черта — ни одна из рассматриваемых методик не принимает во внимание отраслевую принадлежность компаний, в связи с этим можно констатировать следующие проблемы в анализе:

- 1) отсутствует возможность сравнения компаний, осуществляющих деятельность в одной сфере;
- 2) нет сведений о специфике формирования капитала предприятий, включая анализ объемов заемных средств;
- 3) невозможность прогнозирования развития стартапов — нет статистики и общей методологической базы оценки компаний, к примеру, работающих в технологической индустрии и т.д.

Таблица 5. Ключевые преимущества и недостатки отечественных методик оценки финансовой устойчивости

Методика	Преимущества	Недостатки
Методика Шеремета А. Д., Сайфуллина Р. С. и Негашева Е.В	Возможность проведения сравнительного анализа для отраслевых предприятий. Наличие типизации финансовой устойчивости. Легкость в освоении и расчетах метрик	Отсутствуют относительные показатели. Ограниченность данными бухгалтерской отчетности. Отсутствие учета отраслевых и индивидуальных особенностей организации.
Методика Министерства регионального развития РФ	Использование относительных коэффициентов дает возможность получать данные на любой момент времени и отслеживать динамику изменения. Объективная оценка на основе актуальных данных бухгалтерской отчетности организации. Возможна для оценки иностранных организаций. Учитывает влияние внешних факторов для принятия управленческих решений.	Отсутствует типизация финансовой устойчивости. Сложность освоения. Отсутствие нормативных параметров. Отсутствует учет жизненного цикла организации. Сложность процедуры расчета и оценки. Отсутствует учет отраслевых особенностей.

Источник: составлено автором на основе [2, 6, 7].

В условиях кризиса важно сохранять стратегическую конкурентоспособность, которая выражается в способности компании своевременно погашать свои обязательства, что является главным критерием финансовой устойчивости предприятия.

Широко используемая методика оценки данного показателя должна учитывать все внешние факторы, в том числе, денежно-кредитную политику Центрального Банка России (ДКП). Кризис, вызванный пандемией 2020 г., был сопряжен с относительно спокойным действием денежно-кредитной политики. В России среднегодовая ключевая ставка Центрального банка России была равна 5,1% в 2020 г. и 5,7% в 2021 г.

Банком России после снятия ограничений, связанных с пандемией коронавируса, начал проводить политику содействия перезапуску рыночных механизмов, но при этом денежно-кредитная политика ужесточалась. Цель данного поведения Центробанка РФ сводилась к предотвращению «перегрева» экономики и защите от повышения уровня инфляции.

Чтобы обеспечить стабильность и компенсацию инфляционных и девальвационных рисков, в начале 2022 г. ключевая ставка была резко повышена до 22%. Такая высокая ставка продержалась недолгий период времени, так как Центральный банк России ее использовал в качестве меры, сдерживающей банковскую панику и бегство вкладчиков из банка. Необходимо отметить, что такая мера сработала эффективно, и после повышения ключевой ставки, банки повысили свои ставки по вкладам, что «вернуло» вкладчиков обратно в банки.

Однако по такой высокой ставке бизнес не был готов кредитоваться, что повлекло за собой снижение объемов кредитования бизнеса и сложности с рефинансированием существующих кредитов бизнеса.

В связи с повышением рисков финансовой устойчивости предприятий, банки стали более тщательно подходить к вопросу кредитования бизнеса и во многих случаях отказывали бизнесу в получении новых кредитов или рефинансировании старых кредитов, что поставило ряд предприятий под угрозу банкротства.

При оборотном финансировании кредитор оценивает уровень финансовой устойчивости коммерческой организации в первую очередь на основе изучения ее возможности осуществлять процентные платежи на основе денежных потоков (показатель ICR, таблица 6). При этом оценке подлежат консолидированные процентные расходы коммерческой организации.

Таблица 6. Интерпретация показателя ICR при оценке финансовой устойчивости коммерческих организаций

Значение показателя	Характеристика	Вывод об уровне финансовой устойчивости
>2	Денежные потоки полностью покрывают расходы по процентным платежам, остается возможность распределения оставшихся финансовых ресурсов	Организация финансово устойчива, есть потенциал для дальнейшего роста
>1	Денежные потоки покрывают расходы по платежам	Организация финансово устойчива, есть как потенциал для дальнейшего роста, так и риски снижения финансовой стабильности
<1	Денежные потоки не покрывают расходы по процентным платежам	Организация финансово не устойчива, есть риски банкротства

Источник: составлено автором на основе материалов [22].

На практике оценка финансовой устойчивости при осуществлении оборотного финансирования предусматривает, что показатель ICR составляет на уровне 2–3. Это говорит о том, что денежные потоки компании стабильны, она является финансово устойчивой и может пользоваться всеми возможностями при привлечении оборотного финансирования.

Расчет показателя ICR является критически важным при определении финансовой устойчивости компании и эффективности использования заемных оборотных средств. Если данный показатель меньше 1,

то можно сделать вывод, что компания неспособна обслуживать начисляемые проценты по предоставленным кредитным средствам и займам, а потенциальные кредиторы столкнутся с серьезными рисками при предоставлении финансовых средств.

Показатель может быть использован в практике деятельности кредитных организаций различного

типа, что позволит им более тщательно подходить к определению рисков потенциальных заемщиков и выявлению неблагонадежных контрагентов.

Также можно оценивать финансовую устойчивость компании по уровню положительного запаса прочности по оборотному капиталу. Ниже представлен расчет для компании «Лента» (табл. 7).

Таблица 7. Расчет показателя FS_{wscm} для ООО «ЛЕНТА»

		2017	2018	2019	2020	2021	Расчётное
ЧП_ltm	2400	6 908 748 000	5 140 245 000	9 146 489 000	14 810 398 000	2 781 787 000	2 781 787 000
С	1250	14 033 124 000	33 489 390 000	72 768 098 000	20 705 484 000	31 564 532 000	31 564 532 000
WCSM_+							9719817 585
WCSM							9719817 585
Выручка	2110	385 130 740 000	438 811 980 000	445 021 308 000	468 171 778 000	495 877 663 000	495 877 663 000
Запасы	1210	37 007 245 000	42 688 427 000	41 846 355 000	46 179 740 000	52 007 547 000	45 029 882 255
Оборачиваемость запасов			33,15	34,67	34,31	36,14	33,15
Дебиторская задолженность	1230	15 802 709 000	15 977 292 000	13 873 006 000	17 184 883 000	25 418 025 000	16 447 930 160
Оборачиваемость дебиторской задолженности			13,22	12,24	12,11	15,68	12,11
Кредиторская задолженность	1520	57 585 124 000	55 367 522 000	53 468 458 000	58 421 081 000	70 876 965 000	64 649 023 000
Оборачиваемость кредиторской задолженности			46,98	44,63	43,62	47,59	47,59
Оборотный капитал		-4 775 170 000	3 298 197 000	2 250 903 000	4 943 542 000	6 548 607 000	-3 171 210 585
Проценты к уплате_ltm	2330	11 102 943 000	9 941 966 000	12 879 101 000	6 903 734 000	5 826 333 000	5 826 333 000
Расчёт							7,56

Источник: составлено автором на основе собственных расчетов.

Значение искомого показателя FS_{wscm} составило 7,56, что говорит, что у компании есть достаточный запас прочности оборотного капитала, и она может рассчитывать на получение дополнительных заемных средств для обеспечения своей деятельности.

Многие авторы, в частности Шеремет А. Д., Баканов М. И. и Ковалев В. В. сходятся во мнении, что важнейший показатель финансовой устойчивости хозяйствующего субъекта — достаточность средств, направляемых на создание запасов, выступающих фактическим гарантом платежеспособности компании. Но при этом упомянутые авторы также уверены в том, что коммерческой организации для успешного функционирования на рынке требуется такой объем оборотных средств (собственных и заемных), который бы превышал потребность в запасах. Стоит помнить о том, что

именно собственный капитал напрямую влияет на абсолютную финансовую устойчивость предприятий.

Ни одна используемая в практике методика оценки финансовой устойчивости не содержит нормативного значения соотношения собственного и привлеченного капитала. Те пограничные значения, которые встречаются в литературе, не отражают всей полноты текущей или перспективной платежеспособности, т.к. носят скорее рекомендательный характер.

Отрасль, в которой функционирует компания, корректирует показатель оборачиваемости капитала. Так, в аграрном и промышленном секторе экономики значение данного параметра будет всегда ниже, нежели в других областях. А удельный вес внеоборотных активов, наоборот, будет превы-

шать иные сферы деятельности. В итоге при оценке финансовой устойчивости таких компаний значение ликвидности активов может негативно влиять на общий результат расчетов. Получив такие результаты, многие инвесторы задумаются о целесообразности капиталовложений.

Получается, что применение «стандартных» подходов в оценочной деятельности по определению уровня финансовой устойчивости организаций может привести к неполному отражению реальной картины, искажению показателей стабильности и способности своевременно исполнять взятые на себя обязательства.

Стоит отметить, что при анализе оценки финансовой устойчивости, выполненной без поправки на отраслевые нюансы и влияния денежно-кредитной политики (стимулирующей или сдерживающей), возможное искажение будет критично для кредиторов, которые заинтересованы больше остальных в том, чтобы коммерческая компания оставалась «на плаву».

Подводя итог, можно отметить, что используемые в России методики оценки финансовой устойчивости необходимо доработать, включив в систему показателей и коэффициентов дополнительные критерии для учета специфики отраслевой принадлежности объектов анализа. Данные доработки в первую очередь актуальны для банков, которые заинтересованы в сокращении рисков невозврата выданных кредитов.

Литература

1. Мингалиев К. Н. Сравнительный анализ различных подходов к оценке финансовой устойчивости высокотехнологичных компаний / К. Н. Мингалиев, В. А. Сеницына // Все для бухгалтера. — 2016. — № 1. — С. 17–25.
2. Оптимизация финансовой устойчивости современного субъекта бизнеса в условиях сложившейся экономической конъюнктуры / Н. И. Виноградова, Г. А. Польская, М. А. Чаплыгина, В. В. Пасечко // Регион: системы, экономика, управление. — 2021. — № 2(53). — С. 99–109. — DOI 10.22394/1997-4469-2021-53-2-99-109
3. Оразбаев Б. Б. Теория и методы системного анализа / Б. Б. Оразбаев, Л. Т. Курмангазиева, Ш. К. Коданова. — М.: Академия.
4. Сетдилов Р. Х. «Совершенствование методов оценки финансовой устойчивости коммерческих организаций» Магистерская диссертация,

2022 год, // Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова // URL: <https://on.econ.msu.ru>

5. Финансы организаций (предприятий) // Под ред. Колчиной Н. В. — М.: Юнити-Дана, 2007. — 383 с.
6. Шеремет А. Д. Комплексный анализ хозяйственной деятельности / А. Д. Шеремет. — М.: ИНФРА-М, 2015. — 401 с.
7. Шеремет А. Д., Козельцева Е. А. Финансовый анализ: учебно-методическое пособие. — М.: Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова, 2020. — 200 с.

FINANCIAL STABILITY OF COMMERCIAL COMPANIES: DEFINITION BY CALCULATION, METHODOLOGICAL APPROACHES IN RUSSIA AND ABROAD

Setdikov R.

Lomonosov Moscow State University

The financial stability of companies is an important indicator of a company's performance in the market. The assessment of the level of financial stability in Russia and abroad has its own characteristics, the differences are due to a different approach to determining the value of a company in the market. There are a number of indicators that show the degree of financial stability of an enterprise, which banks take into account when deciding whether to issue a loan. Currently, domestic and foreign methodologies for assessing financial stability do not take into account industry factors that are essential in the analysis of the financial stability of an enterprise.

Keywords: financial stability, monetary policy, solvency of the company, indicators of financial stability

References

1. Mingaliev K. N. Comparative analysis of various approaches to assessing the financial sustainability of high-tech companies / K. N. Mingaliev, V. A. Sinitsyna // Everything for an accountant. — 2016. — No. 1. — P. 17–25.
2. Vinogradova N. I., Polskaya G. A., Chaplygina M. A., Pasechko V. V. Optimization of the financial sustainability of a modern business entity in the current economic environment // Region: systems, economics, management. — 2021. — No. 2 (53). — S. 99–109. — DOI 10.22394/1997-4469-2021-53-2-99-109
3. Orazbaev B. B. Theory and methods of system analysis / B. B. Orazbaev, L. T. Kurmangaziev, Sh.K. Kodanova. — M.: Academy.
4. Setdikov R. Kh. «Improving methods for assessing the financial stability of commercial organizations» Master's thesis, 2022, // Faculty of Economics of Moscow State University named after M. V. Lomonosov // URL: <https://on.econ.msu.ru>
5. Finance of organizations (enterprises) // Ed. Kolchina N. V. — M.: Unity-Dana, 2007. — 383 p.
6. Sheremet A. D. Comprehensive analysis of economic activity / A. D. Sheremet. — M.: INFRA-M, 2015. — 401 p.
7. Sheremet A. D., Kozeltseva E. A. Financial analysis: teaching aid. — M.: Faculty of Economics of Moscow State University named after M. V. Lomonosov, 2020. — 200 p.

Текущее состояние российского рынка коллективного инвестирования в недвижимость и перспективы его развития

Алешина Анна Валентиновна,

к.э.н., доцент, доцент кафедры финансов и кредита МГУ имени М. В. Ломоносова
E-mail: annaaaleshina@mail.ru

Шахбанов Ильяс Магомедрасулович,

магистр экономики МГУ имени М. В. Ломоносова,
инвестиционный аналитик ООО «Смайнэкс Управление Активами»
E-mail: ilyas.shakhbanov@gmail.com

Экономике любого государства для динамического развития требуются инвестиции. Одним из ключевых видов вложений в основной капитал является инвестирование в недвижимость. В условиях российской действительности долгое время шла речь о стимулировании этого типа инвестиций со стороны спроса, в частности, реализацией программ ипотечного кредитования. Но такая стимуляция возможна и с другой стороны — со стороны рыночного предложения. Речь идет о таком финансовом инструменте, как закрытые паевые инвестиционные фонды (ЗПИФ) недвижимости. Если данное направление развивать, девелоперам не придется искать средства на строительство новых объектов.

Ключевые слова: закрытые паевые фонды недвижимости (ЗПИФ), REIT, эскроу-счета, коллективные инвестиции, инвестиции в недвижимость.

Развитые экономики характеризуются тем, что коллективное инвестирование часто выступает способом привлечения денег, т.е. является альтернативным вариантом банковских кредитов. ЗПИФы способны аккумулировать капиталы вкладчиков и стимулировать разные секторы экономики, включая строительную индустрию.

На рис. 1 приведена статистика по состоянию за период с 2017 по 2021 г. Всего зарегистрированных в России фондов коллективного инвестирования в недвижимость было зарегистрировано по состоянию на конец 2021 года 1965 ед., из них закрытых — 1534 ед., открытых — 262, интервальных — 44 и биржевых 125. Рост по сравнению с 2017 годом составляет практически 31%, что демонстрирует устойчивую динамику развития данного сектора финансовых рынков.

В 2018 году вступило в силу Указание Банка России от 31 января 2018 г. № 4713-У «О требованиях к правилам определения и раскрытия расчетной цены одного инвестиционного пая биржевого паевого инвестиционного фонда, содержащимся в договоре, на основании которого осуществляется допуск инвестиционных паев биржевого паевого инвестиционного фонда к организованным торгам» [2] в соответствии с которыми были установлены требования правилам определения и раскрытия расчетной цены инвестиционного пая биржевого фонда, что дало возможность осуществить допуск инвестиционных паев биржевых ПИФов к организованным торгам.

А в 2016 году вступило в силу Указание Банка России от 05 сентября 2016 г. № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» [3], которое предусматривает новую категорию паевых инвестиционных фондов — комбинированные ПИФы. Комбинированные ПИФы могут быть только закрытыми или интервальными и предназначены только для квалифицированных инвесторов. В состав активов инвестиционных фондов, относящихся к категории комбинированных фондов, могут входить любые активы, за исключением наличных денежных средств. Требования к структуре активов такого фонда отсутствуют, т.е. определяются по усмотрению управляющей компании в правилах доверительного управления ПИФ.

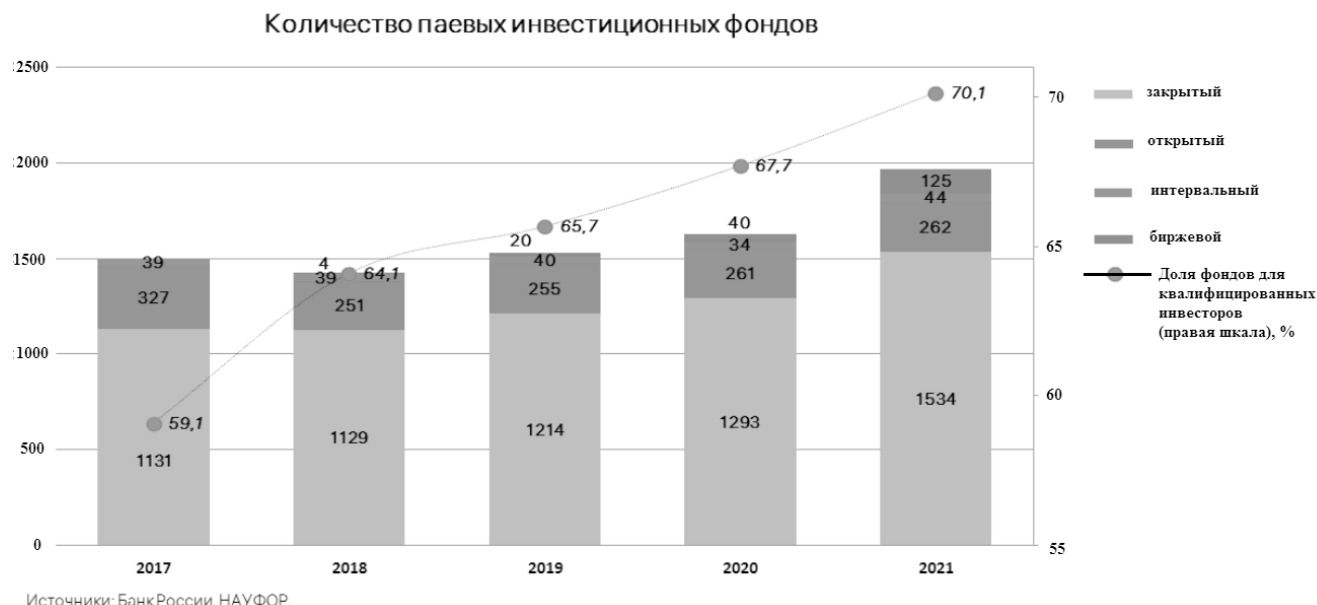


Рис. 1. Количество зарегистрированных паевых инвестиционных фондов по типам за период с 2017 по 2021 г. [1, стр. 9]

Комбинированный инвестиционный фонд может вкладывать средства в любые активы, в т.ч. в недвижимость (исключение — денежные инвестиции). Это обуславливает изменение в структуре чистых

активов за 2017 г. в разрезе фондов. По итогам за 2018 г. стоимость чистых активов (СЧА) у комбинированных фондов оказалась выше, нежели у фондов недвижимости (табл. 1).

Таблица 1. Объем стоимости чистых активов (СЧА) по фондам за период 2015–2018 годы, в млрд рублей [4]

Наименование показателя	30.09.2015	30.09.2016	30.09.2017	30.09.2018
Закрытые ПИФ, в том числе:	2 188,56	2 306,35	2 503,40	2842,42
акций	110,22	114,64	77,31	32,29
денежного рынка	0,56	1,08	0,54	0,32
долгосрочных прямых инвестиций	532,39	663,29	568,93	192,57
ипотечный	12,04	11,49	0,6	0,03
комбинированный	X	X	644,48	1777,44
кредитный	55,65	51,61	27,33	21,05
недвижимости	982,22	1 003,88	826,73	546,27
облигаций	0	1,48	1,51	X
особо рискованных (венчурных) инвестиций	42,92	32,07	26,71	15,73
прямых инвестиций	96,67	63,41	52,92	18,02
рентный	209,35	231,81	179,44	142,09
смешанных инвестиций	86,19	94,5	84,82	85,38
товарного рынка	X	0,05	0,05	X
финансовых инструментов	X	X	0,85	1,78
хедж-фонд	60,13	36,86	11,18	8,93
художественных ценностей	0,22	0,18	X	X
рыночных финансовых инструментов	X	X	X	0,52
Открытые ПИФ, в том числе:	95,93	122,64	190,52	317,47
акций	26,5	34,01	28,83	X
денежного рынка	2,35	1,72	1,37	X
индексный	1,83	2,05	1,05	X

Наименование показателя	30.09.2015	30.09.2016	30.09.2017	30.09.2018
облигаций	36,67	58,02	76,87	X
рыночных финансовых инструментов	X	X	73,35	317,47
смешанных инвестиций	13,25	13,28	4,3	0
фонд фондов	15,33	13,56	4,75	X
Интервальные ПИФ, в том числе:	19,44	18,84	20,07	29,46
акций	3,27	1,98	0,42	0,36
комбинированный	X	X	8,93	17,07
рыночных финансовых инструментов	X	X	4,5	5,28
смешанных инвестиций	2,93	3,27	1,06	1,71
товарного рынка	0,39	0,33	0,17	0,21
фонд финансовых инструментов	X	X	X	0,11
фонд фондов	0,03	0,02	0,01	0
хедж-фонд	12,82	13,24	4,98	4,72
Биржевые ПИФ, в том числе:	X	X	X	0,21
рыночных финансовых инструментов	X	X	X	0,21
Стоимость чистых активов, всего	2 303,93	2 447,83	2 713,99	3189,56

При этом видно перетекание активов из фондов акций, облигаций, недвижимости и иных типов фондов в комбинированные фонды, которые в целом росли с момента их появления в 2016 году именно за счет переформатирования других типов фондов в фонды комбинированные, которые предоставляют существенные льготы, в том числе налоговые.

Аналогичным образом растёт количество зарегистрированных паевых фондов как в совокупно-

сти, так и по отдельным типам: если в 2018 году количество зарегистрированных паевых фондов составляло 1440 единиц, то в конце 2021 года уже 1965 единиц (табл. 2).

Резко увеличилось за последние годы количество физических лиц, владеющих паями ПИФов. Если в конце 2018 года их было всего 1,6 млн человек, то в конце 2021 года их количество уже составило 8,7 млн человек (рис. 2).

Таблица 2. Количество зарегистрированных ПИФ по группам активов за 2018–2021 годы [5]

Показатели деятельности паевых и акционерных инвестиционных фондов*	Ед. измерения	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Институциональные характеристики	X	X	X	X	X
Количество зарегистрированных ПИФ	единиц	1440	1531	1631	1965
Количество зарегистрированных ПИФ для неквалифицированных инвесторов, в т.ч.	единиц	554	525	528	587
Закрытые ПИФы	единиц	269	239	216	191
Акции	единиц	8	6	3	2
Денежного рынка	единиц	1	1	1	0
Недвижимости	единиц	178	166	153	136
Прямых инвестиций	единиц	1	0	0	0
Рентный	единиц	61	49	43	40
Смешанных инвестиций	единиц	18	16	14	10
Товарного рынка	единиц	0	0	0	0
Фонд рыночных финансовых инструментов	единиц	2	1	2	3
Открытые ПИФы	единиц	268	255	261	262
Акции	единиц	0	0	0	0
Облигаций	единиц	0	0	0	0

Продолжение

Показатели деятельности паевых и акционерных инвестиционных фондов*	Ед. измерения	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Смешанных инвестиций	единиц	0	0	0	0
Фонд рыночных финансовых инструментов	единиц	268	255	261	262
Интервальные ПИФы	единиц	13	11	10	9
Акции	единиц	2	0	0	0
Смешанных инвестиций	единиц	2	0	0	0
Товарного рынка	единиц	1	0	0	0
Фонд рыночных финансовых инструментов	единиц	8	11	10	9
Биржевые ПИФы	единиц	4	20	41	125
Фонд рыночных финансовых инструментов	единиц	4	20	41	125
Количество зарегистрированных ПИФ для квалифицированных инвесторов, в т.ч.	единиц	886	1006	1103	1378
Закрытые ПИФы	единиц	859	977	1078	1343
Долгосрочных прямых инвестиций	единиц	50	37	26	17
Ипотечный	единиц	1	0	0	0
Комбинированный фонд	единиц	519	725	898	1210
Кредитный	единиц	31	14	9	4
Недвижимости	единиц	207	166	113	88
Особо рискованных (венчурных) инвестиций	единиц	23	13	12	8
Прямых инвестиций	единиц	14	11	10	7
Рентный	единиц	5	4	3	3
Смешанных инвестиций	единиц	2	1	1	0
Фонд финансовых инструментов	единиц	5	6	6	6
Хедж	единиц	2	0	0	0
Интервальные ПИФы	единиц	27	29	25	35
Комбинированный фонд	единиц	19	24	20	26
Фонд финансовых инструментов	единиц	3	5	5	9
Фондов	единиц	1	0	0	0
Хедж	единиц	4	0	0	0
Количество компаний, имеющих лицензию УК ПИФ/АИФ	единиц	280	269	268	259
Количество УК, осуществляющих деятельность УК ПИФ/АИФ, из них:	единиц	260	257	251	241
Количество управляющих компаний, осуществляющих доверительное управление ПИФами для неквалифицированных инвесторов	единиц	140	130	122	109
Количество управляющих компаний, осуществляющих доверительное управление ПИФами для квалифицированных инвесторов	единиц	222	227	226	223
Количество компаний, имеющих лицензию СД	единиц	29	26	25	26
Количество СД, осуществляющих учет и хранение составляющего ПИФ/АИФ имущества, а также контроль за деятельностью их УК	единиц	21	20	22	22
Количество зарегистрированных АИФ	единиц	2	2	2	2
Количество владельцев паев ПИФов	ед.	1 660 360	1 897 941	3 637 917	8 735 633
Количество владельцев паев ПИФов для неквалифицированных инвесторов, в т.ч.	ед.	1 657 169	1 892 398	3 629 743	8 711 470
Закрытые ПИФы	ед.	7 375	6 692	54 388	99 627

Показатели деятельности паевых и акционерных инвестиционных фондов*	Ед. измерения	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Открытые ПИФы	ед.	570 813	741 886	1 144 143	1 913 928
Интервальные ПИФы	ед.	1 075 773	1 073 197	1 072 734	1 071 896
Биржевые ПИФы	ед.	3 208	70 623	1 358 478	5 626 019
Количество владельцев паев ПИФов для квалифицированных инвесторов, в т.ч.	ед.	3 191	5 543	8 174	24 163
Закрытые ПИФы	ед.	2 796	4 805	6 881	17 259
Интервальные ПИФы	ед.	395	738	1 293	6 904
Количество физ. лиц-владельцев паев ПИФов	человек	1 658 390	1 895 958	3 635 595	8 732 723
Количество физ. лиц-владельцев паев ПИФов для неквалифицированных инвесторов, в т.ч.	человек	1 655 981	1 891 212	3 628 243	8 709 424
Закрытые ПИФы	человек	6 878	6 306	53 960	99 210
Открытые ПИФы	человек	570 304	741 348	1 143 532	1 913 259
Интервальные ПИФы	человек	1 075 597	1 073 021	1 072 554	1 071 716
Биржевые ПИФы	человек	3 202	70 537	1 358 197	5 625 239
Количество физ. лиц-владельцев паев ПИФов для квалифицированных инвесторов, в т.ч.	человек	2 409	4 746	7 352	23 299
Закрытые ПИФы	человек	2 038	4 043	6 087	16 430
Интервальные ПИФы	человек	371	703	1 265	6 869

Количество владельцев паев ПИФ, ед.



Рис. 2. Количество владельцев паев паевых инвестиционных фондов по типам за период с 2017 по 2021 г. [4]

По данным Центрального банка России в «2021 г. чистый приток средств в ЗПИФ достиг рекордного значения в 631,6 млрд рублей. Приток средств в ЗПИФ обеспечили как физические, так и юридические лица. Так, СЧА ЗПИФ, приходящаяся на физических лиц, выросла на 27%, до 1,9 трлн руб., а на юридических лиц и инвестиционные фонды — почти в 1,5 раза, до 4,0 трлн рублей. Совокупная СЧА ЗПИФ за 2021 г. выросла на 40%, до 5,9 трлн рублей. Доля ЗПИФ в совокупной величине СЧА осталась доминирующей (83%) с большим отрывом от других типов фондов» [6, стр. 13].

Можно констатировать факт расширения участия непрофессиональных инвесторов-физических лиц в покупке паев и перетекании большого коли-

чества средств из банковских депозитов в паи инвестиционных фондов.

Достаточно большой популярностью пользуются паи закрытых паевых инвестиционных фондов. Закрытые ПИФы в России не предусматривают продажу паев новым участникам вне процедуры формирования фондов или во время дополнительной эмиссии. Предъявить пай к погашению держатель может лишь после завершения срока действия договора доверительного управления. При формировании закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости выбирается определенная стратегия развития, срок же инвестирования может варьировать от 3 до 15 лет. Отличительная особенность подобных объединений — узаконенная воз-

возможность вложения свободных капиталов в рынок недвижимости.

Имущественные активы всегда были и остаются малорискованными объектами для капиталовложений, поэтому ЗПИФы можно считать надежным инвестиционным инструментом. Но на практике может складываться иная ситуация. Существовали случаи использования инвестиционных фондов коллективного вложения в недвижимость в «серых» полузаконных схемах, например, для искусственного «раздувания» балансов банков. Например, стоимость одного пая искусственно завышалась, а сам фонд числится на балансе финансово-кредитного учреждения, что позволяло банку демонстрировать «высокую» величину своих активов.

После доработки законодательства о ПИФах в 2008 г. все ПИФы для квалифицированных инвесторов публикуют в открытых источниках данные свою финансовую отчетность.

У некоторых участников рынка иногда складывается впечатление о принадлежности паевых фондов к «теневому» сектору экономики, в связи с возможностью некоторых фондов манипулировать стоимостью активов, которыми они управляют. Поэтому некоторые инвесторы сформировали негативное отношение к ПИФам, в то время как другие инвесторы рассматривают вложения в ПИФы как финансовый инструмент, который реально может улучшить инвестиционный климат в стране.

Действующие российские ЗПИФы инвестируют средства в сферу девелопмента и приобретение готовых имущественных объектов для последующей сдачи в аренду (т.н. «рентные» фонды). Объединения подобного формата отличаются от обычных инвестиционных фондов широкой областью охвата — паевой капитал может состоять из ренты и дохода от продажи недвижимости, выручки от купли и продажи земельных участков и т.д.

Стоимость паев увеличивается при росте общего рынка недвижимости и при изменении стоимости объекта (на стадии закладки фундамента — одна цена, на стадии сдачи дома в эксплуатацию — другая).

В период кризиса с 2008 и в последующем до 2014 года рынок недвижимости продемонстрировал лучшую доходность по сравнению с рынком акций. В то время как СЧА фондов недвижимости выросло, СЧА фондов акций снизилось.

Девелоперам ЗПИФы помогают привлекать капитал для реализации проектов, частным инвесторам фонды дают возможность вкладывать свободные средства в надежный инструмент с высоким порогом на входе.

Стоимость чистых активов российских коллективных инвестиционных фондов недвижимости — 15,8 млрд долларов США (табл. 3), в то время как в Соединенных Штатах данный показатель составляет 749,5 млрд долларов. Это свидетельствует о том, что национальный рынок ПИФ в России еще очень молод и его объемы сравнительно небольшие.

Таблица 3. Сравнение данных ЗПИФов недвижимости России и REITs США

Показатель	ЗПИФ недвижимости (данные по России)	REITs (данные по США)
Время существования лет	18	61
Количество	136 для неквал. инвесторов 88 для квал. инвесторов	217
СЧА в 2021 году, в млрд долл. США	15,8 млрд.долл. США (1,1 трлн.руб. по курсу 70 руб. за 1 доллар)	749,5 млрд долларов
Возможность продажи/покупки	Паи можно приобрести в момент формирования фонда и продать при закрытии фонда (но возможно вторичное обращение)	Акции находятся в свободном обращении
Выплата дивидендов	Выплачивается не всеми управляющими компаниями, нет законодательно установленных параметров	Не менее 90% дохода ежегодно должны выплачивать в виде дивидендов

Источник: составлено на основе данных [5] и [7].

Стоит отметить, что рынок США — лидер по капитализации, и признан наиболее развитым финансовым рынком в мировом масштабе. REITs функционируют там более 50 лет и рыночные механизмы регулирования, и законодательная база давно сформировались.

Одним из важных критериев развития REITов является доверие вкладчиков. За всю историю REITs не было зарегистрировано ни одного банкротства. По словам профессора Г. Мюллера из Денверского университета REITs характеризуется меньшей волатильностью по сравнению с рынком в целом, при этом доходность превышает ставки по депозитам и опережает уровень инфляции.

Фактором, который может расцениваться в качестве стимулирования рынка ЗПИФов в России, является внесение изменений в законодательство о долевом участии в строительстве. Речь идет о поправках в № 214-ФЗ от 30 декабря 2004 г. [8], сделанных в 2018 г. и ужесточивших требования к застройщикам. Начиная с 01 июня 2019 г. все компании-застройщики обязаны использовать эскроу-счета для хранения средств вкладчиков, деньги «размораживаются» и поступают строительной фирме лишь после сдачи объекта. По мнению законодателей, данная инициатива должна повысить интерес потенциальных дольщиков к сфере инвестирования в недвижимость.

Современный рынок коллективного инвестирования в недвижимость в России является по всем признакам развивающимся рынком. Можно говорить о присутствии значительного количества качественных и позитивных изменений, но наряду с этим есть ряд проблем, носящих комплексный характер и требующих комплексного решения.

«Отечественные компании и население в целом на данный момент не рассматривают инструменты коллективного инвестирования как один из механизмов сбережения. Предпочтение отдается банковским депозитам, где ставка часто не превышает уровень инфляции» [9]. Большая часть граждан РФ не интересуется инструментами долгосрочного инвестирования, т.е. спрос со стороны этих потребителей минимальный.

Ориентированный на частных инвесторов мировой опыт функционирования ПИФов делит все рынки с коллективными инвестициями на 3 группы:

- 1) оффшорные центры. Это, например, Гонконг, Люксембург, Ирландия — рынки этих стран выступают как международные офшоры для крупных инвестиционных фондов. Особенности: льготные условия налогообложения для вкладчиков, простая регистрация фондов и стабильные экономические условия;
- 2) рынки с фондами, характеризующимися высоким уровнем развития. В данную группу входят США, Республика Корея, Япония, Канада, Австралия. Активно функционирующий фондовый рынок этих стран играет ключевую роль в сфере инвестирования и стимулирует развитие национальных экономик;
- 3) рынки уровень развития инвестиционных фондов которых умеренный. Сюда можно отнести государства Восточной и Центральной Европы, Аргентину, Норвегию, Турцию и Чили. В этих странах для привлечения инвестиций используется банковский капитал или средства пенсионных фондов. Характерная черта таких рынков — коллективные инвестиционные фонды играют в развитии экономики не столь важную роль по сравнению с иными финансовыми инструментами.

Тот уровень развития российских ПИФов, который существует сейчас, сложно отнести к какой-либо из вышеперечисленных групп. Лишь в перспективе при грамотном регулировании и стимулировании данного рынка есть вероятность включения национальных фондов в третью категорию.

Помимо решения инфраструктурных проблем для нормального функционирования рыночного сегмента коллективного инвестирования необходимо осуществить ряд дополнительных мероприятий:

- совершенствование налоговой системы в части предоставления налоговых льгот при совершении долгосрочных инвестиций. Например, отменить для частных инвесторов, приобретающих паи ПИФов, НДФЛ;
- формирование фонда с компенсационными выплатами по аналогии со страховым, защищающим вклады граждан. Получение вкладчиком каких-либо гарантий повысит привлекательность инвестиционных программ;
- повышение роли саморегулируемых организаций в деятельности управляющих компаний. Все инвестиции граждан нуждаются в регулятивном механизме. К примеру, управляющие

компании можно обязать быть членами СРО, что повысит качество предоставляемых услуг и выступит дополнительным механизмом государственного регулирования рынка;

- повышение степени финансовой грамотности населения. Многие потенциальные инвесторы плохо информированы о таком финансовом инструменте, как коллективное инвестирование в объекты недвижимости. Среди вариантов оповещения можно предложить социальную рекламу, публикации в СМИ, организацию работы общедоступного и понятного интернет-ресурса. Чтобы решить проблему невысокой финансовой грамотности, требуются совместные усилия финансовых институтов и государства.

Подводя итоги, по вопросу совершенствования рынка ПИФов в России, выделим несколько групп задач:

- 1) оптимизация инфраструктуры рынка коллективного инвестирования. Сюда относится совершенствование законодательной базы, внедрение передового опыта развитых стран с эффективно функционирующими REITs;
- 2) увеличение объемов инвестиций от частных вкладчиков посредством введения налоговых льгот, формирования компенсационного фонда, возложение регулятивной функции на СРО и повышения финансовой грамотности граждан.

Перечисленные мероприятия позволят не только стимулировать инвестиционную отрасль, но и оживить всю национальную экономику государства.

Литература

- 1 Анализ деятельности управляющих компаний в 2021 году. Обзор НАУФОР // Портал НАУФОР // Электронный ресурс // URL: <https://naufor.ru/getfile.asp?id=16796&hk=20220711> (дата обращения: 01.02.2022).
2. Указание Банка России от 31 января 2018 г. № 4713-У «О требованиях к правилам определения и раскрытия расчетной цены одного инвестиционного пая биржевого паевого инвестиционного фонда, содержащимся в договоре, на основании которого осуществляется допуск инвестиционных паев биржевого паевого инвестиционного фонда к организованным торгам».
3. Указание Банка России от 05 сентября 2016 г. № 4129-У «О составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» (Зарегистрировано в Минюсте России 15 ноября 2016 г. № 44339).
4. Динамические ряды основных показателей деятельности паевых инвестиционных фондов и акционерных инвестиционных фондов // Портал Центрального банка России // Электронный ресурс // URL: https://cbr.ru/statistics/RSCI/activity_uk_if/stat_pif_aif/ (дата обращения: 01.02.2022).

5. Динамические ряды основных показателей деятельности паевых инвестиционных фондов и акционерных инвестиционных фондов // Портал Центрального банка России // Электронный ресурс // URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/131793/PIF_AIF_stat.xlsx (дата обращения: 01.02.2022).
6. 2021 год. Обзор ключевых показателей паевых и акционерных инвестиционных фондов. Информационно-аналитический материал // Портал Центрального банка России // Электронный ресурс // URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/39840/review_pif_aif_21Q4.pdf (дата обращения: 01.02.2022).
7. Статистические данные REITов в США // Портал NAREIT.COM // Электронный ресурс // URL <https://www.reit.com/data-research> (дата обращения: 02.02.2022).
8. Федеральный закон от 30 декабря 2004 г. № 214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» (последняя редакция).
9. Шахбанов И. М. «Современное состояние и перспективы развития закрытых паевых инвестиционных фондов недвижимости в России» // Магистерская диссертация, 2020 год, // Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова // URL: <https://on.econ.msu.ru>

THE CURRENT STATE OF THE RUSSIAN MARKET OF COLLECTIVE INVESTMENT IN REAL ESTATE AND THE PROSPECTS FOR ITS DEVELOPMENT

Aleshina A. V., Shakhbanov I. M.
Lomonosov Moscow State University

The economy of any state requires investments for dynamic development. One of the key types of investments in fixed assets is investing in real estate. In the conditions of Russian reality, for a long time there was talk of stimulating this type of investment from the demand side, in particular, by implementing mortgage lending programs. But such stimulation is also possible from the other side —

from the side of market supply. We are talking about such a financial instrument as closed-end mutual investment funds (ZPIF) of real estate. If this area is developed, developers will not have to look for funds for the construction of new facilities.

Keywords: closed-end real estate mutual funds (CMIFs), REITs, escrow accounts, collective investments, real estate investments.

References

1. Analysis of the activities of management companies in 2021. Overview of NAUFOR // NAUFOR portal // Electronic resource // URL: <https://naufor.ru/getfile.asp?id=16796&hk=20220711> (accessed: 01.02.2022).
2. Bank of Russia Ordinance No. 4713-U, dated January 31, 2018, «On the requirements for the rules for determining and disclosing the settlement price of one investment unit of an exchange-traded unit investment fund contained in an agreement on the basis of which investment units of an exchange-traded unit investment fund are admitted to organized trades».
3. Ordinance of the Bank of Russia dated 05.09.2016 № 4129-U «On the Composition and Structure of Assets of Joint-Stock Investment Funds and Assets of Mutual Investment Funds» (Registered with the Ministry of Justice of Russia on 15.11.2016 № 44339).
4. Dynamic series of the main performance indicators of mutual investment funds and joint-stock investment funds // Portal of the Central Bank of Russia // Electronic resource // URL: https://cbr.ru/statistics/RSCI/activity_uk_if/stat_pif_aif/ (accessed: 01.02.2022).
5. Dynamic series of the main performance indicators of mutual investment funds and joint-stock investment funds // Portal of the Central Bank of Russia // Electronic resource // URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/131793/PIF_AIF_stat.xlsx (date of access: 01.02.2022).
6. 2021 Overview of key indicators of mutual and joint-stock investment funds. Information and analytical material // Portal of the Central Bank of Russia // Electronic resource // URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/39840/review_pif_aif_21Q4.pdf (accessed: 01.02.2022).
7. Statistical data of REITs in the USA // Portal NAREIT.COM // Electronic resource // URL <https://www.reit.com/data-research> (accessed: 02.02.2022).
8. Federal Law «On participation in shared construction of apartment buildings and other real estate objects and on amendments to certain legislative acts of the Russian Federation» dated December 30, 2004 № 214-FZ (last edition).
9. Shakhbanov I. M. «The current state and development prospects of closed-end real estate investment funds in Russia» // Master's thesis, 2020, // Faculty of Economics of Moscow State University named after M. V. Lomonosov // URL: <https://on.econ.msu.ru>

Сущность и типология цифровых финансовых активов и сопряженные с их использованием риски

Уринцов Аркадий Ильич,

д.э.н., проф., зав. кафедрой цифровой экономики
института развития информационного общества РЭУ
им. Г. В. Плеханова
E-mail: urintsov.ai@rea.ru

Зуева Софья Валерьевна,

аналитик, институт экспериментальной экономики и финансов
МГУ имени М. В. Ломоносова
E-mail: zuva2009@yandex.ru

Вопросы регулирования цифровых финансовых активов являются очень актуальными. В последние годы объемы операций с цифровыми финансовыми активами растут во всем мире. Все большее количество стран увеличивает регулирование таких операций, чтобы вывести их из «серой» зоны в «белую» регулируемую зону. Существуют различные концепции по вопросу регулирования различных цифровых финансовых активов в разных странах. В России также различаются позиции регулирующих органов по вопросу возможности использования разных видов цифровых финансовых активов в российской практике. В качестве одного из первых шагов в области регулирования этой сферы стал принятый в 2020 году закон «О цифровых финансовых активов». Закон ввел в правовое поле понятие «цифровые финансовые активы», но ряд вопросов остался неурегулированным. В частности, не решен вопрос с возможностью использования цифровых финансовых активов в качестве платежного средства внутри России.

Ключевые слова: цифровые финансовые активы, токены, криптовалюта, финтех.

Число пользователей криптовалюты растет с каждым годом, цифровые финансовые активы (ЦФА) представляют интерес не только для компаний, но и для физических лиц. Одновременно с увеличением популярности данных инструментов повышаются и требования к их использованию. Рассмотрим данную тему подробнее, принимая во внимание следующее условие: к цифровым финансовым инструментам в рамках данной статьи будем причислять помимо цифровой валюты цифровые права, такие как криптовалюту и токены.

Развитие сферы ЦФА неразрывно связано с совершенствованием законодательных актов, регламентирующих порядок движения этих финансовых инструментов. Рост числа пользователей финансовых технологий в мировом масштабе стабильно показывает положительную динамику, Россия находится на 3 месте среди государств, где активно развиваются финтехнологии — на 2021 г. показатель составил 82% [1]. Развитие сферы ЦФА касается не только финансового, но и реального экономического сектора. Пример — компания «Норникель», создавшая собственный маркетплейс. На этой цифровой платформе осуществляется выпуск и обращение ABC-токенов на палладий и никель. Руководство не собирается останавливаться, стремясь перевести 1/5 часть всей торговли металлами своей компании на платформу [2]. Вывод: даже непрямые участники финансового рынка заинтересованы в обороте ЦФА как инструментов, приносящих дополнительную прибыль.

Зачастую старт развития сферы ЦФА в России связывают с появлением криптовалюты — актива, базирующегося на цифровых технологиях с использованием блокчейна. В современном правовом поле России отсутствует идентификация криптовалюты с объектом гражданских прав. По этому поводу ведутся постоянные дискуссии, уже неоднократно поднимался вопрос утверждения законопроектов, которые выступят регуляторами обращения ЦФА.

Определение цифровых финансовых активов ввели Н. И. Романов и Н. В. Романова: «цифровые финансовые активы представляют собой такой вид активов, которые не характеризуются физической осязаемостью, но при этом могут влиять на финансовые результаты компаний» [3]. В. В. Прохоров и В. И. Пантелеев приводят другую трактовку понятия, называя цифровыми финансовыми активами все активы, которые обладают цифровой формой и основанные на технологии блокчейн [4]. Для раскрытия экономической сущности ЦФА необходимо рассматривать их с 3 разных позиций:

- как криптоактив с ценностью, уровень которой определяет социальное доверие;
- как предоплаченный финансовый продукт с ценностью, определяемой его обеспечением;

- как платежное средство с определяемой государством ценностью.

Рисунок 1 наглядно иллюстрирует классификацию ЦФА, используемую в мировом финансовом сообществе.

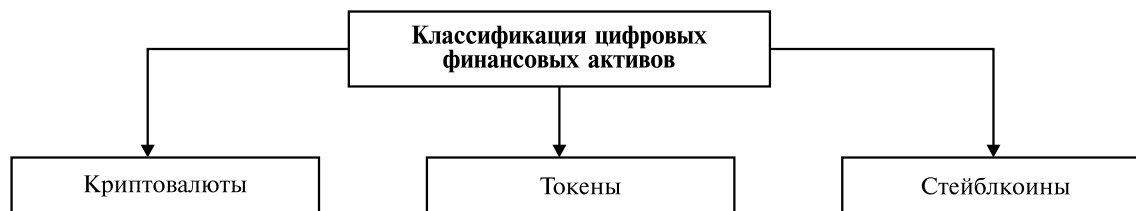


Рис. 1. Классификация цифровых финансовых активов [5]

Первый вид ЦФА — криптовалюты с отсутствующим обеспечением и юридически обязанными субъектами. Так как обеспечения нет, ценность может сильно варьировать в разные временные периоды. Определяющим фактором будет выступать не покупательская способность граждан, а уровень спроса и предложения. Зачастую все манипуляции с криптовалютой обладают спекулятивным характером, поэтому образование финансовых «пузырей» — обычное дело. Пример: в течение апреля-мая 2021 г. курс биткоина был и \$33.000, и \$63.000. Основные предпосылки формирования «пузыря» — это субъективная ценность криптоактивов, низкая ликвидность и высокая волатильность.

Рассмотрение ЦФА со второй позиции предполагает, что они — денежное обязательство оператора цифровой системы, обуславливающее право держателей к выставлению требований возврата аванса. В то же время в современных условиях РФ цифровые финансовые активы не признаны легитимным платежным средством. Получается, что принятие ЦФА в качестве средства платежа распространяется лишь на ограниченный круг лиц, в то время как деньги в силу закона принимаются всем населением страны.

Третий подход к сущности ЦФА реализуется посредством 2 направлений:

- 1) ЦФА в форме безналичных денежных средств;
- 2) ЦФА как новая денежная форма.

В отличие от традиционных денежных средств цифровые финансовые активы безналичного формата функционируют в платежных системах иного типа, имеют электронную форму существования, не предполагают наличия посредников в совершении операций, могут функционировать в единой цифровой системе. Интересный феномен: не являясь денежными средствами, ЦФА имеет все функции денег.

Одним из видов ЦФА выступает криптовалюта. Самые распространенные ее виды: Dogecoin, Bitcoin, Ripple, Ethereum, Litecoin [6]. Европейским центральным банком приводится следующая трактовка ЦФА: это цифровые денежные средства, разрабатываемые, контролируемые и используемые виртуальным сообществом. Также ЕЦБ делит цифровые финансовые активы на несколько групп:

- валюта, доступная к двустороннему обмену (пример — Биткоин);

- валюта для онлайн-игр;

- валюта с односторонним обменом (пример — мили от Аэрофлота).

Ключевая особенность ЦФА — отсутствие государственного обеспечения обязательств. Более того: государство никак не отслеживает совершаемые с ЦФА сделки.

Как уже было отмечено, один из цифровых финансовых активов (криптовалюта) формируется на основе технологии блокчейн. Блокчейн — информационная база с данными обо всех совершенных транзакциях (зачислениях, снятиях и т.п.). Все блоки взаимосвязаны между собой, каждый последующий блок будет содержать сведения о предыдущем.

Основные характеристики цифровых финансовых активов:

- 1) единый эмиссионный центр, отвечающий за выпуск и определение стоимости, отсутствует;
- 2) простота процедуры эмиссии;
- 3) посредников в транзакциях нет, а само совершение операций не имеет временных рамок (доступно 24/7);
- 4) общая доступность финансового кода обеспечивает открытость ЦФА для разработчиков.

Распространение цифровых финансовых активов ввело в обиход финансистов два новых понятия — «майнер» и «майнинг». Первый — тот, кто «добывает» криптовалюту. Второе — процесс этой самой «добычи».

Распространенный вид ЦФА — токен. Первоначально назначение токена было связано с инвестициями в новые проекты. Держатели токенов имели обязанности и полномочия наравне с акционерами. Сегодня токены по популярности опережают криптовалюты. Но при этом токены, хотя очень похожи на инвестиционный инструмент, в соответствии с действующим законодательством РФ не являются бездокументарными ценными бумагами [7].

Последние годы стали временем распространения такого вида ЦФА, как стейблкоины, именуемые также «стабильной монетой». Эмиссию этого инструмента может осуществлять любая технологическая компания, банковские учреждения и иные организации, что практикуется за рубежом. Являясь разновидностью криптовалюты, стейблкоин обла-

дает низкой волатильностью, которая обеспечивает привязку стоимости к конкретному активу — золоту, доллару, евро и т.д. Ключевые преимущества стейблкоинов:

- дают возможность продавать избытки продукции на максимально выгодных условиях;
- способствуют сокращению транзакционных издержек;
- обеспечивают более гибкие условия торговли;
- привлекают инвесторов с дополнительными источниками финансирования.

Криптовалюты и стейблкоины имеют много общего: пользование технологией блокчейн, отсутствие посредников, консенсус в процессе принятия

решений. На рисунке 2 представлена классификация стейблкоинов [8].

Обеспечением стейблкоинов могут быть фиатные валюты (например, есть стейблкоины, обеспечением которых являются американские доллары), криптовалюты, физические активы и отдельно выделяют необеспеченные алгоритмические стейблкоины, которые существуют в целях установления баланса между спросом и предложением с помощью формирования определенного программного кода [9].

Стейблкоинам присуща функция денег, они являются цифровой монетой, обеспеченной иными финансовыми активами.

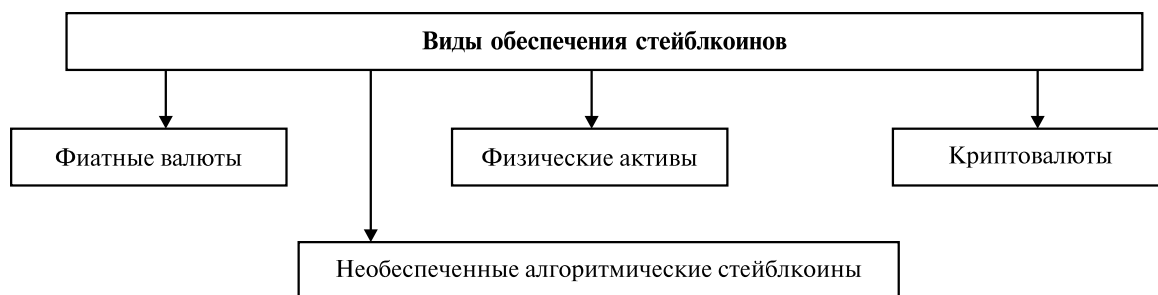


Рис. 2. Классификация стейблкоинов в зависимости от вида обеспечения

Внедрение в оборот ЦФА сопряжено с большим числом рисков. Первая проблема — отсутствие адекватных законодательных актов, которые бы четко зафиксировали понятие, статус, порядок обращения и иные аспекты в отношении цифровых финансовых активов (принятый в настоящее время Федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» не решил всех спорных вопросов). Среди остальных рисков стоит отметить следующие:

- экономическая природа ЦФА четко не определена (несмотря на принятие закона о цифровых финансовых активах в России ряд вопросов остаются неурегулированными);
- отсутствует централизованный механизм защиты участников обмена;
- высокая вероятность мошенничества.

Первая группа рисков касается таких моментов, как условия выпуска, определение волатильности и ликвидности, обеспечение прозрачности совершаемых операций. Являясь по своей сути высоколиквидными инвестиционными финансовыми инструментами, ЦФА остаются привлекательными для совершения разного рода спекулятивных схем.

Рынок обращения ЦФА не входит полностью в сферу правового регулирования в России (в частности, остается нерешенным вопрос о возможности использования ЦФА в России в качестве платежного средства), поэтому все совершаемые транзакции покупатели и продавцы осуществляют на свой страх и риск. Эта категория второй группы рисков, минимизировать которые помогла бы доработка российского законодательства и создание единой методологической базы. Отсутствие гарантий и за-

щиты — серьезные причины, сдерживающие развитие отрасли.

Третья группа рисков связана с использованием ЦФА в преступных целях, для отмывания денег и финансирования терроризма. Отследить получателей и отправителей криптовалюты практически невозможно. Поэтому для ряда стран непрозрачность финансовых операций с криптовалютой является сдерживающим фактором более широкого ее развития.

Еще одним важным моментом, сдерживающим развитие крипторынка является тот факт, что сделки с ЦФА обладают характеристикой необратимости (правда уже были кейсы, когда объединялись более 50% участников системы для согласованного внесения изменений в реестр в целях борьбы с хакерскими атаками). Если в гражданском правовом поле за некачественные товары и услуги предусмотрен возврат денег плательщику, то в сфере цифровых финансовых активов данный механизм априори не предусмотрен [3]. Скрытый характер транзакций не позволяет определить налогоплательщиков и сумму налогов, подлежащих уплате от операций с ЦФА.

В части технических рисков можно выделить высокую стоимость оборудования для производства цифровых финансовых активов и высокую энергозатратность. Согласно позиции Банка России «криптовалюта как самостоятельный объект обладает признаками финансовой пирамиды. Следовательно, ЦБ РФ и Генеральная Прокуратура пресекают деятельность сайтов в сети интернет, по размещению объявлений о приобретении цифровых финансовых активов. Несмотря на это, зарубежные страны активно практикуют использование цифровых финансовых активов, а в России к данному активу относятся настороженно» [10].

Самые распространенные схемы «пирамид» с участием криптовалют:

- 1) продвижение высокодоходных инвестиционных программ;
- 2) осуществление «облачного» майнинга;
- 3) предложение покупки scamcoins — альткоинов, которые обещают гарантированное повышение стоимости капиталов.

ЦФА сопряжены и с чисто техническими рисками: помимо проблем с программным обеспечением всегда существует вероятность внешнего воздействия — мошенничество, киберугрозы. Вообще все риски обращения ЦФА можно условно разделить на 2 большие группы:

- законодательные пробелы;
- киберугрозы.

Цифровые финансовые активы не обеспечены государственными обязательствами, имеют низкую ликвидность при высокой волатильности, также являются инвестиционными инструментами с высокой степенью риска. ЦФА — благоприятная почва для спекулятивных сделок. Отсутствие признания ЦФА в качестве законного платежного средства не предоставляет участникам обмена никаких гарантий.

Последним нормативным актом, принятым в этой сфере в России, является Федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» [11]. Закон урегулировал понятие «цифровых финансовых активов», под которым понимается сейчас: «цифровые права, включающие денежные требования, возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам, права участия в капитале непубличного акционерного общества, право требовать передачи эмиссионных ценных бумаг, которые предусмотрены решением о выпуске цифровых финансовых активов в порядке, установленном настоящим Федеральным законом, выпуск, учет и обращение которых возможны только путем внесения (изменения) записей в информационную систему на основе распределенного реестра, а также в иные информационные системы» [11] (п. 2 ст. 1 259-ФЗ).

Широкое разнообразие ЦФА усложняет регулирование данной сферы. Негативными последствиями использования данных инструментов являются: влияние ЦФА на рынок национальной валюты, сокращение объемов финансирования реального сектора экономики, отток капиталов из страны, снижение финансовой устойчивости банков и переливание средств из депозитов в ЦФА.

На данный момент на территории России используются зарубежные криптографические знаки, а платформы и системы сертифицированы и расположены за пределами России, поэтому отсутствует возможность контроля за платформами.

Подводя итог, можно отметить: цифровые финансовые активы в настоящее время не являются в России легитимным средством платежа, но являются денежными обязательствами оператора

цифровой системы. Характерными чертами этих инструментов являются отсутствие единого эмиссионного центра и посредников в транзакциях, относительно простая процедура эмиссии и возможность совершения операций в любое время дня и ночи.

Основная классификация делит ЦФА на криптовалюты, токены, стейблкоины и другие инструменты. Отсутствие обеспечения, низкая ликвидность при высокой волатильности обуславливают наличия высоких рисков процедуры обращения ЦФА.

Основные из этих рисков — законодательные и киберугрозы. Первые сопряжены с формированием благоприятных условий для разного рода спекулятивных схем, вторые связаны с наличием технических сложностей обеспечения необходимой защиты данных.

Литература

1. Что такое финтех: ответы на главные вопросы // Электронный ресурс // Режим доступа: <https://trends.rbc.ru/trends/industry/618b6f349a794772fa50adf4>. Дата доступа: 24.02.2022.
2. Центробанк одобрил блокчейн-проект «Норникеля» // Портал РБК // Электронный ресурс // URL: <https://www.rbc.ru/business/17/02/2020/5e469c089a794755bbd0989c> Дата доступа: 24.02.2022.
3. Романов Н. И., Романова Н. В. Цифровые финансовые активы и государство: контроль и безопасность // От научных идей к стратегии бизнес-развития: сборник статей-презентаций студенческих научно-исследовательских работ по проблеме «Национальная безопасность как основа конкурентоспособности и экономического роста страны». Москва: Научный консультант, 2019. Т. 1. С. 186–191.
4. Прохоров В. В., Пантелеев В. И. Цифровые финансовые активы как основа государственно-частного партнерства // Вестник Алтайской академии экономики и права. 2019. Ч. 2. № 3. С. 150–154.
5. Агеев, А. И. Криптовалюты, рынки и институты / А. И. Агеев, Е. Л. Логинов // Экономические стратегии. — 2018. — Т. 20. — № 1. — С. 94–107.
6. Савельев А. И. Юридическая дефиниция криптовалюты (обновленный вариант по результатам обсуждений дискуссий) // Zakon.ru. 2017. URL: https://zakon.ru/blog/2017/10/30/chast_1_yuridicheskaya_definicija_kriptovalyuty_obnovlennyy_variant_po_rezultatam_obsuzhdenij_i_dis_k
7. Дюдикова Е. И., Куницына Н. Н. Дискуссионные вопросы сущности цифровых финансовых активов в расчетно-платежной среде / Под ред. И. В. Пеньковой // Россия, Европа, Азия: цифровизация глобального пространства: сборник научных трудов III международного научно-практического форума (г. Невин-

номысск). — Ставрополь: СЕКВОЙЯ, 2020. С. 245–248.

8. Bullmann D., Klemm J. and Pinna A. In search for stability in crypto-assets: are stablecoins the solution? // ECB Occasional Paper Series No. 230. 2019. Available at: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb_op230~d57946be3b.en.pdf (дата обращения: 29.01.2022).
9. Greenspan G. Smart contracts and The DAO implosion. — URL: <https://www.multichain.com/blog/2016/06/smart-contracts-the-dao-implosion/> (дата обращения: 01.02.2022).
10. Зуева С. В. «Перспективы и риски использования цифровых финансовых активов и их методы регулирования» // Магистерская диссертация, 2022 год, // Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова // URL: <https://on.econ.msu.ru>
11. Федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (последняя редакция) // Электронный ресурс // Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_358753/. Дата доступа: 24.02.2022.

THE ESSENCE AND TYPOLOGY OF DIGITAL FINANCIAL ASSETS AND THE RISKS ASSOCIATED WITH THEIR USE

Urintsov A. I., Zueva S. V.

Russian Economic University. G. V. Plekhanova, Lomonosov Moscow State University

The issues of regulation of digital financial assets are very relevant. In recent years, the volume of transactions with digital financial assets has been growing all over the world. An increasing number of countries are increasing the regulation of such transactions in order to move them out of the «gray» zone into the «white» regulated zone. There are different concepts on the issue of regulating various digital financial assets in different countries. In Russia, the positions of regulatory authorities also differ on the issue of the possibility of using different types of digital financial assets in Russian practice. As one of the first steps in regulating this area, the law «On Digital Financial Assets» adopted in 2020 was adopted. The law introduced the concept of «digital financial assets» into the legal field, but a number of issues remained unresolved. In particular, the issue

of the possibility of using digital financial assets as a means of payment within Russia has not been resolved.

Keywords: digital financial assets, tokens, cryptocurrency, fintech.

References

1. What is fintech: answers to the main questions // Electronic resource // Access mode: <https://trends.rbc.ru/trends/industry/618b6f349a794772fa50adf4>. Access date: 02/24/2022.
2. The Central Bank approved the Norilsk Nickel blockchain project // RBC Portal // Electronic resource // URL: <https://www.rbc.ru/business/17/02/2020/5e469c089a794755bbd0989c> Access date: 02/24/2022.
3. Romanov N. I., Romanova N. V. Digital Financial Assets and the State: Control and Security // From Scientific Ideas to Business Development Strategy: Collection of Articles-Presentation of Student Research Papers on the Problem «National Security as a Basis for Competitiveness and Economic Growth of the Country». Moscow: Scientific consultant, 2019. Vol. 1. S. 186–191.
4. Prokhorov V. V., Panteleev V. I. Digital financial assets as a basis for public-private partnership // Bulletin of the Altai Academy of Economics and Law. 2019. Part 2. No. 3. P. 150–154.
5. Ageev, A. I. Cryptocurrencies, markets and institutions / A. I. Ageev, E. L. Loginov // Economic strategies. — 2018. — T. 20. — No. 1. — P. 94–107.
6. Saveliev A. I. Legal definition of cryptocurrency (updated version based on the results of the discussions) // Zakon.ru. 2017. URL: https://zakon.ru/blog/2017/10/30/chast_1_yuridicheskaya_definitsiya_kriptovalyuty_obnovlennyy_variant_po_rezultatam_obsuzhdenij_i_disk.
7. Dyudikova E. I., Kunitsyna N. N. Debating issues of the essence of digital financial assets in the settlement and payment environment / Ed. I. V. Penkova // Russia, Europe, Asia: digitalization of the global space: a collection of scientific papers of the III International Scientific and Practical Forum (Nevinnomyssk). Stavropol: SEKVOIA, 2020. S. 245–248.
8. Bullmann D., Klemm J. and Pinna A. In search for stability in crypto-assets: are stablecoins the solution? // ECB Occasional Paper Series No. 230. 2019. Available at: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb_op230~d57946be3b.en.pdf (Accessed: 01/29/2022).
9. Greenspan G. Smart contracts and The DAO implosion. — URL: <https://www.multichain.com/blog/2016/06/smart-contracts-the-dao-implosion/> (Accessed 02/01/2022).
10. Zueva S. V. «Prospects and risks of using digital financial assets and their methods of regulation» // Master's thesis, 2022, // Faculty of Economics of Moscow State University named after M. V. Lomonosov // URL: <https://on.econ.msu.ru>
11. Federal Law «On digital financial assets, digital currency and on amendments to certain legislative acts of the Russian Federation» dated July 31, 2020 N259-FZ (last edition) // Electronic resource // Access mode: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_358753/. Access date: 02/24/2022.

Прямые иностранные инвестиции как фактор экономического роста в странах-реципиентах

Романов Игорь Григорьевич,

магистрант, МГУ им. М. В. Ломоносова

E-mail: iromanova1409@yandex.ru

В статье исследуется вклад прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в экономический рост стран-реципиентов. Показаны основные механизмы воздействия ПИИ на экономический рост в принимающих странах: накопление физического капитала; расширение интеграции в международную торговлю; внедрение передовых технологий; повышение квалификации местной рабочей силы; подключение национальных компаний к глобальным цепочкам стоимости (ГЦС), создаваемым иностранными транснациональными корпорациями (ТНК). Выявлено, что ПИИ стимулируют структурные преобразования в экономике развивающихся стран-реципиентов, а также способствуют росту занятости, доходов и уровня жизни населения. Всё вышеперечисленное приводит к тому, что сегодня ПИИ занимают важное место в системе факторов экономического роста стран-реципиентов. В заключение анализируются меры государственной политики принимающих стран, позволяющие максимизировать позитивные социально-экономические эффекты притока ПИИ и использовать их в целях достижения устойчивого роста и содействия национальному развитию.

Ключевые слова: прямые иностранные инвестиции, страны-реципиенты, развивающиеся страны, транснациональные корпорации, глобальные цепочки стоимости, экономический рост, экономическое развитие.

Введение

Либерализация мировых финансовых рынков, активно развернувшаяся в мировой экономике с начала 1980-х гг., сопровождалась упрощением государственного регулирования деятельности иностранных инвесторов и обеспечила развитие ТНК. Неотъемлемой частью данного явления стала активизация процессов прямого инвестирования в глобальном масштабе. Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) определяет прямые иностранные инвестиции как «вид международных инвестиций, совершённых резидентом одной страны (прямым инвестором) с целью реализации своей долговременной заинтересованности в предприятии-резиденте другой страны (реципиенте прямых инвестиций)» [1, р. 11]. В официальной международной практике сложилось, что иностранные инвестиции считаются прямыми в случае приобретения инвестором, по крайней мере, 10% голосующих акций предприятия-реципиента данных инвестиций.

Именно в период либерализации в научных и политических кругах сложилось понимание того, что ПИИ способны вызывать эндогенный экономический рост в принимающих странах. При этом рост национальной экономики, стимулируемый ПИИ, может обеспечиваться как экстенсивным путём за счёт строительства фабрик, заводов, офисов и импорта оборудования иностранными фирмами, так и интенсивным путём в результате получения доступа к новым знаниям, технологиям и ноу-хау, имеющимся у зарубежных ТНК. Тем самым многие страны, особенно развивающиеся, которые в 1950–1970-е гг. придерживались политики недопущения в страну заграничных инвестиций, в последние десятилетия XX в. стали активно привлекать иностранный капитал с помощью различных финансовых стимулов и даже конкурировать за него.

Существует множество мотивов, побуждающих компании реализовывать ПИИ в процессе интернационализации своей деятельности. Во-первых, мотивы расширения рынка, которые предполагают инвестирование в производственные мощности за рубежом с целью продажи товаров и услуг компании на внутреннем рынке принимающей страны. Во-вторых, ПИИ позволяют ТНК получить доступ к дешёвым трудовым, финансовым и научно-техническим ресурсам, обеспечив снижение общих

издержек компании. В-третьих, одним из ключевых мотивов прямого иностранного инвестирования служит наличие в стране-реципиенте благоприятных условий для бизнес-деятельности с точки зрения политической, экономической и культурной среды. Наконец, ТНК часто выбирают ПИИ в качестве альтернативы экспортной стратегии выхода на внешний рынок, поскольку это позволяет им обойти установленные государствами торговые ограничения (тарифы, административные и технические барьеры и т.д.).

Чинг-Му и др. [2] выделили четыре типа ПИИ:

- ПИИ, реализуемые с целью получения доступа к природным ресурсам;
- ПИИ, реализуемые с целью расширения рынка;
- ПИИ, реализуемые с целью повышения операционной эффективности компании;
- ПИИ, реализуемые с целью получения экономических выгод за счёт приобретения стратегических активов, имеющихся у местных компаний в странах-реципиентах.

Устойчивое присутствие ТНК в большинстве стран мира актуализирует вопрос о характере и степени воздействия ПИИ на доходы, занятость и производительность в принимающих странах. Также предметом интереса выступает роль государственной политики в максимизации позитивных социально-экономических эффектов притока ПИИ.

Механизмы воздействия прямых иностранных инвестиций на экономический рост в странах-реципиентах

На сегодняшний день в научной среде не сложилось представления об однозначном позитивном или негативном влиянии ПИИ на экономический рост в принимающих странах, поскольку социально-экономические эффекты, порождаемые притоком ПИИ, неоднородны и зависят от множества факторов, таких как тип ПИИ, специфические особенности отраслей, степень технологической зрелости местных фирм, качество бизнес-среды и т.д. Тем не менее различными учёными были выявлены и проанализированы определённые механизмы воздействия ПИИ на экономический рост в странах-реципиентах.

Во-первых, ПИИ вносят вклад в ускорение роста национальной экономики принимающих стран через накопление физических элементов капитала, в результате которого в эти страны поступают новые виды капиталных благ и создаются рабочие места. Значимость данного механизма тем выше, чем менее развита производственная и внешне-торговая инфраструктура в странах-реципиентах. Так, многие страны Латинской Америки, столкнувшиеся с оттоком предпринимательского капитала в результате долговых кризисов 1980-х гг., рассматривали накопление капитала через ПИИ в качестве ключевого фактора экономического роста. Развивые страны, привлекая ПИИ, избавляют себя

от нежелательных последствий увеличения внешней задолженности, так как приток капитала через ПИИ не предполагает заимствования финансовых ресурсов с необходимостью возврата основной суммы долга с процентами.

Во-вторых, ПИИ обеспечивают повышение доли стран-реципиентов в международной торговле в результате роста числа и стоимости экспортно-импортных операций. Это обусловлено тем, что подразделения ТНК, будучи расположенными в разных странах мира, связаны между собой внутрифирменными потоками товаров и услуг. Таким образом, расширение интеграции в международную торговлю выступает одним из механизмов стимулирования экономического роста в странах-реципиентах прямых иностранных инвестиций.

Получение странами экономических выгод вследствие притока ПИИ во многом достигается за счёт деятельности иностранных ТНК в специальных экономических зонах (СЭЗ), в которых государства целенаправленно создают благоприятный бизнес-климат. Возникновение первых СЭЗ в мире приходится на 1960-е гг., но уже к середине 1970-х гг. их насчитывалось около 30 (рис. 1). При этом, начиная с 1980-х гг., количество СЭЗ стремительно возрастало вплоть до мирового экономического кризиса 2008 г., что происходило под влиянием бума ГЦС и перехода от стратегий импортозамещения к стратегиям экспортной ориентации во многих странах. К настоящему времени в мире насчитывается свыше 5000 СЭЗ, расположенных в разных государствах и регионах планеты.

В-третьих, ПИИ зачастую выступают способом передачи технологий из стран базирования ТНК в страны-реципиенты. Данный механизм имеет принципиальное значение для развивающихся и особенно наименее развитых стран, так как в большинстве из них отсутствуют необходимые навыки, ресурсы и инфраструктура для собственной разработки технологических новшеств. Внедрение международными компаниями новых технологий в национальную экономику принимающих стран стимулирует в них экономический рост за счёт:

- прямых технологических трансфертов ТНК, как импорт современного оборудования и более качественных по сравнению с существующими в странах-реципиентах технологий производства и управления;
- содействия со стороны ТНК местным поставщикам в обновлении их оборудования, улучшения потребительских свойств их продукции, обучения их сотрудников, организации совместных предприятий с ними;
- воссоздания технологий ТНК местными фирмами полностью или частично для поддержания своей конкурентоспособности.

Болаев А. В. [4] в своём исследовании выявил значимую зависимость притока ПИИ от совокупных расходов на НИОКР в таких странах, как США, Китай, Япония, Германия, Индия и Южная Корея. Автор отмечает, что на протяжении последних десяти-

летий эти страны демонстрируют эндогенный рост, поддерживаемый регулярным технологическим обновлением производства за счёт осуществления НИОКР действующими в них филиалами иностранных ТНК. Также автор указывает, что Китай достиг высоких темпов экономического роста во многом за счёт ПИИ, поскольку на предприятиях прямого

иностранного инвестирования трудится примерно четверть занятых в стране, а также ими получено около четверти всех действующих в Китае патентов. Благодаря этим предприятиям страна сегодня выступает одним из ведущих в мире экспортёров транспортного оборудования, химической продукции и электротехники.

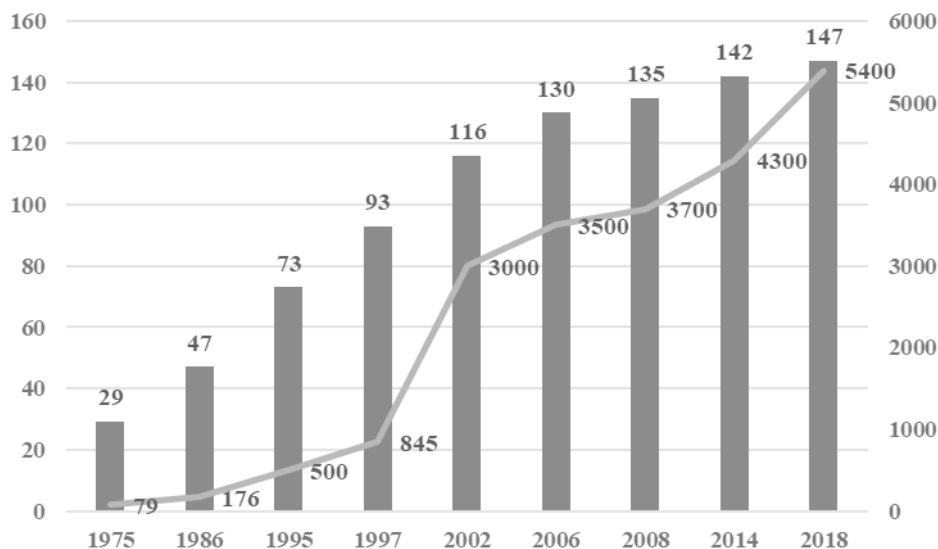


Рис. 1. Количество СЭЗ в мире (по правой оси) и государств, в которых имеются СЭЗ (по левой оси), в 1975–2018 гг.

Источник: составлено на основании данных [3].

В-четвёртых, приток ПИИ приводит к увеличению темпов экономического роста в странах-реципиентах в результате развития человеческого капитала местного населения. Местные работники, занятые в филиалах зарубежных ТНК, развивают свои профессиональные компетенции и приобретают новые навыки работы и управления в процессе взаимодействия с иностранными коллегами. Полученные знания могут попадать к работникам национальных компаний, которые связаны определёнными производственными отношениями с ТНК, работающими на местном рынке. Также следует отметить, что сотрудники иностранных фирм могут переходить на работу в местные фирмы. В результате происходит распространение новых знаний в экономике страны-реципиента (т.н. эффект перелива знаний), что стимулирует интенсивный экономический рост.

К сегодняшнему дню написано значительное количество работ, в которых авторы эмпирически проверяют воздействие ПИИ на экономический рост в странах-реципиентах. В разных исследованиях обнаруживается разный характер данного влияния, зависящий от страновой специфики и выбора контрольных переменных. При этом многие авторы указывают на нелинейный эффект воздействия ПИИ на экономический рост в странах-реципиентах, возникающий ввиду особенностей бизнес-среды и государственной политики в этих странах.

Эмпирические исследования влияния прямых иностранных инвестиций на экономический рост в странах-реципиентах

Ямсирайой и Улубашоглу [5] провели анализ воздействия ПИИ на экономический рост в странах-реципиентах, основываясь на данных по 140 странам различного уровня развития за период 1970–2009 гг. Авторы получили положительный и статистически значимый эффект как для общей выборки, так и для выборки из развивающихся стран. Парная корреляция доли чистого притока ПИИ в ВВП и темпов роста реального ВВП на душу населения составила 0,15 и 0,17 соответственно. Также было выявлено, что эффект варьируется между регионами принимающих стран сильнее, чем между отдельными странами. При этом наибольшую выгоду от привлечения ПИИ для экономического роста получают страны Западной Европы, среднюю — страны Северной и Латинской Америки, наименьшую — страны Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии. Кроме того, контролируя модель на показатели бизнес-среды стран, авторы сделали вывод, что уровень развития финансового сектора (определяемый как отношение денежной массы к ВВП) и открытость экономики (определяемая как доля внешнеторгового оборота в ВВП) являются важными факторами, определяющими способность стран-реципиентов к эффективному применению иностранного капитала в экономике.

Саиди [6] исследовал экономические эффекты ПИИ для 16 стран с низким уровнем дохода по классификации Всемирного банка за период 1990–2015 гг. В качестве контрольных переменных автор включил в модель уровень развития финансового сектора (измеряемый как объем выданных кредитов частному сектору банками в % от ВВП), внутренние инвестиции (измеряемые как валовое накопление основного капитала в % от ВВП) и уровень инфляции по ИПЦ. Было выявлено, что с увеличением доли чистого притока ПИИ в ВВП на 1 п.п. темпы роста реального ВВП на душу населения в этих странах повышаются примерно на 0,013 п.п. (эффект значим на уровне 1%). Кроме того, чем сильнее развит финансовый сектор и чем больше внутренние инвестиции, тем выше долгосрочные темпы экономического роста в этих странах. Тестирование причинно-следственной связи показало, что сами ПИИ обеспечивают развитие финансового сектора и стимулируют внутренние инвестиции в странах-реципиентах. Автор заключает, что проведение реформ финансового сектора, направленных на либерализацию движения капитала, государственная политика укрепления реального сектора, развитие человеческого потенциала, упрощение административных процедур в отношении иностранных инвесторов являются необходимыми условиями обеспечения значительного вклада ПИИ в увеличение темпов экономического роста в относительно бедных странах-реципиентах.

Чой [7] на основе данных по 80 развитым и развивающимся странам за период 1971–1995 гг., контролируя изучаемый эффект на открытость экономики, численность рабочей силы и уровень макроэкономической стабильности, показал, что между ПИИ и темпами экономического роста в странах-реципиентах существует двусторонняя причинно-следственная связь: приток ПИИ ускоряет экономический рост, и в то же время страны с быстрорастущей экономикой более привлекательны

для иностранных инвестиций. При этом влияние темпов экономического роста на приток ПИИ статистически выражено сильнее, чем влияние ПИИ на темпы экономического роста. Однако эффект воздействия ПИИ на экономический рост в странах-реципиентах исчезает после исключения из выборки стран с низким уровнем дохода и стран-членов ОЭСР с высоким уровнем дохода. Внутренние инвестиции не оказывают значимого воздействия на темпы экономического роста, однако высокие темпы роста национальной экономики стимулируют внутренние инвестиции.

Для многих развивающихся стран ПИИ играют существенную роль в экономическом развитии. Это объясняется преимущественно тем, что в большинстве из них отсутствует развитая инфраструктура финансовых рынков. В то же время комплексный анализ ПИИ как одного из главных внешних факторов экономического развития развивающихся стран важен для постановки целей государственной политики стран-реципиентов.

Влияние прямых иностранных инвестиций на экономическое развитие развивающихся стран-реципиентов

Привлечение ПИИ даёт дополнительные возможности для борьбы с бедностью в развивающихся странах-реципиентах. Особенно это наблюдается в тех государствах, где иностранные ТНК уважают и соблюдают национальное законодательство в области трудовых отношений. Связь между чистым притоком ПИИ и долей населения, живущего за чертой бедности, отражена на рис. 2. В выборку вошли 28 развивающихся стран, данные представлены за 2015 г. Можно видеть, что те страны, которые привлекают больше иностранного капитала, в среднем характеризуются более низким уровнем бедности.

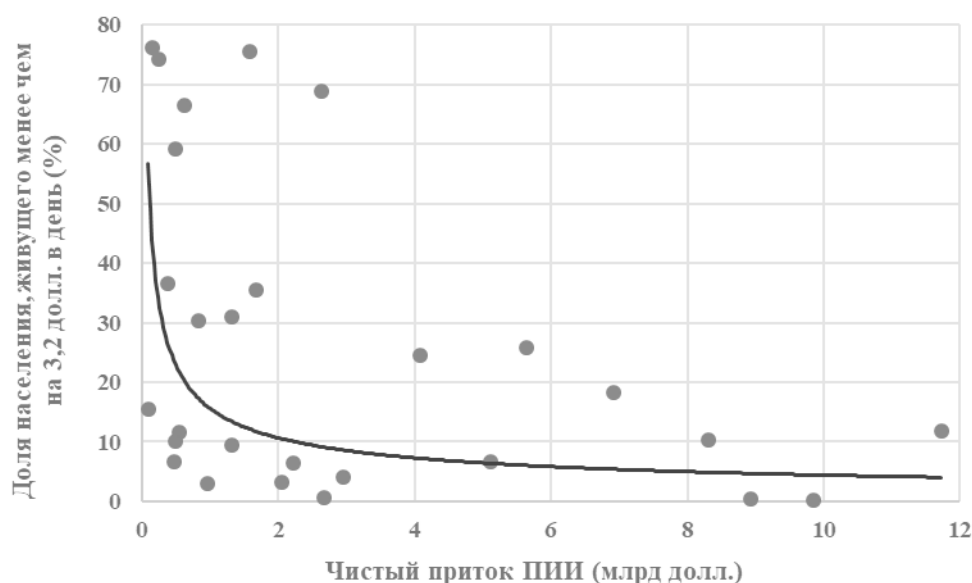


Рис. 2. Зависимость между чистым притоком ПИИ и уровнем бедности в развивающихся странах-реципиентах

Источник: составлено на основании данных [8].

Помимо влияния на сокращение бедности, ПИИ способствуют росту доходов населения в развивающихся странах-реципиентах за счёт повышения средней заработной платы по стране. Различные исследования подтверждают, что население, занятое в филиалах иностранных ТНК, получает более высокую заработную плату, чем население, занятое в местных фирмах. Можно выделить четыре основных объяснения данному феномену [9, с. 89]:

- 1) иностранные компании выше оплачивают труд одинаковой квалификации, чем местные фирмы, чтобы сформировать внутри страны положительное общественное мнение о себе;
- 2) иностранные компании платят повышенную заработную плату, чтобы сотрудник выбрал работу у них, а не в отечественных фирмах;
- 3) более высокая заработная плата, которую выплачивают иностранные компании, является для них способом снизить текучесть рабочей силы;
- 4) иностранные компании предлагают более высокую заработную плату для того, чтобы привлечь высококвалифицированных специалистов.

ПИИ нередко содействуют структурной трансформации экономики развивающихся стран-реципиентов. Это объясняется тем, что правительства этих стран, как правило, включают привлечение ПИИ в стратегии развития определённых отраслей экономики. Кроме того, внедрение новых технологий, приносимых зарубежными ТНК, и вовлечение местных фирм в глобальные производственно-сбытовые цепочки международных компаний стимулируют процессы индустриализации в развивающихся странах-реципиентах. Если при этом ПИИ осуществляются в сборочные и сервисные стадии ГЦС, то развивающиеся страны, принимающие производство, также получают возможность обеспечить перемещение ресурсов из наименее производительных отраслей национальной экономики в наиболее производительные отрасли.

Существует множество примеров успешного использования ПИИ на цели структурной трансформации экономики развивающихся стран-реципиентов. В частности, Южная Корея в 1950–1970-е гг. привлекала значительные объёмы ПИИ в зарождающуюся текстильную промышленность. В стране был создан ряд совместных предприятий с Японией по изготовлению одежды. Первоначально текстиль поставлялся в Южную Корею из Японии, но уже начиная с 1980-х гг. южнокорейские компании, освоившие к тому времени японские технологии, стандарты маркетинга и управленческие ноу-хау, стали развивать собственные НИОКР в текстильной промышленности и налаживать своё производство текстиля, что обеспечило развитие южнокорейской швейной промышленности.

Коста-Рика в 1990-е гг. в ходе осуществления экспортоориентированной индустриализации создавала благоприятные условия для привлечения ПИИ в высокотехнологичное производство.

В 1998 г. американская ТНК «Интел» (Intel) открыла в ней завод по сборке и тестированию микропроцессоров, что позволило стране нарастить объёмы экспорта продукции электронной промышленности. Кроме того, начиная с 2000-го г., компания развивала в Коста-Рике инженерные, логистические, маркетинговые и ИТ-услуги. К тому времени, как завод был закрыт в 2014 г., страна уже специализировалась в основном на сервисных операциях в ГЦС «Интел» и поставляла значительный объём услуг на мировой рынок. При этом компания активно проводила совместные НИОКР с местными производителями чипов, микросхем и других электронных компонентов. Таким образом, деятельность «Интел» послужила отправной точкой в становлении и развитии современной отрасли программного обеспечения в Коста-Рике.

Во всех изложенных примерах огромную роль в максимизации выгод от привлечения ПИИ для экономического роста и развития играла национальная государственная политика стран-реципиентов. В развивающихся странах она всегда является неотъемлемым элементом стратегий экономического развития.

Государственная политика стран-реципиентов как ключевое условие обеспечения благоприятного воздействия притока прямых иностранных инвестиций на экономический рост

Для того чтобы привлечение ПИИ приносило значительные «плоды» с точки зрения поддержания устойчивого экономического роста, государственная политика стран-реципиентов должна быть направлена, в первую очередь, на повышение степени участия в мировых процессах прямого инвестирования. Этого можно добиться только в том случае, если правительства стран-реципиентов предпринимают необходимые усилия по улучшению качества бизнес-среды, что создаёт прочную и надёжную основу для организации деятельности зарубежных ТНК в данных странах. В этой связи важное значение будут иметь такие меры государственной политики принимающих стран, как инвестиции государства в производственную и социальную инфраструктуру, реализация налогового стимулирования деятельности иностранных инвесторов в определённых отраслях экономики, обеспечение координации внешнеторговой и инвестиционной политики государства, а также повышение прозрачности ведения бизнеса в стране и укрепление политической легитимности.

Так, Хаят [10] исследовал влияние ПИИ на скорость экономического роста стран-реципиентов при контроле за определёнными показателями институциональной среды и обнаружил, что с ростом качества институтов в принимающих странах благоприятное воздействие притока ПИИ на темпы экономического роста усиливается. В качестве рекомендаций для политики государств-реципиентов

автор акцентирует внимание на необходимости соблюдения принципа верховенства закона, борьбы с коррупцией и повышения эффективности работы центрального правительства.

Немаловажное значение имеет направленность государственной политики стран-реципиентов на усиление компетенций местных компаний, в частности, на обучение и переподготовку кадров с целью развития человеческого капитала. Это подтверждается исследованием Боренштейна и др. [11], которые эмпирически выявили следующую закономерность: снижение запаса человеческого капитала в странах-реципиентах сокращает позитивный эффект воздействия ПИИ на экономический рост в этих странах вплоть до нуля, но по мере накопления человеческого капитала этот эффект повышается и становится статистически значимым. Это приводит авторов к выводу о том, что внедрение передовых технологий путём привлечения ПИИ способствует ускорению экономического роста в принимающих странах только в случае наличия возможности у местных фирм качественно и эффективно применить эти технологии в собственном производстве, а для этого, как утверждают авторы, необходима активная государственная политика в сфере образования и подготовки кадров.

Также следует отметить, что государство стран-реципиентов должно выявить те отрасли национальной экономики, продукция которых является наиболее конкурентоспособной на мировом рынке, и стимулировать отечественные предприятия входить в ГЦС в этих отраслях. В то же время государственная политика принимающих стран должна быть нацелена на продвижение местных фирм вверх по глобальным производственно-сбытовым цепочкам зарубежных ТНК к операциям с высокой добавленной стоимостью.

Итак, именно от руководства стран-реципиентов во многом зависит то, насколько выгодным для национальной экономики является привлечение ПИИ. Государство, поощряя сотрудничество местных фирм с международными компаниями в рамках ГЦС, добивается этим максимально эффективного использования ПИИ на цели экономического роста и развития.

Заключение

Из проведённого анализа следует вывод, что приток прямых иностранных инвестиций способствует повышению темпов экономического роста в странах-реципиентах. При этом воздействие ПИИ на экономику принимающих стран носит долгосрочный характер, будучи обусловлено не только накоплением физического капитала и созданием дополнительных рабочих мест, но также развитием человеческого капитала и ростом высокотехнологической составляющей национального выпуска. Важным выводом также является то, что экономический рост, генерируемый за счёт притока ПИИ, имеет эндогенную природу, поскольку в значитель-

ной степени зависит от способности местных компаний осваивать новые технологии и усваивать профессиональные компетенции.

Развивающиеся страны имеют обширный потенциал для обеспечения догоняющего развития благодаря деятельности иностранных инвесторов, способствующей ускорению структурных преобразований в национальной экономике, сокращению уровня бедности, повышению средней заработной платы в стране и росту производительности труда и капитала.

Фундаментальное значение для получения странами-реципиентами экономических выгод от участия иностранных инвесторов в национальном производстве и оказании услуг имеет их государственная политика. В связи с этим руководящие органы принимающих стран должны чётко осознавать приоритеты национального экономического развития и место ПИИ в них, а также содействовать формированию особых навыков и компетенций с тем, чтобы страна имела возможность с наибольшей выгодой для собственной экономики «играть» на мировом инвестиционном поле.

Таким образом, при надлежащей государственной политике ПИИ могут обеспечивать экономическое и финансовое развитие стран, принимающих производство в рамках процессов прямого иностранного инвестирования. Тем не менее за последнее десятилетие динамика мировых потоков ПИИ оставалась неустойчивой. Пандемия COVID-19 привела к кардинальной трансформации международного движения предпринимательского капитала. В современных условиях требуется адаптация старых и поиск новых механизмов воздействия прямых зарубежных инвестиций на экономический рост в странах-реципиентах.

Литература

1. Benchmark Definition of Foreign Direct Investment. Fourth edition. OECD, 2008.
2. Ching-Mu C., Melachroinos K., Chang K. FDI and local economic development: the case of Taiwanese investment in Kunshan // *European Planning Studies*. — 2010. — № 18(2). — P. 213–238.
3. World Investment Report 2019. Special Economic Zones. — Geneva: UN, 2019.
4. Болаев А. В. Привлечение прямых иностранных инвестиций как фактор внедрения зарубежных технологий в стране-реципиенте в условиях экономической глобализации // *Управление экономическими системами: электронный научный журнал*. — 2014. — № 4. — С. 1–13.
5. Iamsiraroj S., Ulubaşoğlu M. A. Foreign direct investment and economic growth: A real relationship or wishful thinking? // *Economic Modelling*. — 2015. — № 51. — P. 200–213.
6. Saidi K. Foreign direct investment, financial development and their impact on the GDP growth in low-income countries // *International Economic Journal*. — 2018. — № 3(32). — P. 483–497.

7. Choe J. I. Do foreign direct investment and gross domestic investment promote economic growth? // *Review of Development Economics*. — 2003. — № 7(1). — P. 44–57.
8. World Development Indicators | DataBank. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (дата обращения: 16.05.2022).
9. Михайлова А. А. Роль прямых иностранных инвестиций в экономике стран-реципиентов // *Экономическая наука современной России*. — 2009. — № 3(46). — С. 84–93.
10. Hayat A. Foreign direct investments, institutional quality and economic growth // *The Journal of International Trade & Economic Development*. — 2019. — № 5(28). — P. 561–579.
11. Borensztein E., De Gregorio J., Lee J. — W. How does FDI affect economic growth? // *Journal of International Economics*. — 1998. — № 1(45). — P. 115–135.

FOREIGN DIRECT INVESTMENT AS A FACTOR OF ECONOMIC GROWTH IN RECIPIENT COUNTRIES

Romanov I. G.

Lomonosov Moscow State University

The article examines the contribution of foreign direct investment (FDI) to economic growth in host countries. The major mechanisms of FDI-growth relationship in recipient economies are shown: capital accumulation; integration into international trade flows; technology transfer; local employees training; increased participation of national companies in global value chains (GVCs) created by foreign transnational corporations (TNCs). The study reveals that FDI encourages structural transformation in recipient developing economies, increases employment, raises income and living standards of the population. All of the above leads to the fact that FDI occupies an important place in the system of economic growth factors of host countries. In conclusion the paper provides state policy measures of

recipient economies which should be implemented in order to maximize FDI benefits and use them to achieve sustainable growth and promote economic development.

Keywords: foreign direct investment, recipient countries, developing countries, transnational corporations, global value chains, economic growth, economic development.

References

1. Benchmark Definition of Foreign Direct Investment. Fourth edition. OECD, 2008.
2. Ching-Mu C., Melachroinos K., Chang K. FDI and local economic development: the case of Taiwanese investment in Kunshan // *European Planning Studies*. — 2010. — № 18(2). — P. 213–238.
3. World Investment Report 2019. Special Economic Zones. Geneva: UN, 2019.
4. Bolaev A. V. Attracting foreign direct investment as a factor of the introduction of foreign technologies in a recipient country in the context of economic globalization // *Management of Economic Systems: Electronic Scientific Journal*. — 2014. — № 4. — P. 1–13.
5. Iamsiraroj S., Ulubaşoğlu M. A. Foreign direct investment and economic growth: A real relationship or wishful thinking? // *Economic Modelling*. — 2015. — № 51. — P. 200–213.
6. Saidi K. Foreign direct investment, financial development and their impact on the GDP growth in low-income countries // *International Economic Journal*. — 2018. — № 3(32). — P. 483–497.
7. Choe J. I. Do foreign direct investment and gross domestic investment promote economic growth? // *Review of Development Economics*. — 2003. — № 7(1). — P. 44–57.
8. World Development Indicators | DataBank. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (accessed: 16.05.2022).
9. Mikhailova A. A. The role of foreign direct investment in the economy of recipient countries // *Economic Science of Modern Russia*. — 2009. — № 3(46). — P. 84–93.
10. Hayat A. Foreign direct investments, institutional quality and economic growth // *The Journal of International Trade & Economic Development*. — 2019. — № 5(28). — P. 561–579.
11. Borensztein E., De Gregorio J., Lee J. — W. How does FDI affect economic growth? // *Journal of International Economics*. — 1998. — № 1(45). — P. 115–135.