

ACADEMIA DE STUDII ECONOMICE A MOLDOVEI

C.Z.U.:336.581:339.727.22(478)(043)

ECATERINA GHERMAN

**ОЦЕНКА ФОРМИРОВАНИЯ И РАЗВИТИЯ
ИНВЕСТИЦИОННОГО МЕХАНИЗМА РЕСПУБЛИКИ
МОЛДОВА**

Специальность: 522.01 – Финансы

Teză de doctor în științe economice

Научный руководитель:

**Cobzari Ludmila,
doctor habilitat,
profesor universitar,**

Автор:

Gherman Ecaterina

КИШИНЕВ, 2018

© **Gherman Ecaterina, 2018**

Содержание	Стр.
АННОТАЦИЯ	7
ADNOTARE	8
ANNOTATION	9
СПИСОК АББРЕВИАТУР	10
ВВЕДЕНИЕ	11
1. ТЕОРИТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИНВЕСТИЦИОННОГО МЕХАНИЗМА В КОНЦЕПЦИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА	20
1.1 Инвестиции как фактор экономического роста – теоретический аспект анализа	20
1.2 Методологические основы построения инвестиционного механизма Республики Молдова	34
1.3 Прямые иностранные инвестиции как основной объект инвестиционного механизма Республики Молдова	44
1.4 Выводы к главе 1	52
2. ПРАВОВОЕ И РЕСУРСНОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ В РЕСПУБЛИКЕ МОЛДОВА КАК ОСНОВОПОЛАГАЮЩИЕ СТРУКТУРНЫЕ СОСТАВЛЯЮЩИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО МЕХАНИЗМА	56
2.1 Правовое и методическое обеспечение управления основным объектом инвестиционного механизма Республики Молдова – ПИИ	56
2.2 Финансовый анализ ресурсной составляющей инвестиционного механизма	70
2.3 Возможности привлечения инвестиционных ресурсов через фондовый рынок как элемент ресурсного обеспечения инвестиционного механизма	89
2.4 Выводы к главе 2	113
3. ОПТИМИЗАЦИЯ ИНСТРУМЕНТОВ ИНВЕСТИЦИОННОГО МЕХАНИЗМА РЕСПУБЛИКИ МОЛДОВА	117
3.1 Оценка инвестиционного потенциала и инвестиционных рисков как основа формирования мотивационного блока инвестиционного механизма	117
3.2 Определение приоритетных направлений и отраслей для привлечения ПИИ как основополагающая составляющая построения эффективного инвестиционного механизма	137
3.3 Выводы к главе 3	151
ВЫВОДЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ	153
БИБЛИОГРАФИЯ	163
ПРИЛОЖЕНИЯ	

Приложение 1. Макроэкономические показатели Республики Молдова за 1996-2015 гг.	177
Приложение 2. Расчет инвестиционного мультипликатора применительно к экономике Республики Молдова (1996-2015гг.)	178
Приложение 3. Расчет инвестиционного акселератора применительно к экономике Республики Молдова (1996-2015гг.)	179
Приложение 4. Норма валового накопления основного капитала ведущих экономик мира и Республики Молдова, % от ВВП	180
Приложение 5. Структура инвестиций в основной капитал по видам экономической деятельности в Республике Молдова в 2004-2014 году, %	181
Приложение 6. Теория конкурентных преимуществ стран (Портер)	183
Приложение 7. Теория жизненного цикла товара (Вернон)	184
Приложение 8. Концепция «летающих гусей» (Акамацу)	185
Приложение 9. Эклектическая теория – OLI (Ownership-Location-Internalization)	186
Приложение 10. Перечень факторов, оказывающих влияние на ПИИ в соответствии с теориями прямых иностранных инвестиций	187
Приложение 11. Система факторов, определяющих спрос на инвестиции в реальный капитал и альтернативные активы	189
Приложение 12. Сводные данные платежного баланса Республики Молдова за период 2011-2015 годы	190
Приложение 13. Классификация инвестиций	191
Приложение 14. Классификация хозяйствующих субъектов	192
Приложение 15. Принципиальная схема структурных составляющих инвестиционного механизма	193
Приложение 16. Анализ целей инвестиционного механизма Республики Молдова	194
Приложение 17. Типология ПИИ по Дж. Даннингу (группа 1 и 2) и по К.Экхольму	196
Приложение 18. Мотивы, определяющие осуществление различных видов ПИИ согласно теории OLI и типологии ПИИ Дж. Даннинга	198
Приложение 19. Интеграционные объединения, в которых состоит Республика Молдова	199
Приложение 20. ПИИ, накопленные в Республике Молдова за период 2009-2015 гг. (по странам) / Наличие соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений между Республикой Молдова и страной инвестора	200
Приложение 21. Юрисдикции признанные оффшорными, по мнению МВФ и ОЭСР	204
Приложение 22. Перечень юрисдикций, не отвечающих международным стандартам прозрачности (принятый в Республике Молдова)	206
Приложение 23. Схема правового обеспечения инвестиционного механизма Республики Молдова	207
Приложение 24. Структура типового соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений	208

Приложение 25. Метод налоговых освобождений	209
Приложение 26. Метод налоговых кредитов	210
Приложение 27. Структура типовой модельной налоговой конвенции ОЭСР	211
Приложение 28. Налоговые ставки на дивиденды, проценты и роялти, применяемые согласно договорам об избежании двойного налогообложения между Республикой Молдова и другими странами (всего 48 договоров)	213
Приложение 29. Ранжированный (по уровню максимальной предельной налоговой ставки на дивиденды) перечень договоров об избежании двойного налогообложения Республики Молдова	215
Приложение 30. ПИИ, накопленные в Республике Молдова в 2015 г. (по странам) /Наличие договора об избежании двойного налогообложения между Республикой Молдова и страной инвестора	216
Приложение 31. Условия преференциального доступа к рынкам стран-членам ЕС отдельных групп товаров, произведенных в Республике Молдова в рамках Соглашения об ассоциации между Европейским Союзом и Европейским сообществом по атомной энергии и их государствами-членами, и Республикой Молдова	217
Приложение 32. Механизм «Против обхода закона», предусмотренный Соглашением об ассоциации между Европейским Союзом и Европейским сообществом по атомной энергии и их государствами-членами, и Республикой Молдова в отношении сельскохозяйственной продукции и переработанной сельскохозяйственной продукции, импортируемой из Республики Молдова на территорию стран-членов ЕС	218
Приложение 33. Условия преференциального доступа к рынку Республики Молдова отдельных групп товаров в рамках Соглашения об ассоциации между Европейским Союзом и Европейским сообществом по атомной энергии и их государствами-членами, и Республикой Молдова (620 товарных позиций по ТН ВЭД)	219
Приложение 34. Перечень трансграничных услуг, разрешенный для оказания экономическими агентами стран-членов ЕС и Республики Молдова на территории другой страны или экономическим агентам другой страны	221
Приложение 35. Количество услуг по группам услуг, по которым установлен запрет или ограничение для оказания экономическими агентами Республики Молдова на территории стран-членов ЕС и резидентам стран-членов ЕС (по странам-членам ЕС)	222
Приложение 36. Система источников финансирования инвестиций на макро - и микроуровне в рамках формирования системы ресурсного обеспечения инвестиционного механизма	224
Приложение 37. Источники формирования бюджетных средств для финансирования инвестиций в рамках формирования системы ресурсного обеспечения инвестиционного механизма	225
Приложение 38. Рыночная фондовая капитализация в региональном масштабе	226
Приложение 39. Ротация фондовых бирж по уровню капитализации за период 2003 – 2015 гг.	228

Приложение 40. Отраслевые тренды IPO по регионам мира в 2015 году	230
Приложение 41. Принципиальная схема организационной системы размещения акций МСП на фондовом рынке	232
Приложение 42. Направления оценки и показатели, оцениваемые при составлении отчета Doing Business	233
Приложение 43. Динамика притока ПИИ и значение индекса BRS (индекс BERI) за период 2009-2015 гг. (по странам)	234
Приложение 44. Ранжирование ежегодного притока прямых иностранных инвестиций (X) и значений индекса BRS (Y) для расчета рангового коэффициента Спирмена	235
Приложение 45. Расчет коэффициента Спирмена за период 2009-2015 гг.	237
Приложение 46. Текущие и прогнозные показатели рисков инвестирования в Республику Молдова и другие страны мира по методике BERI (индекс BRS)	239
Приложение 47. Программный код для расчета индикатора вертикальной специализации VS для Республики Молдова за период 2010-2014	240
Приложение 48. Индикатор вертикальной специализации VS для Республики Молдова и других стран за 2011 год	242
Приложение 49. Индикатор вертикальной специализации VS по видам экономической деятельности для Республики Молдова за период 2010-2014, %	243
Приложение 50. Программный код для расчета индикатора вертикальной специализации VS1 для Республики Молдова за 2011 год	247
Приложение 51. Инвестиционные стимулы в Сербии	249
Приложение 52. Acte de implementare a rezultatelor cercetării	250
ДЕКЛАРАЦИЯ ОБ ОТВЕТСТВЕННОСТИ	253
CV АВТОРА	254

АННОТАЦИЯ

к докторской диссертации «Оценка формирования и развития инвестиционного механизма Республики Молдова», Герман Екатерина, Кишинев, 2018, специальность 522.01. Финансы

Докторская диссертация была разработана на кафедре «Финансы и страхование», Академии Экономических Знаний Молдовы (МЭА) и состоит из введения, 3-х глав, заключения и рекомендаций, библиографии из 184 источников, 52 приложений, 153 страниц базового текста, 27 таблиц, 2 графиков, 17 диаграмм, 10 схем, 9 формул. Исследования отображены в 12 научных публикациях.

Ключевые слова: инвестиции, инвестиционный механизм, прямые иностранные инвестиции, глобальные цепочки добавленной стоимости, инвестиционные ресурсы.

Область исследования диссертации представляет собой Финансы

Основной целью данной работы является исследование формирования и развития инвестиционного механизма в Республике Молдова, а также выявление путей повышения эффективности работы инвестиционного механизма Республики Молдова.

Задачи исследования: обобщить и сгруппировать теоретическую базу инвестиционного механизма; определить характер и интенсивность влияния инвестиций на экономический рост в Республике Молдова; рассмотреть методологические основы построения инвестиционного механизма; определить оптимальность объектов и целей инвестиционного механизма Республики Молдова, представленных в инвестиционной стратегии; рассмотреть правовое и методическое обеспечение управления основным объектом инвестиционного механизма Республики Молдова – прямыми иностранными инвестициями (ПИИ); проанализировать особенности формирования и функционирования системы ресурсного обеспечения инвестиционных процессов в Республике Молдова как основной составляющей инвестиционного механизма; выявить возможности привлечения инвестиционных ресурсов через фондовый рынок как элемент ресурсного обеспечения инвестиционного механизма Республики Молдова; провести оценку инвестиционного потенциала и инвестиционных рисков с целью формирования мотивационного блока инвестиционного механизма Республики Молдова; определить приоритетные направления и отрасли для привлечения ПИИ.

Научная новизна исследования состоит в: уточнении концепции содержания понятия «инвестиционный механизм»; формировании и рекомендациях к применению в Республике Молдова эталонной структуры инвестиционного механизма; определении и формировании иерархической последовательности целей инвестиционного механизма Республики Молдова по приоритетным видам ПИИ в соответствии с типологией ПИИ Дж. Даннинга и К. Экхольма, особенностями текущей структуры ПИИ в Республике Молдова и целями экономического развития Республики Молдова; доказательстве и обосновании необходимости и возможности адаптации инструментария, применяемого при расчете индексов BERI, для использования в качестве основы формирования национальной рейтинговой системы оценки инвестиционных рисков; определении и предложении в качестве приоритетов резервных для МСП Республики Молдова источников привлечения инвестиционных ресурсов – инвестиционных ресурсов фондовых рынков Азиатско-Тихоокеанского региона; выделении и применении математического инструментария для определения места Республики Молдова в глобальных цепочках добавленной стоимости с целью формирования секторальных приоритетов и типов ПИИ; предложении новой для Республики Молдова методологии определения приоритетного типа ПИИ с целью внесения корректировок в национальную инвестиционную стратегию Республики Молдова.

Решаемая научная проблема состоит в формировании и структурировании целостной модели инвестиционного механизма на основании анализа отдельных элементов инвестиционного механизма, определив эффективность их функционирования и степень их взаимодействия; а также в разработке предложений для усовершенствования функционирования отдельных элементов инвестиционного механизма и путей оптимизации инвестиционного механизма Республики Молдова в целом.

Теоретическая и практическая значимость исследования заключается разработке эталонной структуры инвестиционного механизма и методологии построения эффективного инвестиционного механизма для отдельной страны, в том числе применимой и для Республики Молдова. Результаты исследования могут применяться для реализации целей Национальной стратегии привлечения инвестиций.

Внедрение научных результатов: необходимость внедрения результатов проведенного исследования была подтверждена Организацией по привлечению инвестиций и продвижению экспорта (MIEPO), Национальной комиссией по финансовому рынку, Академией Экономических Знаний Республики Молдова.

ADNOTARE

Gherman Ecaterina: Evaluarea formării și dezvoltării mecanismului investițional al Republicii Moldova , teză de doctor în științe economice , specialitatea 522.01 Finanțe , Chișinău , 2018

Teza de doctor în științe economice a fost elaborată în cadrul catedrei „Finanțe și Asigurări” a ASEM și include introducere, 3 capitole, concluzii generale și recomandări, bibliografia din 184 titluri , 52 anexe , 153 pagini text de bază , 27 tabele , 2 figuri și 9 formule . Cercetările sunt reflectate în 12 publicații științifice.

Cuvinte-cheie: investiții, mecanism investițional, investiții străine directe, lanțuri globale de valori adăugate, resurse investiționale.

Domeniul de studiu al tezei – Finanțe.

Scopul lucrării constă în dezvoltarea mecanismului investițional în Republica Moldova precum și determinarea căilor de creștere a eficienței funcționării mecanismului investițional în Republica Moldova.

Obiectivele tezei : generalizarea și gruparea bazei teoretice cu privire la mecanismul investițional; determinarea caracterului și intensității influenței investițiilor la creșterea economică în Republica Moldova ; examinarea bazei metodologice de formarea mecanismului investițional în Republica Moldova ; determinarea scopului și obiectivelor mecanismului investițional din Republica Moldova, care sunt incluse în strategia investițională; examinarea asigurării juridico-legale și metodice a gestiunii investițiilor străine directe; analiza specificului formării și funcționării sistemului de asigurare cu resurse a proceselor investiționale în Republica Moldova, drept componentă principală al mecanismului investițional; determinarea posibilităților de atragere a surselor investiționale prin intermediul pieței de capital drept element de asigurare cu resurse a mecanismului investițional din Republica Moldova; efectuarea evaluării potențialului investițional și ale riscurilor investiționale pentru a crea un bloc motivațional al mecanismului de investiții al Republicii Moldova; determinarea ramurilor prioritare pentru atragerea investițiilor străine directe.

Noutatea și originalitatea științifică constă în : elaborarea structurii model a mecanismului investițional pentru Republica Moldova; determinarea și elaborarea consecutivității ierarhice ale obiectivelor mecanismului investițional al Republicii Moldova; demonstrarea necesității și posibilității adaptării instrumentarului aplicat în calculul indicatorului BERI pentru utilizarea acestuia în calitate de fundament la formarea sistemului de rating național în vederea evaluării riscurilor investiționale; propunerea unei scheme noi de formare a blocului de asigurare cu resurse a mecanismului investițional în Republica Moldova; determinarea și aplicarea instrumentarului matematic în vederea determinării locului Republicii Moldova în lanțul global de valoare adăugată.

Problema științifică importantă soluționată constă în elaborarea și structurarea modelului unificat al mecanismului investițional în baza analizei anumitor elemente ale acestuia determinând eficiența funcționării acestora și nivelul de interacțiune ,precum și căile de optimizare a mecanismului investițional al Republicii Moldova.

Semnificația teoretică și valoarea aplicativă a tezei constau în elaborarea structurii model a mecanismului investițional și a metodologiei de elaborare a unui mecanism investițional eficient pentru un stat anumit care poate fi aplicat și în Republica Moldova. Rezultatele cercetării pot fi utilizate la realizarea obiectivelor Strategiei naționale de atragere a investițiilor.

Implementarea rezultatelor științifice Cele mai importante rezultate ale cercetării au fost acceptate spre implementare în cadrul CNPF , MIEPO și în activitatea didactică în cadrul ASEM fiind confirmate prin acte de implementare.

ANNOTATION

Gherman Ekaterina: “Investment Mechanism Analysis of the Republic of Moldova: Formation and Development”, PhD thesis in economics, specialty 522.01. Finance, Chisinau, 2018

The thesis was developed at the Department “Finance and Insurance”, ASEM and includes introduction, 3 chapters, conclusion and recommendations, bibliography consisting of 184 sources, 52 annexes, 153 pages of main text, 27 tables, 2 graphs, 9 formulas. The results of research reflecting in 12 scientific publications.

Key words: investment, investment mechanism, foreign direct investment, global value add chains, investment resources.

Field of study of this thesis is Finance

The subject of the research is to analyze the special aspects of formation and development of Investment Mechanism of the Republic of Moldova as well as to find the way to improve the effectiveness of investment mechanism functioning.

Objectives of the thesis: to structure the theoretical fundamentals of the investment mechanism, to identify the intensity of the investment influence on economic growth in Republic of Moldova, to analyze the methodical fundamentals of the investment mechanism creation, to identify the expediency of the objects and objectives of investment mechanism of Republic of Moldova declared in the investment strategy; to analyze the legal bases for foreign direct investment management; to analyze the specific of creating and functioning of the resource provision for investment processes in the Republic of Moldova; to estimate the investment potential and investment risks in order to create motivational part of the investment mechanism of the Republic of Moldova; to identify the top-priority economic sectors for foreign direct investment.

Scientific **novelty and originality** consists of: clarifying the concept of the content of "investment mechanism"; formation and recommendations to the application in the Republic of Moldova of the reference structure of the investment mechanism; identification and formation of the hierarchical sequence of the objectives of the investment mechanism of the Republic of Moldova in priority types of FDI in accordance with the FDI typology of J. Dunning and K. Eckholm, the peculiarities of the current structure of FDI in the Republic of Moldova and the objectives of the economic development of the Republic of Moldova; proof and justification of the need and the possibility of adapting the tools used in the calculation of the BERI indices for use as the basis for the formation of a national rating system for assessing investment risks; allocation and application of mathematical tools for determining the place of the Republic of Moldova in global value chains with a view to formulate sectoral priorities and types of FDI; using new methodology for the Republic of Moldova to determine the priority type of FDI with a view to making adjustments to the national investment strategy of the Republic of Moldova..

Important scientific issue solved consists in the creation and structuring of the complex model of the investment mechanism basing on the analysis of the separate elements of the investment mechanism as well as in the development of the ideas to improve the functioning of each investment mechanism element and to optimize the investment mechanism of the Republic of Moldova as general.

The theoretical significance and applicative value of the thesis is to develop the reference structure of the investment mechanism and the methodology to create the effective investment mechanism for certain country as of for the Republic of Moldova. The results of the research are useful for the realization of the National Investment Strategy of the Republic of Moldova.

Implementation of scientific results. The most important results have been accepted for the implementation by Moldova Investment and Export Promotion Organization, National Commission for financial markets, Academy of Economic Studies of Moldova.

СПИСОК АББРЕВИАТУР

ПИИ	Прямые иностранные инвестиции
БРСЕ	Банк Развития Совета Европы
ВВП	Валовый внутренний продукт
ВНП	Валовый национальный продукт
ВТО	Всемирная торговая организация
ВФБ	Всемирная Федерация Бирж
ГАТТ	Генеральное соглашение по тарифам и торговле
ДЭХ	Договор энергетической хартии
ЕИБ	Европейский Инвестиционный Банк
ЕБРР	Европейский Банк Реконструкции и Развития
ЕС	Европейский Союз
МАГИ	Международного агентства по гарантиям инвестиций
МАР	Международная ассоциация развития
МБРР	Международный Банк Реконструкции и Развития
МВФ	Международный валютный фонд
МСФО	Международные стандарты финансовой отчётности
МСП	Малые и средние предприятия
МФСР	Международный фонд сельскохозяйственного развития
МЦУИС	Международный центр по урегулированию международных споров
НДС	Налог на добавленную стоимость
ООН	Организация Объединённых Наций
ОПБУ	Общепринятые принципы бухгалтерского учёта
ОЭСР	Организация экономического сотрудничества и развития
РМ	Республика Молдова
СДР	Специальные права заимствований
СНГ	Содружество Независимых Государств
США	Соединённые Штаты Америки
ТНК	Транснациональная компания
ТРИМС	Соглашение по торговым аспектам инвестиционных мер
ФРС	Федеральная Резервная Система
ЮНКТАД	Конференция ООН по торговле и развитию
BERI	Business Environment Risk Intelligence
BRS	Business Risk Service
IPO	Initial Public Offering
IT	Information technologies
LBO	Leveraged buyout
LSE	London Stock Exchange
МІЕРО	Moldova Investment and Export Promotion Organization
PWC	PricewaterhouseCoopers
SPO	Secondary Public Offering

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования определяется ролью инвестиций, как одного из важнейших факторов экономического роста. Практика мирового развития показывает, что эффективная инвестиционная деятельность служит основным рычагом подъема экономики. Ведущая роль инвестиций в развитии экономики определяется тем, что благодаря им осуществляется накопление общественного капитала, внедрение достижений науки и техники, вследствие чего создаётся база для расширения производственных возможностей и экономического роста. Инвестиции определяют процесс расширенного воспроизводства, что говорит о том, что в современной экономике инвестиционные процессы играют одну из центральных ролей, что, в свою очередь, обуславливает необходимость эффективного управления инвестициями.

Особенно остро этот вопрос встает, принимая во внимание, что инвестиции представляют собой одну из самых нестабильных составляющих совокупного спроса и сильно уязвимы в условиях внутренней нестабильности и влияния внешнеэкономических факторов. Эффективность управления инвестиционным процессом зависит от действующего инвестиционного механизма страны, а именно от его продуктивности, гибкости и способности реагировать на периодически изменяющуюся внутреннюю и внешнюю экономическую конъюнктуру.

Принимая во внимание необходимость обеспечения эффективного управления инвестиционным процессом в Республике Молдова и учитывая, что в Республике Молдова понятие «инвестиционный механизм» не закреплено на законодательном уровне, а в различных законодательных и нормативных актах, например в национальной стратегии привлечения инвестиций и продвижения экспорта, в законе Республики Молдова «Об инвестициях в предпринимательскую деятельность» и т.д., описывается лишь функционирование отдельных элементов инвестиционного механизма, исследование формирования и развития инвестиционного механизма Республики Молдова носит более чем актуальный характер.

Более того, принимая во внимание особенности функционирования отдельных элементов инвестиционного механизма Республики Молдова, специфический характер, которых определяется и структурой инвестиционных ресурсов, и системой трансформации сбережений в инвестиции, и инвестиционным климатом в стране, можно отметить несовершенство этих процессов. Это говорит о необходимости проведения исследования, содержащего комплексный анализ текущего состояния отдельных

элементов инвестиционного механизма Республики Молдова для повышения эффективности управления инвестиционными процессами в стране, а также исследования, предлагающего целостную эталонную структуру инвестиционного механизма Республики Молдова как систему взаимодействующих элементов инвестиционного механизма.

Степень научной разработанности проблемы. Первые научные концепции инвестиций, предусматривающие осуществление инвестиционных процессов в рамках национального хозяйства, нашли свое отражение в трудах представителей классической, неоклассической и кейнсианской школ, а именно А. Смит, Д. Рикардо, Дж. Милль, Ж.-Б. Сей, Дж. Лодердейл, Т. Мальтус, Н. Сениор, Дж. Мид, Э. Денисон, Р. Солоу, Дж. Кейнс. Так, например, можно отметить, что инвестиционная теория, разработанная представителями классической школы, представляет собой первую целостную систему, описывающую механизмы инвестиционных процессов как на макро-, так и на микроуровне. Наиболее существенный вклад в рамках определения сути инвестиций и факторов, влияющих на инвестиции, сделал Дж. Кейнс. В частности, он разработал два важных инвестиционных индикатора, которые имеют принципиальное значение для оценки инвестиционного механизма и в настоящее время, а именно инвестиционный мультипликатор и инвестиционный акселератор.

В рамках современной глобальной экономики особое значение для исследования экономической категории инвестиционного механизма имеют научные труды, отражающие сущность международного движения капитала и прямых иностранных инвестиций. Наиболее известны в этой области научные работы таких экономистов, как М. Портер, Р. Вернон, К. Акамацу, а также труды таких современных исследователей, как Дж. Даннинг, Дж. Маркусен, Э. Хелпман, К. Экхольм, Дж. Тобин, А.П. Киреев.

Кроме научных работ зарубежных исследователей теоретической основой данной работы стали труды ведущих отечественных специалистов, раскрывающие закономерности инвестиционного процесса как в Республике Молдова, так и в мире. Основное место среди трудов, отечественных ученых заняли работы Хынку Р., Кобзарь Л., Ульян Г., Сухович А., Буну М., Лукиян И., Железновой Н., Железновой Е., Гумовски А., Даскалюк Д..

Цель и задачи исследования. Основной целью данной работы является исследование формирования и развития инвестиционного механизма в Республике Молдова, а также выявление путей повышения эффективности работы инвестиционного механизма Республики Молдова.

Для достижения поставленной цели были определены следующие **задачи**:

- обобщить и сгруппировать теоретическую базу инвестиционного механизма;
- определить характер и интенсивность влияния инвестиций на экономический рост в Республике Молдова;
- рассмотреть методологические основы построения инвестиционного механизма Республики Молдова;
- определить оптимальность объектов и целей инвестиционного механизма Республики Молдова, представленных в инвестиционной стратегии;
- рассмотреть правовое и методическое обеспечение управления основным объектом инвестиционного механизма Республики Молдова – прямыми иностранными инвестициями (ПИИ);
- проанализировать особенности формирования и функционирования системы ресурсного обеспечения инвестиционных процессов в Республике Молдова как основной составляющей инвестиционного механизма;
- выявить возможности привлечения инвестиционных ресурсов через фондовый рынок как элемент ресурсного обеспечения инвестиционного механизма Республики Молдова;
- провести оценку инвестиционного потенциала и инвестиционных рисков с целью формирования мотивационного блока инвестиционного механизма Республики Молдова;
- определить приоритетные направления и отрасли для привлечения ПИИ с целью построения эффективного инвестиционного механизма.

Объектом исследования являются действующий инвестиционный механизм Республики Молдова и отдельные структурные составляющие инвестиционного механизма Республики Молдова.

Предметом исследования являются процесс функционирования действующего инвестиционного механизма в Республике Молдова, а также процесс формирования эффективного инвестиционного механизма для отдельной страны.

В процессе проведения настоящего исследования для достижения поставленной цели были использованы следующие **методы исследования**: *эволюционный метод* применен для определения закономерностей развития инвестиционного механизма Республики Молдова на основании эмпирического анализа с целью выявления общих признаков каждого этапа развития инвестиционного механизма Республики Молдова; *сравнительный анализ* применен в работе с целью выявления сходства и различий между

классификацией ПИИ, используемой в инвестиционной стратегии Республики Молдова, и классической типологией ПИИ для определения приоритетных видов ПИИ в Республике Молдова; *методы индукции и дедукции* используются при финансовом анализе источников финансирования инвестиций, привлечения финансовых ресурсов через фондовый рынок и др.; *ранжирование* используется при определении приоритетных типов ПИИ, а также при определении секторальных приоритетов ПИИ; *измерение и программирование* используются при определении индикаторов инвестиционного мультипликатора и акселератора, а также особенностей их взаимодействия, при определении тесноты взаимосвязи между рейтинговой оценкой BERI и притоком ПИИ (по 33 странам мира) с помощью коэффициента корреляции Спирмена и при расчете индексов вертикальной специализации для определения положения Республики Молдова в глобальных цепочках добавленной стоимости.

Информационная основа исследования. В исследовании были изучены и обобщены законодательные и иные нормативные акты Республики Молдова в области инвестиций, материалы научных конференций и семинаров, международная практика, различные базы данных, в том числе данные Национального Банка Республики Молдова, Национального Бюро Статистики Республики Молдова, Министерства Финансов Республики Молдова, Министерства Экономики Республики Молдова, Всемирной Федерации Бирж, Eurostat, World Economic Outlook, World Investments Reprt, Congressional Budget Office; а также исследования ведущих международных консалтинговых компаний: KPMG, PricewaterhouseCoopers, McKinsey.

Научная новизна исследования заключается в том, что автором на основе комплексного анализа инвестиционного механизма Республики Молдова выявлены проблемные точки его функционирования и функционирования отдельных элементов инвестиционного механизма, а также предложены конкретные меры по повышению эффективности инвестиционного механизма Республики Молдова. Наиболее существенные результаты, содержащие научную новизну исследования, заключаются в следующем:

- уточнена концепция содержания понятия «инвестиционный механизм»;
- сформирована и рекомендована к применению в Республике Молдова эталонная структура инвестиционного механизма;
- определена и сформулирована иерархическая последовательность целей инвестиционного механизма Республики Молдова по приоритетным видам ПИИ в соответствии с типологией ПИИ Дж. Даннинга и К. Экхольма, особенностями текущей

структуры ПИИ в Республике Молдова и целями экономического развития Республики Молдова;

- доказана и обоснована необходимость и возможность адаптации инструментария, применяемого при расчете индексов BERI, для использования в качестве основы формирования национальной рейтинговой системы оценки инвестиционных рисков с целью возможности прогнозирования крупных экономических спадов в Республике Молдова, резкого изменения инвестиционных стратегий на рынке и краткосрочной рыночной конъюнктуры;
- определены и предложены в качестве приоритетов резервные для МСП Республики Молдова источники привлечения инвестиционных ресурсов в рамках блока ресурсного обеспечения инвестиционного механизма Республики Молдова – привлечение инвестиционных ресурсов через фондовые рынки Азиатско-Тихоокеанского региона;
- выделен и применен математический инструментарий для определения места Республики Молдова в глобальных цепочках добавленной стоимости с целью формирования секторальных приоритетов и типов ПИИ, возможностей встраивания Республики Молдова в глобальные цепочки добавленной стоимости;
- предложена новая для Республики Молдова методология определения приоритетного типа ПИИ с целью внесения корректировок в национальную инвестиционную стратегию Республики Молдова.

Теоретическая значимость исследования состоит в том, что предложена эталонная структура инвестиционного механизма, предназначенная для сопоставления с текущим инвестиционным механизмом Республики Молдова с целью выявления проблем в его функционировании. В продолжение концепции применения эталонной структуры инвестиционного механизма в работе была предложена методология построения эффективного инвестиционного механизма для отдельной страны, в том числе применимой и для Республики Молдова.

Также теоретическая значимость исследования определяется проработанным в исследовании инструментарием оценки инвестиционного потенциала и инвестиционных рисков в совокупности инвестиционного климата Республики Молдова – индексы BERI, а также инструментарием для определения приоритетных отраслей привлечения ПИИ в рамках формирования целей инвестиционного механизма Республики Молдова – индикаторы вертикальной специализации VS и VS1.

Практическая значимость состоит в том, что результаты исследования могут применяться для реализации целей Национальной стратегии привлечения инвестиций и продвижения экспорта на 2016-2020 гг. Особую значимость в этом контексте имеет ряд представленных в работе инструментов, а именно:

- механизм и методы встраивания компаний Республики Молдова в глобальные цепочки добавленной стоимости с целью привлечения большего объема иностранных инвестиций в Республику Молдова;
- алгоритм использования инструментария индексов BERI как основы формирования национальной рейтинговой системы оценки инвестиционных рисков с целью аналитического сопоставления качественных и количественных индикаторов, способных прогнозировать крупные экономические спады в Республике Молдова, резкое изменение инвестиционных стратегий на рынке и краткосрочную рыночную конъюнктуру.

Полученные результаты полезны для использования в качестве методических обучающих материалов для студентов ВУЗов по курсам «Комплексные системы финансирования инвестиций», «Основы инвестиционной деятельности», «Государственные финансы и налогообложение», «Инвестиции и рынки капитала», «Международные инвестиции». Также достигнутые результаты научного исследования представляют собой актуальную и полезную информацию, которая может использоваться в обучающих программах при организации МІЕРО семинаров, курсов обучения для молдавских компаний в области осуществления инвестиций. Анализ, проведенный в работе, и используемый научный инструментарий имеют практическую значимость для исследований, проводимых Организацией по привлечению инвестиций и продвижению экспорта (МІЕРО), Национальной комиссией по финансовому рынку, Министерством Экономики Республики Молдова в целях разработки предложений для Национальных стратегий по продвижению экспорта и привлечению инвестиций.

Решаемая научная проблема: принимая во внимание несформированность в Республике Молдова системного подхода к управлению инвестиционным процессом на макроуровне в рамках инвестиционного механизма, в диссертации предлагается:

- сформировать и структурировать целостную модель инвестиционного механизма, что позволит определить взаимосвязи между отдельными элементами инвестиционного механизма для повышения эффективности управления инвестиционным процессом в Республике Молдова, обеспечивающим процесс расширенного воспроизводства и качественный экономический рост;

- предложить инструментарий оценки инвестиционных рисков и инвестиционного потенциала Республики Молдова, что позволит на постоянной основе формировать объективную картину инвестиционного климата для определения проблемных составляющих и разработки соответствующего инструментария его улучшения;
- предложить инструментарий и методологию определения приоритетных секторов привлечения ПИИ в экономику Республики Молдова, что будет способствовать формированию четких и корректных целей инвестиционного механизма для повышения механизма управления инвестиционным процессом в контексте обеспечения качественного экономического роста.

Апробация научных результатов: основные положения работы, выводы и рекомендации, изложенные в диссертации, опубликованы в 3 профильных национальных научных журналах и представлены на 8 национальных и международных научных конференциях: *Politici financiare de relansare a cresterii economice in conditiile crizei economice mondiale: Cresterea economica – prioritate nationala in contextul integrarii in Uniunea Europeana: Conferinta stiintifica internationala*, Universitatea de Stat din Moldova (2008); *Dezvoltarea economica in contextul aspiratiei de integrare europeana. Perspective si realizari.: Conferinta stiintifica internationala*, Universitatea de Stat din Moldova (2009); *Conferinta stiintifica internationala*, Academia de Studii Economice a Moldovei (2010); *Perspectivile si problemele integrarii in Spatiul European al Invatamantului superior: Conferinta stiintifica-practica internationala*, Universitatea de Stat “Bogdan Petriceicu Hasdeu” din Cahul (2014); *Innovation, performance and competitiveness in the financial sector: Scientific international conference*, Universitatea de Stat din Moldova (2015); *The financing potential of the non-banking financial market in the Republic of Moldova and its developing perspectives: International Scientific Conference*, Academia de Studii Economice a Moldovei (2015); *Scientific Symposium of Young Researchers*, Academia de Studii Economice a Moldovei (2015); *Rolul investitiilor in dezvoltarea economiei digitale in contextul globalizarii financiare: Conferința Științifică Internațională: Academia de Studii Economice a Moldovei* (2016).

Публикации: результаты исследования были представлены в 12 научных публикациях общим объемом 2,14.

Внедрение научных результатов: необходимость внедрения результатов проведенного исследования была подтверждена: Организацией по привлечению инвестиций и продвижению экспорта (МІЕРО), Национальной комиссией по финансовому рынку, Академией Экономических Знаний Республики Молдова.

Структура диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, выводов и предложений, библиографии, приложений.

В первой главе диссертационного исследования «Теоретические основы инвестиционного механизма в концепциях экономического роста», автор определяет роль инвестиций как основного фактора экономического роста, систематизирует теоретические концепции инвестиций, в том числе иностранных, и рассматривает методологические основы и структуру инвестиционного механизма. В рамках структурных составляющих инвестиционного механизма в первой главе рассматриваются особенности формирования и развития объектов и целей инвестиционного механизма Республики Молдова.

Логическим продолжением исследования является **вторая глава «Правовое и ресурсное обеспечение инвестиционных процессов в Республике Молдова как основополагающие структурные составляющие инвестиционного механизма»,** в которой автор переходит к анализу правового и методического обеспечения управления основным объектом инвестиционного механизма Республики Молдова – прямыми иностранными инвестициями, а также к анализу блока ресурсного обеспечения инвестиционных процессов. В рамках второй главы исследования автором проанализированы различные источники финансирования инвестиционной деятельности в Республике Молдова, а также выявлены резервные, не применяемые в Республике Молдова источники финансирования инвестиционной деятельности. Особенного внимания заслуживают предложенные автором новые для экономических агентов Республики Молдова направления привлечения инвестиционных ресурсов через международные фондовые рынки.

Третья глава исследования «Оптимизация инструментов инвестиционного механизма Республики Молдова» посвящена оценке инвестиционного потенциала и инвестиционных рисков как основе формирования мотивационного блока инвестиционного механизма Республики Молдова. Автор анализирует методики оценки, применяемые различными рейтинговыми агентствами, и подробно останавливается на применении оценки индексов BERI как одного из наиболее эффективных инструментов оценки инвестиционных рисков и инвестиционного потенциала Республики Молдова, а также как основы для построения системы национальной инвестиционной рейтинговой оценки Республики Молдова. В этой же главе, на основании определения позиций Республики Молдова в глобальных цепочках добавленной стоимости и исходя из экономических циклов развития мировой экономики, автор формулирует приоритетные

направления и отрасли для стимулирования привлечения прямых иностранных инвестиций в Республику Молдова.

В разделе «**Выводы и предложения**» представлены основные выводы, сделанные автором в результате исследования теоретических и практических аспектов категории инвестиционного механизма, в том числе и в Республике Молдова. На основании сделанных выводов автором были сформулированы предложения по усовершенствованию работы инвестиционного механизма Республики Молдова в целом и по отдельным его составляющим.

Глава 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИНВЕСТИЦИОННОГО МЕХАНИЗМА В КОНЦЕПЦИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

1.1. Инвестиции как фактор экономического роста – теоретический аспект анализа

На протяжении длительного периода времени представители различных экономических школ придают особую роль инвестициям, как сложной экономической категории, обеспечивающей процесс воспроизводства. Различные научные концепции трактуют сущность и роль инвестиций в развитии экономики с учетом исторических условий и задач, стоящих перед экономической наукой в тот или иной период. С нашей точки зрения для анализа теорий инвестиций целесообразно разделить их на две группы [17; стр. 255]:

1. Теории, рассматривающие инвестиции в рамках национального хозяйства;
2. Теории инвестиций, отражающие сущность международного движения капитала.

Более содержательные с современной точки зрения научные концепции теории инвестиций первой группы сформировались в рамках классической, неоклассической и кейнсианской школ.

Представители классической школы – А. Смит, Д. Рикардо, Дж. Милль, Ж.-Б. Сей, Дж. Лодердейл, Т. Мальтус, Н. Сениор расширили область приложения инвестиций исследованием их сущности и роли в сфере промышленного производства, а затем и в непроизводственной сфере. Влияние инвестиций на экономический рост, согласно исследованиям А. Смита, проявляется в том, что изменение величины капитала в сторону увеличения либо уменьшения ведет к подобному же изменению реального богатства и дохода всех жителей страны. По А. Смицу, существуют две формы инвестиций:

1. Инвестиции как затраты на восстановление и преумножение капитала в форме производственных зданий и сооружений, полезных машин и оборудования, расходов на улучшение земли, оборотного капитала, обслуживающего основной, в результате осуществления которых происходит получение дохода собственником капитала и в целом возрастание национального богатства.
2. Инвестиции как перераспределение национального богатства, а не преумножение последнего, например в форме затрат на приобретение имущества, приносящих владельцу доход.

Инвестиционная теория, разработанная в рамках классической школы, явилась исторически первой целостной моделью развития инвестиционной сферы, включающей механизмы и параметры инвестиционных процессов на макро- и микроуровне. Представители классического направления разграничили понятие денег и капитала, обосновали роль накопления капитала и кредитных денег в инвестиционном процессе.

Сторонники неоклассической теории (Дж. Мид, Э. Денисон, Р. Солоу и др.) рассматривают рынок денежных средств, в котором предложение представлено сбережениями, спрос – инвестициями, а цена – нормой процента. Следовательно, чтобы на рынке имело место равновесие между совокупным спросом и совокупным предложением, объем сбережений должен быть равен объему инвестиций. Достигается это равновесие автоматически в силу действия рыночных регуляторов и стремлений владельцев сбережений и инвесторов реализовать свои объективные интересы. (График 1.1)

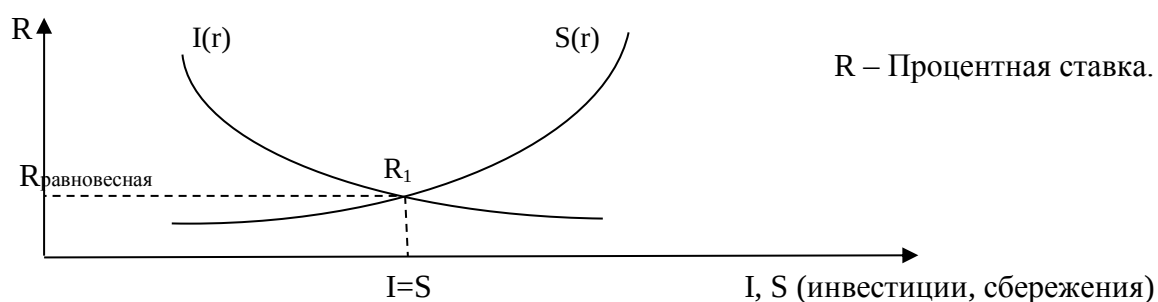


График 1.1 Сбережения, инвестиции и процентная ставка

Источник: [5; стр. 365]

Кривая предложения (сбережений) отражает прямую зависимость сбережений от ставки процента – высокая ставка процента стимулирует людей и экономических агентов меньше потреблять и больше сберегать и, наоборот, при снижении процентной ставки происходит увеличение потребления и снижение сбережения. Данная зависимость наблюдается в связи с тем, что источником сбережений и потребления являются доход, и функция сбережений является обратной функции потребления, что отражают такие макроэкономические показатели, как средняя склонность к потреблению и средняя склонность к сбережениям.¹

Кривая спроса (инвестиции) отражает обратную связь между процентной ставкой и инвестициями – для инвестора важно определить эффективность инвестиций: если процентная ставка меньше нормы прибыли, то инвестору выгодно взять деньги займы и осуществить вложения, но если процентная ставка больше нормы прибыли, то инвестор не станет вкладывать средства. Таким образом, согласно сторонникам данной теории, чем выше процентная ставка, тем меньшее количество инвестиционных проектов будет прибыльным и тем меньший объем сбережений превратится в инвестиции, что, соответственно, не будет способствовать экономическому росту.

¹ $APC = C/Y$, где APC – средняя склонность к потреблению, C – объем потребления, Y – располагаемый доход; $APS = S/Y$, где APS – средняя склонность к сбережению, S – объем сбережений, Y – располагаемый доход.

В годы Великой депрессии (1930-е годы) приобрели популярность труды представителей кейнсианской школы. Дж. Кейнс, признавал, что сбережения равны инвестициям ($S=I$). Однако по мнению Кейнса, сами понятия сбережений и инвестиций отражают разные аспекты воспроизводства и определяются различными факторами. В своем анализе Кейнс исходил из предположения, которому придавал силу универсального закона, что психология общества такова, что с ростом совокупного реального дохода увеличивается и совокупное потребление, однако не в такой мере, в какой растет доход. Это значит, что прирост потребления меньше, чем прирост дохода, а, следовательно, доля сбережений в доходе возрастает. Что касается инвестиций, то они не являются функцией дохода, а сами выступают как доходообразующий фактор, но, в отличие от сбережений, зависят от процентной ставки.

В экономической теории до Кейнса снижение потребления рассматривалось как увеличение сбережений и обеспечение условий экономического роста. Кейнс выдвинул тезис, согласно которому для обеспечения экономического роста нужно не воздерживаться от потребления, а увеличивать его объем. Определение дохода по функциям сбережения (SS) и инвестиций (II) может быть проиллюстрировано на графике 1.2.

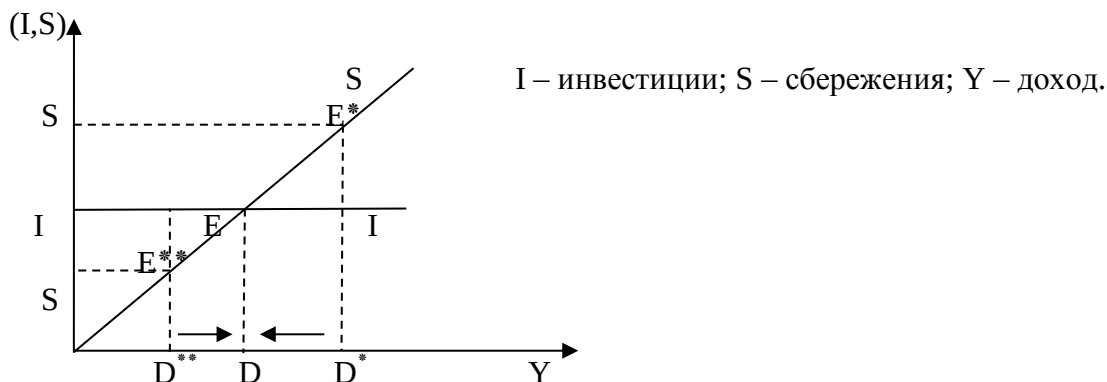


График 1.2. Определение дохода по функциям сбережения и инвестиций
Источник: [66; стр. 55]

Согласно сторонникам данной теории, если объем инвестиций уменьшится, то меньшим будет и уровень дохода. Более низкому уровню дохода будет соответствовать и меньший объем сбережений, а макроэкономическое равновесие сохранится в том случае, если меньшему объему сбережений будет соответствовать и меньшая величина инвестиций. Если объем инвестиций превосходит объем сбережений (в точке E^{**}), то совокупный спрос больше предложения и доход имеет тенденцию к увеличению. Если инвестиции меньше сбережений (в точке E^*), то совокупный спрос меньше предложения и доход сокращается. Наконец, когда инвестиции равны сбережениям (в точке E),

совокупный спрос равен предложению и доход остается на достигнутом уровне. Необходимо отметить, что сторонники кейнсианской трактовки инвестиционного процесса опровергают автоматизм саморегулирования рынка. Они считают, что средствами предотвращения кризисных ситуаций и приведения в соответствие планов и ожиданий потребителей и производителей благ являются управление величиной ставки процента, бюджетная и налоговая политика государства.

Однако необходимо заметить, что изначально речь идет о так называемых автономных инвестициях.² Исходное увеличение автономных инвестиций приводит к увеличению доходов фирм, производящих инвестиционные товары (оборудование, стройматериалы и т. п.). Они, в свою очередь, расширяют собственное потребление, производство, занятость и предъявляют спрос на продукцию сырьевых и смежных отраслей. Рост занятости и доходов работников способствует расширению производства в отраслях, производящих потребительские товары. Таким образом, цепная реакция дохоодообразования и расширения производства захватывает все более отдаленные друг от друга отрасли. Кейнс назвал это эффект мультипликатором, который имеет числовое выражение. Мультипликатор инвестиций – численный коэффициент, показывающий зависимость изменения дохода от изменения автономных инвестиций.³ Причем чем шире становится этот процесс, тем «эффект возмущения» становится менее интенсивным. Затухание объясняется тем, что не весь полученный на каждом этапе доход тратится на новое потребление, т.е. становится снова чьим-то доходом. На каждом этапе часть полученного дохода сберегается и тем самым исключается из дальнейшего дохоодообразования. Таким образом, сила эффекта мультипликатора зависит от предельной склонности к потреблению и сбережению.⁴

Однако существует ряд оговорок. Во-первых, эффект мультипликации возможен в экономике с неполной занятостью, где ВВП меньше потенциального уровня. Иначе рост ВВП был бы невозможен из-за отсутствия резерва рабочей силы и производственных мощностей. Во-вторых, этот эффект действует в краткосрочном периоде. В долгосрочном же периоде сбережения, пройдя через банковскую систему и фондовую биржу, превратятся в инвестиции. В отличие от автономных инвестиций эти инвестиции

² Автономные инвестиции – это инвестиции причиной осуществления, которых не является рост совокупного спроса. Это, прежде всего инвестиции в инновации.

³ $K = \Delta Y / \Delta I$, где K – мультипликатор, ΔY – изменение дохода; ΔI – изменение автономных инвестиций.

⁴ $MPC = \Delta C / \Delta Y$, где MPC – предельная склонность к потреблению, ΔC – изменение объема потребления, ΔY – изменение располагаемого дохода; $MPS = \Delta S / \Delta Y$, где MPS – предельная склонность к сбережению, ΔS – изменение объема сбережений, ΔY – изменение располагаемого дохода. $K = 1 / (1 - MPC) = 1 / MPS$.

называются индуцированными.⁵ Они дополняют и усиливают автономные инвестиции, порождая эффект акселерации. Акселератор представляет собой отношение прироста инвестиций к вызвавшему его относительному приросту дохода, потребительского спроса или готовой продукции.⁶

Вышерассмотренные теории лежат в основе воспроизводственного процесса «закрытой» экономики. Однако современные экономики большинства стран мира, в том числе и Республики Молдова, характеризуются интегрированностью в систему мировых хозяйственных связей, при которых любой хозяйственный субъект вправе осуществлять экспорт и импорт товаров (услуг), финансовые сделки. В связи с этим в условиях «открытой» экономики расчеты эффектов мультипликатора и акселератора требуют адаптации с учетом влияния внешнеэкономических факторов⁷. В качестве корректирующего показателя в расчет вводится «чистый экспорт».

Анализируя схему взаимодействия инвестиционного мультипликатора и акселератора применительно к «открытой» экономике Республики Молдова за период 1996-2015 гг., можно сделать вывод о том, что *инвестиции являются ключевым фактором воспроизводственного процесса в Республике Молдова, однако начиная с 2009 года принцип акселерации (многократное увеличение инвестиций за счет увеличения дохода) не выполняется*. Так, согласно расчётам, представленным в приложениях 1 и 2, инвестиционный мультипликатор применительно к экономике Республики Молдова (анализируемый период 1996-2015 гг.) равен 1,9223, то есть отдача от каждого инвестированного в Республику Молдова лея составляет 1,9223 лея. Принимая во внимание коэффициент эластичности ВВП по инвестициям (приложение 2), который равен 0,9405, можно отметить, что прирост автономных инвестиций на 1% способствует приросту ВВП Республики Молдова на 94,05%. Коэффициенты детерминации (R^2) в представленных зависимостях достаточно высокие (зависимость потребления (C) от ВВП (Y) - $R^2 = 0,9972$; зависимость чистого экспорта (NE) от ВВП (Y) - $R^2 = 0,9257$), что говорит о том, что рассчитанный на их основе инвестиционный мультипликатор в экономике Республики Молдова отражает сильную чувствительность ВВП при изменении инвестиций, а, следовательно, инвестиции являются ключевым фактором, влияющим на экономический рост.

⁵ Индуцированные инвестиции – это инвестиции, вызванные ростом совокупного спроса (национального дохода)

⁶ $A_1 = \Delta I / \Delta Y$, где A_1 – акселератор, ΔI – изменение индуцированных инвестиций; ΔY – изменение дохода.

⁷ $K = 1 / (1 - MPC - MPNE)$, где MPC – предельная склонность к потреблению, MPNE – предельная норма чистого экспорта.

Значение инвестиционного акселератора, рассчитанного применительно к экономике Республики Молдова за анализируемый период 1996-2015 гг. (приложение 3), не может быть оценено, так как коэффициент детерминации (R^2) зависимости инвестиций от прироста ВВП низкий (0,5238) и характеризует недостаточно тесную зависимость инвестиций от прироста ВВП. Однако, разделив анализируемый период на 2 подпериода, мы получили, что до 2008 года включительно эта взаимосвязь была очень тесной, что подтверждается высоким коэффициентом детерминации (R^2), равным 0,8636. Таким образом, инвестиционный акселератор применительно к анализируемому периоду 1996-2008 гг. (приложение 3), составил 2,8565 (поток индуцированных инвестиций на 1 лей роста ВВП составляет 2,8565 лея), а общая схема взаимодействия мультипликатора и акселератора в период 1996-2008 гг. характеризуется положительным эффектом влияния на экономический рост. Начиная с 2009 года наблюдается очень слабая зависимость инвестиций от прироста ВВП (коэффициентом детерминации (R^2) = 0,1897), что свидетельствует о том, что в настоящий момент в Республике Молдова модель взаимодействия мультипликатора и акселератора работает с перебоями, а именно возросший ВВП (за счет ранее осуществленных автономных инвестиций) практически не влияет на рост индуцированных инвестиций. Для выявления причин сбоя и факторов, которые сдерживают рост индуцированных инвестиций в Республике Молдова, считаем необходимым провести анализ характеристик инвестиционной составляющей воспроизводственного процесса Республики Молдова.

Учитывая основу индуцированных инвестиций (сбережения, прошедшие через банковскую систему и фондовую биржу и превратившиеся в инвестиции), считаем, что для выявления причин сбоя целесообразно исследовать динамику сбережений и инвестиций Республики Молдова (диаграмма 1.1).

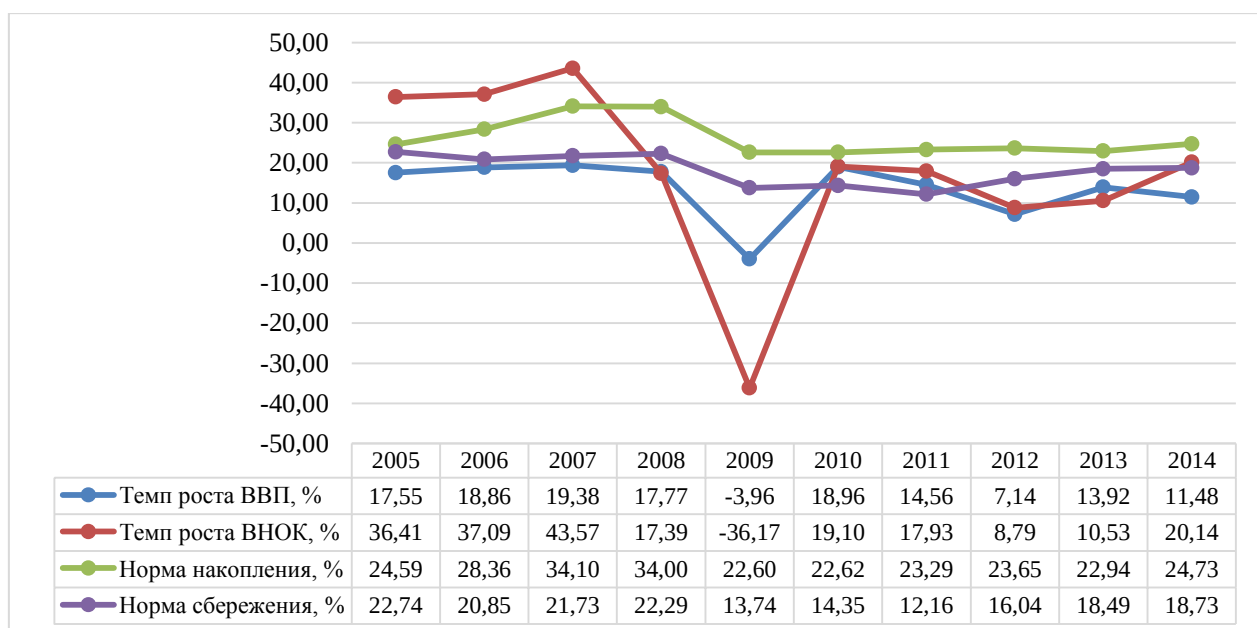


Диаграмма 1.1. Динамика сбережений и накоплений в Республике Молдова в период 2005-2014 гг.

Источник: рассчитано автором на базе [171]

Итак, сложившаяся инвестиционная модель характеризуется превышением инвестиций над сбережениями и является наглядной иллюстрацией существующего дисбаланса. Согласно диаграмме 1.1, норма валового накопления основного капитала в период 2005 – 2014 гг., несмотря на некоторые колебания, находилась на высоком уровне (минимальное значение данного показателя наблюдалось в 2009 году и составило 22,60%) и соответствовала среднему значению данного показателя развитых стран (приложение 4). Основываясь на постулатах экономической теории, следует отметить, что высокая норма накопления основного капитала является основой качественного экономического роста, который характеризуется в первую очередь инновационной составляющей. Однако, несмотря на то, что в Республике Молдова уровень данного показателя сопоставим с уровнем развитых стран, в современных условиях он представляется недостаточным для обеспечения качественного экономического роста. Доказательством этому служит то, что существующие темпы роста накопления основного капитала не приводят к более быстрым темпам роста ВВП в Республике Молдова. Еще одной наиболее репрезентативной качественной характеристикой, отражающей недостаточность нормы накопления основного капитала в Республике Молдова, является низкая по сравнению с развитыми странами величина валового накопления основного капитала в расчете на душу населения (приложение 4). Так, показатели Республики Молдова в 2015 году ниже показателей Германии в 18,9 раза, Великобритании – в 14,8 раза, США – в 21,1 раза, Франции – в 18,5

раза, Японии – в 20,2 раза, Бразилии – в 4,2 раза, Аргентины – в 3,4 раза, Канады – в 2,4 раза.

С другой стороны, усилению существующего дисбаланса между инвестициями и сбережениями способствовало то, что норма валового сбережения значительно снизилась в течение анализируемого периода (диаграмма 1.1), а перераспределение в структуре валового национального располагаемого дохода происходит в сторону снижения доли сбережения и увеличения доли потребления (диаграмма 1.2).

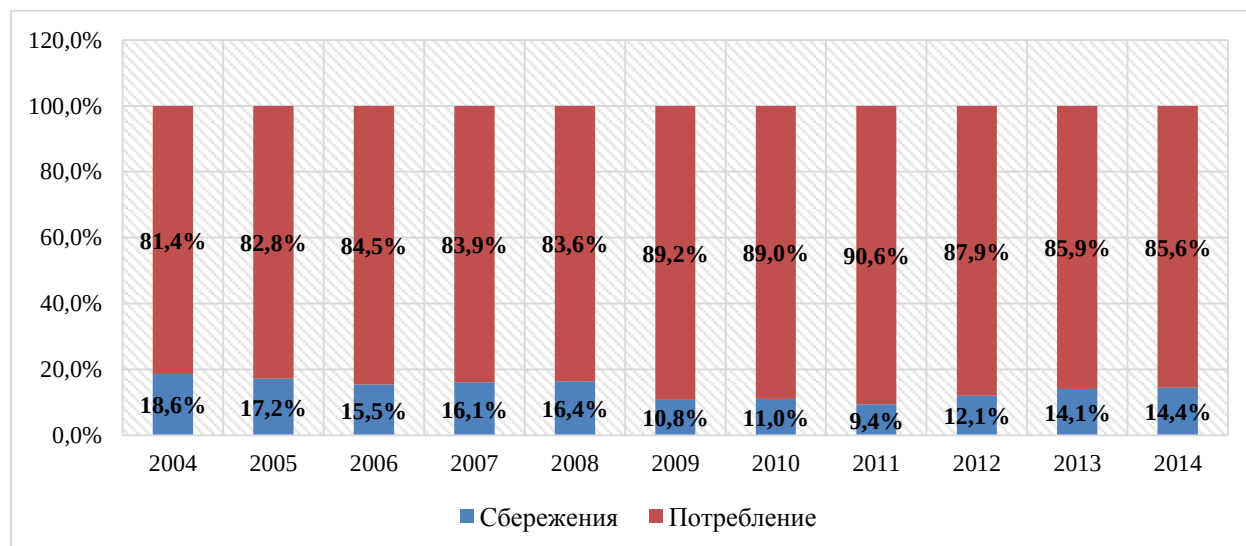


Диаграмма 1.2. Структура распределения валового национального располагаемого дохода за период 2004-2014 гг.

Источник: рассчитано автором на основе данных [171]

Таким образом, исходя из выше проведенного анализа, можно сделать вывод о том, что причина сбоя во взаимодействии инвестиционного мультипликатора и акселератора в Республике Молдова связана с существующим и усиливающимся с каждым годом дисбалансом соотношения инвестиций и сбережений. Проводя более глубокий анализ, можно отметить, что на фоне недостаточной нормы валового накопления основного капитала происходит процесс недоинвестирования видов промышленной деятельности, сопровождающийся тенденцией снижения доли инвестиций в промышленность в 2004-2015 гг. (приложение 5). В связи с наличием очень низких качественных характеристик инвестиций, предопределяющих модернизацию экономики, экономический рост не содержит необходимой компоненты, связанной с повышением эффективности производства (снижением показателей материалоемкости, ростом производительности труда и т.д.). Основными факторами, оказавшими негативное влияние на формирование сбережений в Республике Молдова, которые необходимы для финансирования инвестиций, являются низкий уровень национального дохода Республики Молдова,

низкие доходы производителей товаров, услуг и низкие доходы населения Республики Молдова.

Финансирование существующего дисбаланса, определенного превышением инвестиций над сбережениями, происходит преимущественно за счет ввоза иностранного капитала, а не за счет финансовых ресурсов, привлеченных внутри страны. Следует отметить, что использование иностранного капитала требует чрезвычайно пристального внимания в целях привлечения необходимых средств из наиболее устойчивых источников финансирования, а также для оценки возможности страны обслуживать привлечение этих ресурсов, не внося значительных нежелательных изменений в свои процентные ставки и валютные курсы. Такое обслуживание обычно не влечет за собой подобных изменений, если инвестиции вносят значимый положительный вклад в повышение производительности экономики страны. До тех пор, пока поступающие из-за границы средства инвестируются производительным образом, внешнее финансирование, как правило, может продолжаться в течение продолжительного периода времени. *Принимая во внимание снижение доли инвестиций в промышленность и снижение доли сбережений в структуре валового национального располагаемого дохода, мы считаем необходимым выдвинуть гипотезу о том, что причиной-первоисточником неслаженного механизма взаимодействия инвестиционного мультипликатора и акселератора в Республике Молдова являются неправильно выбранные методы и инструменты финансирования инвестиционной деятельности⁸ и неправильно выбранные направления инвестиций⁹.* Детальный анализ для подтверждения или опровержения данного предположения будет проведен в главах 2 и 3 настоящего исследования.

Несмотря на то, что роль причины-первоисточника мы отводим вышеизложенным факторам, нельзя недооценивать негативное влияние внешнеэкономических факторов, которые способствовали резкому падению в 2009 году и нормы накопления основного капитала, и нормы сбережений в Республике Молдова. В этой связи изучение теорий, описывающих влияние внешнеэкономических факторов на инвестиционный механизм и

⁸ Согласно закону Республики Молдова от 18.03.2004 № №81-XV «Об инвестициях в предпринимательскую деятельность» инвестиционная деятельность представляет собой деятельность по вложению инвестиций и осуществлению предпринимательской деятельности в связи с этой инвестицией с целью получения дохода.

⁹ Согласно закону Республики Молдова от 18.03.2004 № №81-XV «Об инвестициях в предпринимательскую деятельность» инвестиции представляют собой совокупность ценностей (активов), вкладываемых в какую-либо предпринимательскую деятельность на территории Республики Молдова, в том числе на основе договора финансового лизинга, а также в рамках частно-государственного партнерства, с целью получения дохода.

тем самым и на экономический рост и отражающих сущность международного движения капитала, являются одной из первостепенных задач, стоящих перед автором.

Международное движение капитала (международное инвестирование) – это движение финансовых потоков между кредиторами и заемщиками в различных странах, а также между собственниками и их фирмами, которыми они владеют за рубежом. Основными формами международного инвестирования выступают: производственный капитал (в виде прямых иностранных инвестиций и портфельных иностранных инвестиций), ссудный капитал.

По мнению многих современных экономистов, из всех форм международного инвестирования наиболее важными для экономики принимающей страны являются прямые иностранные инвестиции (ПИИ). [43; стр. 39] Мы полностью разделяем это мнение в отношении экономики Республики Молдова, руководствуясь тем, что помимо долгосрочного характера прямых иностранных инвестиций, они сопровождаются передачей нематериальных активов (технологии, управленческий опыт, ноу-хау и т.д.), которые непосредственно влияют на качество экономического роста. В этой связи необходимо проанализировать важнейшие теоретические концепции ПИИ и определить спектр факторов, которые, как предполагается, могут влиять на объем и качество зарубежных инвестиций. Среди наиболее популярных теорий ПИИ на наш взгляд следует выделить следующие:

- Теория конкурентных преимуществ стран (автор М. Портер) (Приложение 6)
- Теория жизненного цикла товара (автор Р. Вернон) (Приложение 7)
- Концепция «летающих гусей» (автор К. Акамацу) (Приложение 8)
- Эклектическая теория - OLI¹⁰ (автор Д. Даннинг) (Приложение 9)

Согласно анализу теорий ПИИ, проведенному в научной статье Пестовой А.А., Сухаревой И.О. и Солнцева О.Г., в приложении 10 представлен обзор факторов, оказывающих влияние на приток ПИИ в соответствии с теориями прямых иностранных инвестиций. [94] Эти факторы имеют большое значение для анализа действующей политики стимулирования ПИИ в Республике Молдова.

Значительный вклад в развитие теорий инвестиций, отражающих сущность международного движения капитала, внесли исследования маржиналиста Л. Вальраса. Он сформулировал уравнение, известное как «Правило Вальраса», увязывающее баланс

¹⁰ Ownership-Location-Internalization

международной торговли товарами и услугами с балансом движения инвестируемого капитала.

Логика этого механизма заключается в том, что, рассматривая международную торговлю, считается, что экспорт не является единственным источником финансирования импорта. Существует еще один, и весьма серьезный, источник финансирования – приток капитала из-за рубежа. Страна может получать и давать международные займы, принимать и инвестировать за рубеж предпринимательский капитал. Таким образом, *Правило Вальраса* гласит, что стоимость импорта страны равна сумме стоимости экспорта и чистых зарубежных продаж активов и процентов по ним:

$$IM = X + NA + NR [104], где (1.1)$$

IM – импорт, X – экспорт, NA – чистые продажи активов (разность стоимости активов, проданных иностранцам и купленных у них), NR – чистые платежи процентов (разность стоимости процентов на вложенный капитал, полученных из-за рубежа и выплаченных иностранцам).

То есть если экономика определена как набор сбалансированных рынков (товаров, услуг, капитала и пр.), в числе которых есть и рынок денег, то избыточный спрос на одном из рынков должен обязательно балансироваться избыточным предложением на другом, так чтобы их сумма была равна нулю. Например, рост спроса на товары означает, что потребители готовы сократить свои запасы денег, то есть существует повышенное предложение денег. Рост предложения ценных бумаг означает, что потребители хотят сократить свои запасы ценных бумаг, чтобы увеличить свои запасы чего-либо еще, например, денег, которые окажутся в повышенном спросе. Главный вывод заключается в том, что если один из рынков вышел из равновесия, то должен существовать как минимум еще один неравновесный рынок, который компенсирует отсутствие равновесия на первом рынке. Для международной экономики из этого вытекает очевидный вывод: любой дисбаланс в международной торговле товарами должен чем-то компенсироваться, например, движением капитала. Именно это правило положено в основу анализа международной платежной позиции любого государства и заложено в структуру платежного баланса.

Среди современных теорий инвестиций наибольший интерес представляет система зависимостей Джеймса Тобина. Данная система демонстрирует как взаимосвязи инвестиционного процесса в рамках национальной экономики, так и процессы, отражающие сущность международного движения капитала. Оставаясь в рамках кейнсианской традиции, Тобин построил систему зависимостей, в которой сбережения

представлены как спрос на альтернативные активы, а инвестиции – как одна из форм предложения активов наряду с предложением денег, государственных облигаций, иностранных активов (см. Приложение 11).

Рассматривая схему в приложении 11, следует пояснить, что Тобин считал, что спрос на альтернативные активы зависит от их относительной доходности, которая в свою очередь определяется факторами рыночной конъюнктуры отдельно для каждого вида альтернативного актива. Фактором, определяющим каким именно образом сбережения делятся между инвестициями (в реальный капитал) и альтернативными активами (спросом на деньги, государственные облигации, иностранные активы), является расхождение между установившейся ставкой процента и ставкой, которая уравнивала бы сбережения и инвестиции. Чем выше установившаяся ставка процента относительно ставки, уравнивающей сбережения и инвестиции, тем меньше инвестиции в реальный капитал и тем больше спрос на альтернативные активы. При этом инвестиции в реальный капитал считаются Тобиным основным фактором экономического роста.

Модель роста Тобина может быть рассмотрена поэтапно:

- 1 этап – модель, которая включает только два вида активов – реальный капитал и деньги;
- 2 этап – модель, которая учитывает возможность международного перелива капитала, то есть включает иностранные активы.

Как уже отмечалось выше, применительно к Республике Молдова имеет место ситуация, характеризующаяся превышением инвестиций над сбережениями, то есть предельная эффективность капитала достигается при таком уровне инвестиций, который превышает сбережения. В данном случае для компенсации существующего дефицита внутренняя политика государства должна быть направлена на форсирование сбережений и ограничение потребления. Однако, как уже описывалось выше, существующие макроэкономические тенденции свидетельствуют о перераспределении в структуре валового национального располагаемого дохода в сторону снижения доли сбережения и увеличения доли потребления (см. диаграмму 1.2). В условиях «открытой» экономики, с учетом возможности международного перелива капитала, недостаток сбережений в Республике Молдова компенсируется за счет ввоза иностранного капитала. Анализ сводных данных платежного баланса Республики Молдова за 2015 год (Таблица 1.1) позволяет сделать вывод о том, что в этот период дисбаланс инвестиций и сбережений в Республике Молдова, выраженный в дефиците счета текущих операций, финансируется преимущественно за счет резервных активов и прямых иностранных инвестиций.

Однако данная модель финансирования дисбаланса инвестиций и сбережений Республики Молдова существует сравнительно недавно, а именно с 2014 года. До этого периода существующий дефицит покрывался в основном за счет прочих инвестиций, а именно ссуд и займов, а также прямых иностранных инвестиций (см. приложение 12). При этом необходимо отметить, что покрытие дефицита отрицательного сальдо торгового баланса в течение всего анализируемого периода происходило преимущественно за счет поступлений от оплаты труда резидентов Республики Молдова нерезидентами и личных переводов денежных средств из-за границы, которые в свою очередь способствовали увеличению потребления.

Таблица 1.1

Сводные данные платежного баланса Республики Молдова на 2015 год млн. долл. США

<i>Счет текущих операций</i>	-414,84	<i>Финансовый счет</i>	- 443,72
		Прямые инвестиции	-227,94
1. Товары и услуги	- 1956,99		
2. Первичные доходы	457,89	Портфельные инвестиции	-2,27
3. Вторичные доходы	1084,26	Производные финансовые инструменты	-0,70
		Прочие инвестиции	93,68
<i>Счет операций с капиталом</i>	22,88	<i>Резервные активы</i>	-306,49
		<i>Чистые ошибки и пропуски</i>	- 51,76
<i>Чистое заимствование</i>			-391,96

Источник: [167]

На наш взгляд, модель финансирования дисбаланса сбережений и инвестиций, существующая в Республике Молдова, содержит в себе ряд рисков, сдерживающих экономический рост. Далее считаем целесообразным рассмотреть характеристики наиболее существенных, на наш взгляд, рисков.

Во-первых, запасы резервных активов страны являются ограниченными, а это значит, что и возможность использования этого источника финансирования также ограничена по времени. В связи с этим необходимо определить, какой характер носит использование резервных активов в Республике Молдова, а именно является ли их использование временным буферным инструментом.

Во-вторых, истощение резервных активов может привести к снижению курса национальной валюты, и, как результат, негативно сказывается на ожидаемой инвесторами норме прибыли, что может в последствии способствовать оттоку иностранного капитала.

В-третьих, использование в качестве источника финансирования дисбаланса инвестиций и сбережений в Республике Молдова – прямых иностранных инвестиций – требует более пристального внимания в части изменения чистого инвестиционного

дохода, уменьшение которого приводит к дополнительному повышению дефицита счета текущих операций.

В-четвертых, действие таких классических государственных инструментов регулирования инвестиций, как процентная ставка и налоги, абсолютно неэффективно, что подтверждается отсутствием корреляции между изменениями базовой процентной ставки в Республике Молдова и инвестиций (см. диаграмму 1.3) и изменением налогового бремени и инвестиций.



Диаграмма 1.3. Корреляция изменений базовой процентной ставки, изменений налогового бремени и прироста инвестиций в Республике Молдова.

Источник: составлено автором на основании данных [171] и [167]

В-пятых, ввиду существующей в Республике Молдова структуры покрытия дефицита сальдо торгового баланса и общего дисбаланса инвестиций и сбережений преимущественно за счет ввоза иностранного капитала есть большой риск интенсификации инфляционных процессов в экономике. Так, инфляционные процессы в экономике будут усиливаться, если перманентный ввоз капитала не будет сопровождаться соответствующим ростом импорта инвестиционных товаров, а будет способствовать увеличению внутреннего спроса.

Необходимо отметить, что, несмотря на все существующие риски, экономика Республики Молдова имеет видимый потенциал повышения экономического роста за счет увеличения инвестиций. Свидетельством этому является то, что при существующем в Республике Молдова уровне инвестиций не обеспечивается полная занятость в стране. Согласно данным Национального Бюро Статистики Республики Молдова за последние 10 лет (2005-2015 гг.) уровень безработицы колебался в пределах от 3,9% в 2008 и 2014 годах до 7,4% в 2010 гг., также необходимо отметить, что динамика изменения уровня безработицы в этот период носила циклический характер¹¹. Автор полагает, что

¹¹ Данные Национального Бюро Статистики РМ

существующие в Республике Молдова риски модели финансирования дисбаланса инвестиций и сбережений вызваны разбалансированием элементов инвестиционного механизма Республики Молдова. Таким образом, основным объектом дальнейшего исследования будет являться категория «инвестиционный механизм». В связи с этим, нужно отметить, что выдвинутая нами ранее гипотеза о причине-первоисточнике неслаженного механизма взаимодействия инвестиционного мультипликатора и акселератора, а именно неправильно выбранные методы и инструменты финансирования инвестиционной деятельности и неправильно выбранные направления инвестирования, на данном этапе может быть сформулирована иным образом – причиной-первоисточником неслаженного механизма взаимодействия инвестиционного мультипликатора и акселератора является разбалансирование элементов инвестиционного механизма Республики Молдова. В параграфе 1.2 настоящего исследования будут рассмотрены содержание и структура категории инвестиционного механизма с целью выработки рекомендаций для построения эффективного инвестиционного механизма Республики Молдова.

1.2. Методологические основы построения инвестиционного механизма Республики Молдова

По своей сути инвестиционный механизм представляет собой механизм управления инвестиционным процессом¹² как на макроуровне, так и на микроуровне. Для понимания содержания инвестиционного механизма изначально остановимся на принятой в экономической теории классификации видов механизмов и затем определим место инвестиционного механизма в этой плоскости. Так, в экономической теории принято выделять такие основные виды механизмов как экономический и хозяйственный.

Экономический механизм согласно мировой практике исследуется по двум основным подходам:

1. Информационный подход (авторы: Л. Гурвиц, Р. Майерсон, Э. Маскин) предполагает, что для достижения конкретной цели экономическому механизму отводится основная роль в преодолении провалов рынка в результате асимметричности информации, находящейся в распоряжении его участников [46];
2. Функциональный подход (авторы: А. Кульман) предполагает, что экономический механизм представляет собой необходимые взаимосвязи, естественно возникающие

¹² Инвестиционный процесс выступает как совокупное движение инвестиций различных форм и уровней [45; стр. 40]

между различными экономическими явлениями и ведущие к очевидным результатам. [40; стр. 89].

Для дальнейшего исследования мы будем принимать во внимание функциональный подход в связи с тем, что данный подход на наш взгляд является более всеобъемлющим и не привязан в отличие от информационного подхода к определенным экономическим явлениям и результатам.

Хозяйственный механизм представляет собой общественную систему хозяйствующих субъектов с присущими им механизмами хозяйствования и присущими всей системе общественными хозяйственными институтами, регулирующими деятельность хозяйствующих субъектов. [40; стр. 94]

Основываясь на вышеприведенных определениях можно заметить, что экономический (функциональный подход) и хозяйственный механизмы тесно взаимодействуют друг с другом и образуют единую упорядоченную систему взаимодействия экономических явлений на основе совокупности норм и правил, обеспечивающих в определенных условиях (среде) достижение заданных результатов. Как единая взаимодействующая система экономический и хозяйственный механизмы включают в себя множество подсистем или локальных механизмов, которые призваны решать более узкие задачи системы. Инвестиционный механизм является одним из таких локальных механизмов и, как и все механизмы, состоит из следующих элементов [40; стр. 94]: субъект (запускает в действие данный механизм), цели (программируемые заданные результаты действия механизма), форма (организационное оформление методического обеспечения), методы (инструментарий, способы и технологии), ресурсы, объекты (хозяйствующие субъекты, хозяйственная среда, экономические явления). Исходя из этого В.П. Жданов определяет *инвестиционный механизм как «взаимодействующую совокупность методов, форм, источников инвестиций, инструментов и рычагов воздействия инвестиций на воспроизводственный процесс на макро – и микроуровнях в интересах расширения действующего производства или авансирования вновь создаваемого производства»* [40; стр. 94].

Существует также альтернативный подход к определению понятия инвестиционный механизм. Например, Л.Н. Салимов в своей статье «Инвестиционные механизмы: сущность, компоненты и классификация» дает такое определение инвестиционному механизму: «*инвестиционные механизмы – это механизмы инвестирования и управления бюджетными и внебюджетными ресурсами в целях эффективного воспроизводства основных фондов экономики страны или региона*» [106]; и в отличие от подхода В.П.

Жданова представляет инвестиционный механизм как составную часть инвестиционной системы, наравне с инвестиционными субъектами и объектами, которые не являются частью инвестиционного механизма.

На наш взгляд, определение В.П. Жданова является более релевантным, так как отражает взаимодействие всех элементов инвестиционного механизма, включая субъекты и объекты, и формирует системный подход к определению роли инвестиций как основного фактора экономического роста. В рамках данного подхода принципиальная схема структурных составляющих инвестиционного механизма, в которую вписаны все элементы инвестиционного механизма, представлена Ждановым через систему 4-х взаимодействующих блоков: мотивационный, блок ресурсного обеспечения, блок правового и методического обеспечения, блок организационного обеспечения (схема 1.1).

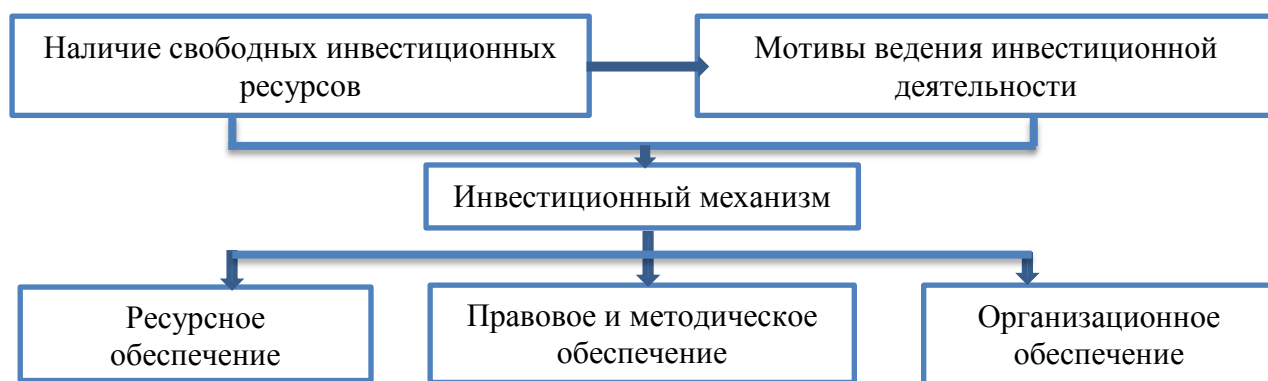


Схема 1.1. Принципиальная схема структурных составляющих инвестиционного механизма

Источник: [40; стр. 95]

Описать логику взаимодействия представленных на схеме 1.1 блоков можно так: при наличии свободных инвестиционных ресурсов, которые формируются в блоке ресурсного обеспечения, потенциальные инвесторы определяют объекты приложения своих сил, основываясь на предварительном исследовании мотивов деятельности и экономических ожиданий от инвестирования; при проведении предварительного исследования потенциальные инвесторы принимают во внимание правовое и методическое обеспечение по планированию и осуществлению инвестиций в различных отраслях; инициирование, развитие и контроль всего инвестиционного процесса осуществляется специализированными организационными структурами.

Данная схема является очень обобщенной и для формирования структуры инвестиционного механизма отдельной страны требует в первую очередь детализации объектов и целей, трансформированных затем в конкретные измеримые критерии

управления. В таблице 1.2 представлена схема формирования целей инвестиционного механизма для отдельной страны.

Таблица 1.2

Схема формирования целей инвестиционного механизма отдельной страны

Объект	Вспомогательный вопрос	Формулировка цели
Инвестиции	Какие инвестиции нужны стране?	Необходимо определить приоритетные для страны виды инвестиций (приложение 13)
Инвесторы	Какие инвесторы нужны стране?	Необходимо определить категории инвесторов (приложение 13), на привлечение которых должна быть направлена политика государства
Хозяйствующий субъект	Какие типы хозяйствующих субъектов должны быть активно вовлечены в инвестиционные процессы?	Необходимо определить типы хозяйствующих субъектов (приложение 14), которые будут являться приоритетными участниками инвестиционных процессов, и определить их место в этом процессе
Отрасли	Какие отрасли страны должны стать объектами привлечения инвестиций? Какие отрасли являются приоритетными для инвестиций резидентов данной страны за границей?	Необходимо определить приоритетные для страны отрасли инвестиций, а также определить отрасли, приоритетные для инвестиций резидентов данной страны за границей
Территория	Какие страны и регионы должны быть стратегическими инвестиционными партнерами по процессу привлечения инвестиций и направлениям инвестирования?	Необходимо определить приоритетные для инвестирования страны и регионы, а также страны и регионы, приоритетные для источников инвестиционных ресурсов

Источник: составлено автором

Определив объекты и цели, которые составляют основу инвестиционного механизма страны, далее необходимо сформировать набор методов и инструментов для достижения поставленных целей. При подборе методов и инструментов инвестиционного механизма следует принимать во внимание то, что многие локальные механизмы взаимодействуют друг с другом ввиду наличия естественной взаимосвязи между различными экономическими явлениями, являющимися объектами различных локальных механизмов. Взаимодействие некоторых объектов инвестиционного механизма с объектами других локальных механизмов можно представить в виде схемы (см. Схему 1.2). Существующие взаимосвязи позволяют воздействовать на объекты инвестиционного механизма посредством методов и инструментов других локальных механизмов, например, финансового механизма, налогового механизма, кредитно-денежного механизма и т.д. Таким образом, выявление существующих взаимосвязей является неотъемлемым подготовительным этапом при подборе эффективных методов и инструментов для достижения поставленных целей.



Взаимосвязи:

1. Изменение объема ден. массы (↑) → изменение % ставки (↓) → изменение объема инвестиций (↑)
2. Изменение налоговой нагрузки (↓) → изменение объема инвестиций (↑)
3. Изменение госрасходов (↑) → изменение объема инвестиций (↑)
4. Изменение нормы прибыли (↑) → изменение объема инвестиций (↑)
5. Наличие прибыльных альтернативных инвестиций на международном рынке (↑) → изменение объема инвестиций (↓)

Схема 1.2. Взаимодействие объектов инвестиционного механизма с объектами других локальных механизмов

Источник: составлено автором

После того как определены объекты, цели, методы и инструменты инвестиционного механизма, необходимо создать правовую, методическую и организационную основу для применения разработанных методов и инструментов. Все определенные ранее объекты и цели, которые можно обозначить как инвестиционные приоритеты государства, а также мероприятия по развитию правовой, методической и организационной основы для обеспечения внедрения определенного ранее набора инструментов и методов инвестиционного механизма, представляют собой не что иное, как *инвестиционную политику государства*. Основные положения, а также конкретные планы реализации мероприятий инвестиционной политики государства закрепляются в таком документе, как инвестиционная стратегия государства. Другими словами, инвестиционная стратегия государства представляет собой долгосрочный план конкретных мероприятий по реализации инвестиционной политики государства.

С учетом выше изложенной методологии считаем, что принципиальная схема структурных составляющих инвестиционного механизма предложенная В.П. Ждановым и описанная в схеме 1.1, может эффективно применяться только в модифицированном виде, представленном в приложении 15. Таким образом, работа инвестиционного механизма

предполагает, что государство как основной субъект этого процесса запускает в действие весь инвестиционный механизм, создавая правовую, методическую и организационную основу для достижения поставленных целей. В результате этих действий, а также взаимодействия различных экономических явлений в стране создается определенный инвестиционный климат, который способствует формированию инвестиционных проектов, согласно приоритетам, определённым инвестиционной политикой. Основными мотивами для осуществления инвестиционной деятельности являются наличие привлекательных инвестиционных проектов или наличие свободных инвестиционных ресурсов. Проведя предварительное исследование мотивов инвестиционной деятельности и ожиданий от инвестирования, потенциальные инвесторы обращаются к блоку ресурсного обеспечения для формирования оптимальной структуры источников финансирования инвестиционных проектов. Процесс инициирования, развития и контроля всего инвестиционного процесса и работы инвестиционного механизма осуществляется специализированными организационными структурами.

На наш взгляд, описанная выше методология является основой построения эффективного инвестиционного механизма. В связи с этим, анализ соответствия инвестиционного механизма, существующего на данный момент в Республике Молдова, принципиальной схеме структурных составляющих инвестиционного механизма, представленной в приложении 15, является неотъемлемым этапом настоящего исследования.

Далее считаем необходимым перейти к анализу формирования и развития объектов и целей инвестиционного механизма Республики Молдова. Так, в настоящий момент в Республике Молдова внутренней правовой и методологической основой, регулирующей инвестиционный механизм, являются:

- 1) Конституция Республики Молдова и Закон Республики Молдова от 18.03.2004 № №81-XV «Об инвестициях в предпринимательскую деятельность»
- 2) Закон Республики Молдова от 18.03.2004 № №81-XV «Об инвестициях в предпринимательскую деятельность»
- 3) Национальная стратегия привлечения инвестиций и продвижения экспорта на 2016-2020 гг. (утверждена Постановлением Правительства Республики Молдова от 25 апреля 2016 года №511)

Законом Республики Молдова «Об инвестициях в предпринимательскую деятельность» закреплены основные принципы осуществления инвестиций, а именно «принцип свободы

осуществления инвестиций, принцип недискриминации инвестиций, принцип прозрачности, принцип исполнения инвесторами обязанностей» [37].

Основные объекты и цели инвестиционного механизма Республики Молдова формировались и изменялись в соответствии с изменениями долгосрочных задач экономического развития государства, заложенными в государственных стратегиях. Так, за последние 15 лет основными документами стратегического планирования, в которых отражались существующие и закладывались будущие инвестиционные приоритеты, были Инвестиционная стратегия Республики Молдова на 2001-2005 гг., Стратегия привлечения инвестиций и продвижения экспорта на 2006-2015 гг. и действующая Национальная стратегия привлечения инвестиций и продвижения экспорта на 2016-2020 гг. Инвестиционная стратегия Республики Молдова на 2001-2005 гг. стала основой для реализации инвестиционных задач заложенных в Программе деятельности Правительства на 2001-2005 годы "Возрождение экономики – возрождение страны" и стратегии социально-экономического развития Республики Молдова на среднесрочный период (до 2005 года). Стратегия привлечения инвестиций и продвижения экспорта на 2006-2015 гг. была разработана как инструмент для реализации Программы деятельности Правительства на 2005-2009 годы «Модернизация страны – благосостояние народа», а Национальная стратегия привлечения инвестиций и продвижения экспорта на 2016-2020 гг. нацелена на воплощение целей, заложенных в Национальной стратегии развития Республики Молдова до 2020 года.

Во всех стратегиях отмечается, что инвестиции являются основным инструментом обеспечения экономического роста и что устойчивое экономическое развитие страны возможно только при условии проведения согласованной и проактивной политики поощрения инвестиционной деятельности. Несмотря на то, что глобальная цель всех стратегий совпадает – интенсификация привлечения инвестиций в экономику, объекты инвестиционного механизма и цели им релевантные отличаются от стратегии к стратегии. Так, согласно Инвестиционной стратегии Республики Молдова на 2001-2005 гг. достижение поставленных целей определялось интенсификацией инвестиций в создание новых рабочих мест, развитие производственной деятельности и деятельности по оказанию услуг в области экспорта, разработку, внедрение и развитие передовых технологий, в том числе информационных, инновационных, know-how. Стратегия привлечения инвестиций и продвижения экспорта на 2006-2015 гг. предусматривает принцип согласованности политик привлечения инвестиций и продвижения экспорта, который закладывает ориентиры для привлечения инвестиций исключительно в отрасли,

ориентированные на экспорт (то есть способные обеспечить инновации и трансфер know-how, высокую добавленную стоимость и создание эффективной технической и экономической инфраструктуры). А в соответствии с Национальной стратегией привлечения инвестиций и продвижения экспорта на 2016-2020 гг. основной упор делается на привлечение иностранных инвестиций для ускоренного освоения экспортного потенциала Республики Молдова, в основном путем привлечения прямых иностранных инвестиций.

Руководствуясь схемой формирования целей инвестиционного механизма, описанной в таблице 1.2, проанализируем инвестиционные стратегии Республики Молдова 2006-2015 гг. и 2016-2020 гг. на четкость и корректность постановки целей, а также на наличие логичных взаимосвязей между структурными составляющими инвестиционного механизма. Для анализа нами предварительно была проведена структуризация объектов и целей инвестиционного механизма, заложенных в инвестиционных стратегиях Республики Молдова 2006-2015 гг. и 2016-2020 гг. (см. приложение 16). Исходя из аналитической таблицы, представленной в приложении 16, можно заметить, что в инвестиционной стратегии 2006-2015 гг. по таким объектам инвестиционного механизма, как инвестиции и инвесторы, цели четко определяются, однако нет детализации целей по типам хозяйствующих субъектов, вовлечение которых в инвестиционные процессы является приоритетом инвестиционной политики государства и должно коррелироваться с целями по остальным объектам инвестиционного механизма. Относительно определения приоритетных отраслей для привлечения инвестиций можно отметить, что основными недостатками инвестиционной стратегии 2006-2015 гг. является наличие лишь описательных характеристик приоритетных отраслей, без выделения наименований конкретных отдельных отраслей, а также то, что не выделены отрасли, приоритетные для инвестиций резидентов Республики Молдова за границей. Эти факты свидетельствуют о том, что при разработке данной стратегии не принималась во внимание необходимость управления чистым инвестиционным доходом в части выделения приоритетных отраслей для инвестиций резидентами Республики Молдова за границей с учетом приемлемой нормы прибыли. На наш взгляд, этот аспект является принципиально важным для инвестиционной стратегии Республики Молдова, так как уменьшение чистого инвестиционного дохода приводит к повышению и без того существенного в Республике Молдова дефицита счета текущих операций, который требует поиска дополнительных источников финансирования, а сама модель финансирования данного дефицита,

существующая в Республике Молдова, содержит в себе ряд рисков, сдерживающих экономический рост (см. п 1.1. настоящего исследования).

Анализируя объекты и цели инвестиционного механизма, закрепленные в Национальной стратегии привлечения инвестиций и продвижения экспорта на 2016-2020 гг. (приложение 16), можно отметить существенные изменения приоритетов инвестиционной политики по сравнению с приоритетами, закреплёнными стратегией 2006-2015 гг. по ряду объектов инвестиционного механизма, а именно:

1) так, стратегия 2006-2015 гг. ориентируется на такой вид прямых иностранных инвестиций как greenfield инвестиции, в то время как в стратегии 2016-2020 гг. приоритетный вид прямых иностранных инвестиций – прямые иностранные инвестиции, направленные на эффективность, определен по иной типологии, а именно типологии Дж. Даннинга. Объективность принятия такой типологии и выделение в качестве приоритета прямых иностранных инвестиций, направленных на эффективность будет оценена нами в исследовании далее;

2) одним из отрицательных моментов, на наш взгляд, является то, что в стратегии 2016-2020 гг., из приоритетных целей по объекту инвестиционного механизма – инвестиции, была исключена необходимость поиска эффективных путей трансформации переводов граждан Республики Молдова работающих за рубежом в частные инвестиции. Принимая во внимание то, что основной целью обозначенной в Национальной стратегии развития Республики Молдова до 2020 года является «замена инерционной модели роста основанной на потреблении и подпитывающееся денежными переводами динамической моделью, основанной на привлечении инвестиций и развитии отраслей промышленности – экспортеров товаров и услуг», трансформация переводов граждан Республики Молдова, работающих за рубежом, в частные инвестиции, несомненно, должна быть отражена в инвестиционной стратегии 2016-2020 гг. как одна из ключевых целей инвестиционного механизма. Необходимо отметить, что, несмотря на то, что в стратегии 2006-2015 гг. эта цель была обозначена, существенных результатов в этом направлении достигнуто не было;

3) иностранный инвестор является ключевым объектом инвестиционного механизма Республики Молдова, по которому сформулированы четкие цели, однако существенным упущением стратегии 2016-2020 гг., на наш взгляд, является исключение из поля зрения такого стратегического инвестиционного объекта, как институциональные инвесторы. Учитывая выявленные в параграфе 1.1 погрешности в работе инвестиционного акселератора в Республике Молдова, который, по сути, отражает эффективность

трансформации сбережений в инвестиции через банковскую систему и фондовую биржу в долгосрочном периоде, роль именно институциональных инвесторов в этом процессе очень велика, что должно, несомненно, отражаться соответственно и в инвестиционной стратегии Республики Молдова;

4) в стратегии 2016-2020 гг. не обозначен приоритетный тип хозяйствующих субъектов, который должен коррелироваться с выделенными ранее приоритетами по типам инвестиций и инвесторов, а именно прямые иностранные инвестиции, направленные на эффективность и иностранный инвестор. С учетом выделенных приоритетов по видам инвестиций (прямые иностранные инвестиции) важно, во-первых, определить подходящий вид внешнеэкономических связей, и затем на его основе задать соответствующие приоритеты по типу хозяйствующих субъектов (приложение 14);

5) одним из самых положительных изменений является то, что в стратегии 2016-2020 гг. четко определены и ранжированы по приоритету стратегические отрасли экономики Республики Молдова для привлечения прямых иностранных инвестиций. Однако, как и в стратегии 2006-2015 гг., не выделены отрасли, приоритетные для инвестиций резидентов Республики Молдова за границей. Целесообразность выделения тех или иных приоритетных отраслей будет оценена нами в исследовании далее;

6) в стратегии 2016-2020 гг. определена приоритетность стратегических инвестиционных партнеров, главными из которых являются страны ЕС, в то время как в предыдущей стратегии 2006-2015 гг. таким инвестиционным партнерам, как страны ЕС и страны СНГ, отводилась практически однозначная роль, а роль Республики Молдова во взаимодействии с партнерами рассматривалась как место упрощенной диспетчеризации размещения капитала между странами ЕС и СНГ.

Следует отметить, что определение очередных приоритетных объектов и целей инвестиционного механизма должно осуществляться с учетом оценки результатов, достигнутых в ходе реализации целей, провозглашенных в предыдущих инвестиционных стратегиях. Этот принцип был лишь частично соблюден при формировании актуальной инвестиционной стратегии 2016-2020 гг. Так, основные цели Стратегии привлечения инвестиций и продвижения экспорта на 2006-2015 гг., поставленные по контурным приоритетным направлениям государственной инвестиционной политики частично были реализованы, однако большая часть из них, к сожалению, либо осталась не реализованной, либо не принесла ожидаемых результатов. При этом наиболее важными приоритетными направлениями инвестиционной политики, по которым не были достигнуты достаточные результаты, являются прямые иностранные инвестиции и рынок капитала. Считаем

необходимым отметить, что инвестиционная стратегия 2016-2020 гг. не содержит каких-либо целей и тем более мер по интенсификации взаимодействия участников инвестиционного процесса (инвесторов и компаний Республики Молдова) на рынке капитала как Республики Молдова, так и международном, который на наш взгляд является основным составным инструментом ресурсного обеспечения инвестиционного процесса. Этому аспекту будет уделено особое внимание во второй главе данного исследования. Что касается прямых иностранных инвестиций, то эта категория является основным объектом текущего инвестиционного механизма Республики Молдова, по которому обозначены конкретные цели.

1.3 Прямые иностранные инвестиции как основной объект инвестиционного механизма Республики Молдова

По нашему мнению, выделение прямых иностранных инвестиций (в инвестиционной стратегии 2016-2020 гг.) в качестве ведущего объекта инвестиционного механизма абсолютно обоснованно, а аргументы авторов стратегии в пользу того, что инвестиционная политика должна быть нацелена на привлечение именно прямых иностранных инвестиций, достаточно убедительны, а именно [78]:

- 1) прямые иностранные инвестиции напрямую способствуют развитию экспорта и структурной диверсификации внутреннего предложения путем повышения производительности и создания рабочих мест в «новых» производственных отраслях;
- 2) прямые иностранные инвестиции, вложенные в секторы, ориентированные на внутренний рынок, поставляя более эффективные и/или качественные услуги или сырьё в экспортно-ориентированные секторы, могут внести существенный вклад в рост их производительности;
- 3) прямые иностранные инвестиции создают сопутствующие результаты в виде распространения технологий и ноу-хау во всех сферах экономики, и тем самым достигается общий рост производительности, в том числе в секторах, не получающих больших прямых иностранных.

Ввиду вышеизложенного, на наш взгляд, совершенно закономерно встает вопрос о том, насколько целесообразны принятая в инвестиционной стратегии 2016-2020 гг. типология ПИИ (типология Дж. Даннинга) и выделение в соответствии с ней в качестве приоритета прямых иностранных инвестиций, направленных на эффективность, и насколько эти условия отражают возможность реализации комплексного подхода, описанного выше. Для определения обоснованности этих позиций стратегии следует тщательно разобраться в типологии прямых иностранных инвестиций и присущих каждому типу ПИИ признаках.

Согласно типологии Дж. Даннинга, прямые иностранные инвестиции делятся на 4 группы, исходя из мотивов инвесторов (предпосылок ПИИ), а именно [147]:

1) ПИИ, ориентированные на поиск ресурсов (приложение 17):

1 тип ПИИ, ориентированных на поиск ресурсов – экспорт материалоемких производств

2 тип ПИИ, ориентированных на поиск ресурсов – экспорт трудоемких производств

3 тип ПИИ, ориентированных на поиск ресурсов – технологический потенциал

2) ПИИ, ориентированные на поиск рынка (приложение 17)

3) ПИИ, ориентированные на эффективность, заключаются в рационализации структуры ПИИ, ориентированных на поиск ресурсов и ПИИ, ориентированных на поиск рынка таким образом, чтобы компания-инвестор могла извлечь максимальную выгоду от общего управления географически рассредоточенными видами деятельности. В основном ПИИ, ориентированные на эффективность, осуществляют опытные, крупные транснациональные компании, производящие довольно стандартизированную продукцию. Основой ПИИ, ориентированных на эффективность, является построение транснациональными компаниями взаимосвязанных производственных цепочек в рамках отдельных региональных интегрированных рынков. Дж. Даннинг выделяет 2 основных типа ПИИ, ориентированных на эффективность:

1 тип ПИИ, ориентированных на эффективность – основываются на использовании различий в доступности и относительной стоимости традиционных факторов производства в разных странах. Таким образом, международное разделение труда используется транснациональными компаниями, размещающими производства как в развитых, так и в развивающихся странах, при этом капиталоемкие и технологичные виды деятельности сосредоточены в основном в развитых странах, а трудоемкие и ресурсоемкие – в развивающихся.

2 тип ПИИ, ориентированных на эффективность – осуществляются в странах с очень схожими экономическими структурами и уровнями дохода и нацелены на использование экономии от масштаба и эффекта диверсификации за счет различий в потребительских вкусах и возможностях предложения. Важную роль в принятии решения об осуществлении таких инвестиций играют «созданные» компетенции и возможности, стимулы, а также наличие и качество поддерживающих институтов, характеристики местной конкуренции, характер потребительского спроса и макро- и микро- политика принимающих государств.

4) Стратегические ПИИ нацелены на приобретение новых активов для поддержания и наращивания международной конкурентоспособности компаний-инвесторов. Так,

основным мотивом осуществления стратегических ПИИ является наращивание глобального портфеля материальных активов и компетенций сотрудников материнской компании, которые, по их мнению, будут способствовать укреплению конкурентных преимуществ, связанных с инвестированием в иностранные активы. Одной из особенностей стратегических ПИИ по сравнению с другими группами ПИИ является то, что все чаще соискателями стратегических активов в основном являются конгломераты, которые в первую очередь занимаются управлением финансовыми активами. Так, например, являясь институциональными портфельными инвесторами, они владеют большинством акций в компаниях, в которые они инвестируют, и даже несмотря на то, что они не вовлечены в повседневные функции управления, они внедряют свои собственные организационные системы и стили управления. В течение последнего десятилетия в качестве таких стратегических инвесторов выступают фонды прямых инвестиций, образуемые крупными инвестиционными компаниями либо для прямого инвестирования, либо для покупки компаний с помощью заемных средств (LBO) (leveraged buyout)¹³ для их реструктуризации и перепродажи на более выгодных условиях (в основном на открытом первичном рынке через IPO).

Среди основных мотивов осуществления стратегических ПИИ инвесторами, не специализирующимися на управлении финансовыми активами, можно выделить:

- 1) вступление одной компании в альянс с другой иностранной компанией, чтобы укрепить свои совместные возможности по сравнению с более сильным третьим конкурентом;
- 2) приобретение группы поставщиков, чтобы монополизировать рынок определенного сырья;
- 3) получение доступа к торговым точкам, чтобы лучше продвигать свой собственный бренд на рынке другой страны и т.д.

Более наглядная интерпретация особенностей каждой группы ПИИ и мотивов, определяющих осуществление различных видов ПИИ согласно OLI теории Дж. Даннинга, представлена в приложении 18. Рассмотрев классическую типологию ПИИ по Даннингу, можно сделать вывод о том, что типология ПИИ, принятая в инвестиционной стратегии Республики Молдова 2016-2020 гг., была существенно модифицирована разработчиками, что, на наш взгляд, влечет за собой концептуальные перекосы. Так, выделив в качестве приоритета ПИИ, ориентированные на эффективность, которые, согласно интерпретации авторов концепции, направлены на создание экспортных товаров и услуг и мотивированы

¹³ Покупка контрольного пакета акций компании, финансируемая за счет кредитов, которые должна погасить сама компания.

наличием дешевой рабочей силы в стране реципиенте, можно заметить, что в классической типологии Дж. Даннинга они в чистом виде являются ПИИ, ориентированными на поиск ресурсов 2-го типа. Таким образом, получается, что в приоритеты инвестиционной стратегии Республики Молдова 2016-2020 гг. по сути, включены только ПИИ, ориентированными на поиск ресурсов 2-го типа. Нужно отметить, что основным критерием для выделения приоритета в инвестиционной стратегии 2016-2020 гг. являлась цель, закреплённая в Национальной стратегии развития «Молдова 2020» - привлечение капиталовложений, способствующих увеличению экспорта. Придерживаясь данного критерия и принимая во внимание вышеизложенную типологию, в приоритеты стратегии должны быть включены первые 2 типа ПИИ, ориентированных на поиск ресурсов, и ПИИ, ориентированные на эффективность согласно интерпретации, заложенной Дж. Даннингом.

На наш взгляд, при определении приоритетных ПИИ, помимо критерия – привлечение капиталовложений, способствующих увеличению экспорта, требуется также принимать во внимание необходимость привлечения капиталовложений, способствующих повышению общего технологического уровня производства в стране. Учитывая то, что авторы инвестиционной стратегии 2016-2020 гг. неоднократно упоминали в стратегии о важности повышения технологического уровня в стране, можем предположить, что они априори руководствовались тем, что любые виды ПИИ способствуют повышению общего технологического уровня в стране. Тем не менее нужно отметить, что в мировой экономике существуют также вредоносные для страны-реципиента виды ПИИ. Для более глубокого анализа, выделения тех видов ПИИ, которые, на наш взгляд, должны являться приоритетными для Республики Молдова, а также для ранжирования выделенных приоритетных видов ПИИ по шкале значимости и целям, далее мы отклонимся от классической типологии ПИИ Дж. Даннинга и обратимся к работам других авторов, которые занимались исследованиями типологии ПИИ.

Так, в работах Дж. Маркусена [146] и Э. Хелпмана [139] выделяются такие виды ПИИ как рыночно-ориентированные (горизонтальные) и ресурсо-ориентированные (вертикальные), которые по своей сути представляют собой ПИИ, ориентированные на поиск рынка, и ПИИ, ориентированные на поиск ресурсов (1-го и 2-го типов) соответственно. В продолжение исследования видов ПИИ, рассматриваемых Дж. Маркусеном и Э. Хелпманом, был выделен гибридный вид ПИИ – комплексные ПИИ, которые имеют по определению признаки как рыночно-ориентированных, так и ресурсо-ориентированных ПИИ. Комплексные ПИИ широко исследовались в работах К. Экхольм

[148], где отмечается, что основным мотивом для осуществления комплексных ПИИ является получение доступа к рынкам или ресурсам не только отдельных стран, а также стран, соседствующих с целевыми странами инвестирования, либо стран, находящихся с ними в одном региональном экономическом объединении. Основными факторами, способствующими развитию таких инвестиций, являются снижение таможенных барьеров между странами, снижение транспортных издержек во взаимной торговле между государствами, углубление экономической интеграции страны в рамках тех или иных региональных интеграционных объединений. Учитывая глубину процессов экономической интеграции между Республикой Молдова и странами ЕС, считаем, что именно комплексные ПИИ должны являться приоритетными для Республики Молдова. По своей сути комплексные ПИИ очень похожи на ПИИ, ориентированные на эффективность, выделяемые Дж. Даннингом, а именно в основе обеих разновидностей лежат рыночно-ориентированные ПИИ (эквивалент по Даннингу – ПИИ, ориентированные на рынок) и ресурсо-ориентированные ПИИ (эквивалент по Даннингу – ПИИ, ориентированные на поиск ресурсов). Тем не менее, интерпретация, представленная К. Экхольм, на наш взгляд, является более детализированной и емкой. Согласно К. Экхольм выделяют два типа комплексных ПИИ:

- 1) экспортно-платформенные ПИИ (приложение 17) представляют собой импортозамещающие инвестиции в одну из стран, наиболее привлекательную для вложений ПИИ с точки зрения выгоды от использования ресурсов, а инвесторы рассматривают эту страну в качестве своеобразной экспортной платформы для снабжения рынков других стран, находящихся в одном интеграционном экономическом объединении. Эти инвестиции в равной степени имеют признаки как горизонтальных, так и вертикальных ПИИ;
- 2) комплексно-вертикальные ПИИ (приложение 17) предполагают направление ПИИ в несколько стран для получения доступа к различным факторам производства в этих странах и последующий экспорт промежуточной продукции в рамках стран интеграционного экономического объединения или готовой продукции либо в пределах стран интеграционного экономического объединения, либо в страну материнской компании. Этот тип ПИИ имеет исключительно признаки вертикальных ПИИ.

Срез данных о ПИИ в Республике Молдова по видам экономической деятельности (см. таблицу 1.3) позволяет констатировать, что основной объем ПИИ, накопленных в реальном секторе экономики Республики Молдова, – около 62 % в 2013 году и 68% в 2015 году – приходится на сферу услуг, а именно: финансовое посредничество, операции с

недвижимостью, аренда, оптовая и розничная торговля, ремонт бытовых товаров, транспорт и связь. Нужно сказать, что подобная высокая доля ПИИ в сфере услуг в Республике Молдова отражает общемировые тенденции – согласно данным Отчета о мировых инвестициях 2016 года доля ПИИ накопленных в сфере услуг составляла в 2014 году 64% от всех накопленных в мире ПИИ. [163] Инвестиции в сферу услуг являются в основном рыночно-ориентированными, так как предоставление услуг, прежде всего, ориентировано на внутренний рынок и/или конечное потребление и именно эти инвестиции составляют подавляющее большинство в общей структуре ПИИ в Республике Молдова. Однако, принимая во внимание такие сравнительные преимущества Республики Молдова, как географическое положение, многоязычную среду, преференции торгового и визового режимов, можно предположить, что часть ПИИ, осуществленных в Республике Молдова с сферу услуг, также может включать и комплексные ПИИ, доля которых существенно ниже рыночно-ориентированных.

Таблица 1.3

ПИИ в Республику Молдова по видам экономической деятельности (%)

Вид экономической деятельности	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Сельское хозяйство, охота и лесоводство	1,2	1,4	1,3
<i>Услуги, в том числе:</i>	61,5	65,5	67,5
Здравоохранение и социальная помощь	1,6	1,4	1,4
Строительство	-	-	2,2
Транспорт и связь	8,7	9,8	9,1
Оптовая и розничная торговля, ремонт бытовых товаров	15,6	12,6	14,7
Операции с недвижимостью, аренда и предоставление прочих видов услуг предприятиям	10,7	16,9	14,8
Финансовое посредничество	24,9	24,8	24,3
<i>Промышленность, в том числе:</i>	33,6	27,4	29,2
Обрабатывающая промышленность	25,4	21,7	23,4
Электро-, теплоэнергия, газ и водоснабжение	8,2	6,7	6,8
<i>Др. виды экономической деятельности</i>	3,7	5,7	2
<i>Итого</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>

Источник: данные [167]

ПИИ в сфере сельского хозяйства, охоты и лесоводства составляют несущественную долю в общем объеме ПИИ в Республике Молдова и могут быть однозначно отнесены к ресурсо-ориентированным инвестициям. В такой сфере как промышленность сложнее всего сделать разграничение по типам ПИИ, не обладая более детальной статистикой, так как эти ПИИ могут быть потенциально отнесены как к ресурсо-ориентированным инвестициям, так и к рыночно-ориентированным, и к комплексным ПИИ, и к стратегическим (по Даннингу). Однако, принимая во внимание, что основным мотивом осуществления комплексных инвестиций является получение доступа к рынкам или ресурсам стран, находящихся в одном региональном экономическом объединении, а

также действующие соглашения о свободной торговле между Республикой Молдова и другими странами в рамках интеграционных объединений, в которых состоит Республика Молдова (приложение 19), и структуру накопленных ПИИ в Республике Молдова по странам (таблица 1.4, приложение 20), можно отметить, что доля комплексных ПИИ в Республике Молдова очень мала. Даже предположив, что все компании из стран, не находящихся с Республикой Молдова ни в каких интеграционных экономических союзах, а также компании из стран, с которыми Республика Молдова образует зону свободной торговли на двусторонней основе, осуществляли в Республику Молдова только комплексные ПИИ (среди этих компаний – компании из США, Турции, Израиля, Канады, Австралии, Китая), то их доля составит немногим более 5% всех накопленных ПИИ по состоянию на 31.12.2015.

Таблица 1.4

Накопленные ПИИ в Республике Молдова по странам (топ 20)

31.12.2013		31.12.2014		31.12.2015	
1. Россия	24,02%	1. Россия	25,81%	1. Россия	28,33%
2. Нидерланды	16,09%	2. Нидерланды	12,87%	2. Нидерланды	12,36%
3. Франция	7,81%	3. Кипр	8,81%	3. Кипр	8,50%
4. Испания	7,38%	4. Франция	7,76%	4. Испания	8,05%
5. Германия	6,36%	5. Испания	7,27%	5. Франция	7,83%
6. Кипр	6,17%	6. Германия	5,87%	6. Румыния	5,53%
7. Румыния	5,28%	7. Румыния	5,64%	7. Италия	5,02%
8. Италия	5,25%	8. Италия	4,94%	8. Германия	5,01%
9. Великобритания	3,68%	9. Великобритания	3,54%	9. Великобритания	3,12%
10. США	1,81%	10. США	1,73%	10. США	2,08%
11. Виргинские острова (Великобритания)	1,76%	11. Лихтенштейн	1,57%	11. Австрия	1,49%
12. Лихтенштейн	1,69%	12. Украина	1,45%	12. Лихтенштейн	1,47%
13. Швейцария	1,65%	13. Швейцария	1,38%	13. Украина	1,36%
14. Израиль	1,37%	14. Израиль	1,35%	14. Израиль	1,27%
15. Бельгия	1,08%	15. Австрия	1,30%	15. Турция	1,14%
16. Австрия	1,04%	16. Бельгия	1,03%	16. Швейцария	0,86%
17. Турция	0,97%	17. Виргинские острова (Великобритания)	0,87%	17. Виргинские острова (Великобритания)	0,80%
18. Бразилия	0,88%	18. Турция	0,84%	18. Латвия	0,77%
19. Греция	0,83%	19. Белиз	0,76%	19. Греция	0,70%
20. Венгрия	0,67%	20. Латвия	0,75%	20. Венгрия	0,65%

Источник: [178]

Самыми немногочисленными в Республике Молдова являются стратегические ПИИ, количество которых в последние годы практически сведено к 0. Так, учитывая то, что стратегические ПИИ практически всегда связаны с процессами межфирменных слияний и поглощений, и анализируя данные по слияниям и поглощениям компаний Республики Молдова [163] за период 2013-2015 гг. не было проведено ни одной инвестиционной сделки по слияниям и поглощениям компаний Республики Молдова и иностранных компаний. Наиболее благоприятными периодами, когда компаниям Республики Молдова

удалось привлечь инвестиции иностранных инвесторов через механизм слияний и поглощений были: 2000 год – 27,5 млн. долл. США, 2003 год – 18,7 млн. долл. США, 2004 год – 15,5 млн. долл. США, 2006 год – 9,9 млн. долл. США, 2007 год - 24, 2 млн. долл. США, 2008 год – 4,1 млн. долл. США. [163] Однако в общей сумме накопленных ПИИ они занимали незначительное место.

Принимая во внимание данные таблицы 1.4 и приложения 20, можно отметить, что существенная часть накопленных в Республике Молдова ПИИ приходится на ПИИ из стран, относящихся к офшорным юрисдикциям. Перечни юрисдикций, признанных офшорными по мнению ряда международных организаций, включая МВФ, ОЭСР, а также юрисдикций, не отвечающих международным стандартам прозрачности, по данным Национального Банка Республики Молдова, представлены, соответственно, в приложениях 21 и 22. Такие ПИИ называют офшоро-ориентированными (или инвестиции туда-обратно) [158], а их основная суть состоит в том, что сначала инвестор направляет свои средства в офшоры, а затем возвращает их обратно в форме ПИИ. За последние 5 лет (2009-2015 гг.) наблюдается очень широкая география офшорных юрисдикций, компании из которых осуществляли ПИИ в Республику Молдова. Так, среди таких офшорных юрисдикций можно перечислить Кипр, Лихтенштейн, Виргинские острова (Великобритания), Белиз, Сейшелы, ОАЭ, Сингапур, Швейцарию, Вьетнам, Сан-Марино, Люксембург, Ирландию, Панаму, Ливан, Либерию и т.д. По состоянию на 31.12.2009, 31.12.2010, 31.12.2011, 31.12.2012, 31.12.2013, 31.12.2014, 31.12.2015, на долю компаний из офшорных юрисдикций приходилось, соответственно, 15,52%, 16,8%, 15,76%, 15,47%, 13,82, 14,79%, 13,15% накопленных ПИИ в Республике Молдова. Это свидетельствует о том, что примерно 1/6 всех накопленных ПИИ в Республике Молдова являются офшоро-ориентированными и носят фиктивный характер, имея своей целью отмывание денег, уход от налогов или снижение налогообложения, получение преференций для иностранных инвесторов, вкладывающих в национальную экономику, маскируясь под них через офшоры. Несмотря на то, что в течение анализируемого периода в Республике Молдова наблюдается тенденция снижения доли офшоро-ориентированных ПИИ в общем объеме накопленных ПИИ в Республике Молдова, их объем остается достаточно высоким для того, чтобы оказывать негативное влияние на экономику и считаться вредоносным.

Резюмируя, можно отметить, что в Республике Молдова преобладают рыночно-ориентированные ПИИ в сфере услуг, а также офшоро-ориентированные ПИИ и лишь малую долю составляют ресурсо-ориентированные ПИИ, комплексные ПИИ и стратегические ПИИ. Рекомендации по корректировке целей инвестиционного механизма

Республики Молдова по иным объектам инвестиционного механизма (инвесторам, типам хозяйствующих субъектов, отраслям, территории) будут приведены в работе ниже, по мере анализа других структурных составляющих инвестиционного механизма.

Учитывая то, что ПИИ являются приоритетом инвестиционного механизма Республики Молдова, следующую структурную составляющую инвестиционного механизма, а именно правовое и методическое обеспечение, целесообразно рассмотреть в контексте управления ПИИ.

1.4 Выводы к главе 1

По результатам первой главы исследования считаем необходимым сделать следующие ключевые выводы.

1. Анализ коэффициентов инвестиционного мультипликатора и акселератора Республики Молдова, а также анализ механизма взаимодействия инвестиционного мультипликатора и акселератора в Республике Молдова (период 1996-2015 гг.), проведенный в параграфе 1.1. позволяет сделать вывод о том, что инвестиции являются основным фактором, влияющим на экономический рост в Республике Молдова. Начиная с 2009 года был выявлен сбой в системе взаимодействия инвестиционного мультипликатора и акселератора в Республике Молдова, что свидетельствует о том, что ВВП, увеличивающийся в результате влияния автономных инвестиций (первичных), не влияет на рост индуцированных инвестиций в Республике Молдова и, как следствие, замедляет воспроизводственный процесс. Среди выявленных причин произошедшего сбоя во взаимодействии инвестиционного мультипликатора и акселератора в Республике Молдова можно перечислить:

причина первого уровня: увеличивающийся с каждым годом дисбаланс инвестиций и сбережений в Республике Молдова и тенденция перераспределения валового располагаемого дохода в сторону увеличения доли потребления и снижения доли сбережения;

причина второго уровня: недостаточная норма валового накопления для обеспечения качественного экономического роста (несмотря на то, что по уровню этот показатель сопоставим со значением развитых стран);

причина третьего уровня: недоинвестирование видов промышленной деятельности, сопровождающееся тенденцией снижения доли инвестиций в промышленную деятельность – экономический рост не содержит качественной компоненты, связанной с повышением эффективности (снижение материалоемкости, рост производительности труда и т.д.);

причина четвертого уровня: низкий уровень национального дохода Республики Молдова, низкие доходы производителей товаров и услуг, низкие доходы населения Республики Молдова оказывают негативное влияние на формирование сбережений.

2. Выявленные параллельные тенденции снижения удельного веса инвестиций в промышленность и снижение удельного веса сбережений, наблюдающееся в структуре валового национального располагаемого дохода, дали основание выдвинуть гипотезу о первопричинах сбоев во взаимодействии инвестиционного мультипликатора и акселератора в Республике Молдова, а именно неправильно сформированные приоритетные направления инвестиций и ошибочно выбранные методы и инструменты финансирования инвестиционной деятельности. Рассматривая данные тенденции с точки зрения экономических механизмов, автор также предположил, что причиной-первоисточником является разбалансирование элементов инвестиционного механизма Республики Молдова.

3. Основываясь на проведенном в параграфе 1.1 анализе системы зависимостей Тобина, было выявлено, что инвестиционная модель, сложившаяся в Республике Молдова и характеризующаяся превышением инвестиций над сбережениями, соответствует второму этапу в модели роста Тобина, то есть недостаток сбережений компенсируется за счет ввоза иностранного капитала. При этом схему финансирования дисбаланса инвестиций и сбережений Республики Молдова можно описать так:

Во-первых, отрицательное сальдо торгового баланса покрывается за счет поступлений от оплаты труда резидентов Республики Молдова нерезидентами и за счет личных переводов денежных средств из-за границы;

Во-вторых, дефицит счета текущих операций покрывается преимущественно за счет резервных активов и прямых иностранных инвестиций (справка: до 2014 года основными источником покрытия были прочие инвестиции, а именно ссуды и займы, а также прямые иностранные инвестиции).

4. Принимая во внимание сложившуюся в Республике Молдова схему покрытия дисбаланса инвестиций и сбережений, автором были выделены риски, сдерживающие экономический рост, а именно:

- риск интенсификации инфляционных процессов, в связи с чем необходимо контролировать, сопровождается ли перманентный ввоз иностранного капитала соответствующим ростом импорта инвестиционных товаров;
- использование такого источника финансирования дефицита счета текущих операций, как резервные активы, ограничено, а истощение резервных активов ведет к снижению

курса национальной валюты и негативно сказывается на ожидаемой инвесторами норме прибыли, что способствует оттоку иностранного капитала;

- использование в качестве источника финансирования дефицита счета текущих операций прямых иностранных инвестиций требует тщательного контроля в части изменения чистого инвестиционного дохода для предотвращения дополнительного повышения дефицита счета текущих операций.

5. При проведении анализа инструментов регулирования инвестиций было выявлено, что в Республике Молдова отсутствует корреляция между изменениями базовой процентной ставки и инвестициями и изменениями налогового бремени и инвестициями. Таким образом, применение этих классических инструментов в качестве инструментов регулирования инвестиций в Республике Молдова требует определенных изменений.

6. Для продолжения исследования разбалансированности элементов инвестиционного механизма Республики Молдова автор считает необходимым опираться на определение инвестиционного механизма, сформулированное В.П. Ждановым. Однако принципиальная схема структурных составляющих инвестиционного механизма, которую предложил в своих работах В.П. Жданов, была доработана автором (приложение 15) и предлагается для использования в качестве эталона для определения эффективности инвестиционного механизма Республики Молдова.

7. В результате анализа формирования и развития объектов и целей инвестиционного механизма Республики Молдова было выявлено, что в действующей инвестиционной стратегии Республики Молдова (2016-2020 гг.) в качестве ведущего объекта инвестиционного механизма выделяются ПИИ, что на наш взгляд абсолютно обосновано. Тем не менее в стратегии существует и ряд упущений в отношении выделенных объектов инвестиционного механизма, на которые мы бы хотели обратить внимание в исследовании далее, а именно:

- типология ПИИ (по Даннингу), принятая в инвестиционной стратегии Республики Молдова (2016-2020 гг.), была существенно модифицирована разработчиками, что, на наш взгляд, повлекло концептуальные перекосы при выделении приоритетного для Республики Молдова типа ПИИ;
- исключена необходимость поиска эффективных путей трансформации переводов граждан Республики Молдова, работающих за рубежом, в частные инвестиции;
- исключен из поля зрения такой стратегический инвестиционный объект инвестиционного механизма, как институциональные инвесторы;

- не обозначен приоритетный тип хозяйствующих субъектов, который должен соответствовать выделенным приоритетным типам инвестиций и инвесторов.

8. Согласно инвестиционной стратегии Республики Молдова (2016-2020 гг.), приоритетным типом являются ПИИ, ориентированные на эффективность, которые по сути классической типологии Даннинга соответствуют ПИИ, ориентированные на поиск ресурсов 2-го типа (экспорт трудоемких отраслей). Однако, даже придерживаясь такого критерия выделения приоритетного типа ПИИ, как привлечение ПИИ, способствующих увеличению экспорта, можно заметить, что в приоритеты стратегии должны также войти такие типы ПИИ (по классической типологии Даннинга), как ПИИ, ориентированные на поиск ресурсов 1-го типа (экспорт материалоемких отраслей), ПИИ, ориентированные на поиск ресурсов 2-го типа (экспорт трудоемких отраслей), и ПИИ, ориентированные на эффективность.

Глава 2. ПРАВОВОЕ И РЕСУРСНОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ В РЕСПУБЛИКЕ МОЛДОВА КАК ОСНОВОПОЛАГАЮЩИЕ СТРУКТУРНЫЕ СОСТАВЛЯЮЩИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО МЕХАНИЗМА

2.1 Правовое и методическое обеспечение управления основным объектом инвестиционного механизма Республики Молдова – ПИИ

Общую систему правового поля, в рамках которого иностранные инвесторы осуществляют свою деятельность в Республике Молдова, можно представить в виде схемы (см. приложение 23). Так, регулирование движения иностранных инвестиций осуществляется на основе международных соглашений и договоров, положения которых являются превалирующими над нормами национального законодательства.

Целью *международных конвенций* является решение вопросов, имеющих важное значение как для стран-экспортеров, так и для стран-импортеров иностранного капитала. Среди наиболее значимых в этой области считаются *Вашингтонская конвенция 1965 г. "О порядке разрешения инвестиционных споров между государствами и иностранными лицами другого государства"*¹⁴, в соответствии с которой при Всемирном банке создан Международный центр по урегулированию международных споров (МЦУИС), и *Сеульская конвенция 1985 г. о создании Международного агентства по гарантиям инвестиций (МАГИ)*¹⁵, основная функция которого заключается в предоставлении гарантий от некоммерческих рисков в отношении инвестиций, осуществляемых в одной из стран-членов. К некоммерческим рискам, по которым МАГИ предоставляет гарантии, относятся: 1) ограничения на перевод валюты; 2) экспроприация и аналогичные меры, в результате которых владелец гарантии лишается права собственности над своим капиталовложением, контроля над ним или существенного дохода от такого капиталовложения; 3) нарушения договоров; 4) война или гражданские беспорядки.

Наиболее важными двусторонними регулирующими документами являются соглашения о поощрении и защите взаимных капиталовложений и договоры об избежании двойного налогообложения.

Двусторонние соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений являются наиболее распространенными в международной практике инструментами защиты прав и интересов инвесторов, а также, в качестве сопутствующего эффекта защите инвестиций, способствуют поощрению иностранных инвестиций. Эти соглашения содержат в основном базовый набор международных гарантий, обеспечивающих

¹⁴ Республика Молдова подписала Вашингтонскую конвенцию 12 августа 1992 года, но депонировала ратифицированный документ во Всемирный банк лишь 5 мая 2011 г.

¹⁵ Республика Молдова стала страной-членом МАГИ 10 июня 1993 г.

стабильное и предсказуемое осуществление инвестором своей деятельности на территории иностранного государства, а также порядок и условия выплаты компенсации в случае причинения ущерба капиталовложениям инвестора действиями иностранного государства (Приложение 24). Двусторонние соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений предусматривают механизмы принуждения государств к выполнению своих обязательств перед иностранными инвесторами. Этим механизмом является механизм разрешения споров как на уровне государство-государство, так и на уровне инвестор-государство. В последнем случае инвестору предоставляется право инициировать судебное разбирательство, в том числе и в рамках международного арбитража, для получения компенсации ущерба, причиненного его капиталовложениям действиями принимающего государства. В случае споров государство-государство одна из сторон соглашения также может начать судебное разбирательство против другой стороны с целью отмены или модификации мер, принимаемых другой стороной и причиняющих ущерб интересам инвесторов из Республики Молдова. Согласно данным ЮНКТАД, Республика Молдова была вовлечена в 11 инвестиционных споров, в 10-и из которых являлась страной-ответчиком и в 1-ом споре – страной-истцом. [179]

В настоящий момент Республикой Молдова заключено 42 двусторонних соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений с иностранными государствами (таблица 2.1), из них 39 действующих и 3 подписанных, но не вступивших в действие. Ни одно из 42 двусторонних соглашений не включает конкретные положения, посвященные поощрению иностранных инвестиций, из чего можно сделать вывод, что в Республике Молдова двусторонние соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений рассматриваются лишь как инструменты косвенного стимулирования иностранных инвестиций.

Таблица 2.1

Перечень соглашений о поощрении и взаимной защите капиталовложений, заключенных Республикой Молдова

Год подписания	Количество	Страны
1992	2	Румыния, Китай
1993	2	Кувейт (истек срок действия, перезаключен в 2002 году), США
1994	3	Турция, Германия, Польша
1995	7	Венгрия, Иран (подписан, но не вступил в силу), Финляндия, Украина, Нидерланды, Узбекистан, Швейцария
1996	3	Великобритания, Болгария, Бельгийско-Люксембургский экономический союз
1997	4	Израиль, Франция, Италия, Азербайджан
1998	3	Россия, Греция, Грузия
1999	4	Чехия, Белоруссия, Литва, Латвия
2001	2	Австрия, Хорватия
2002	3	Кувейт, Таджикистан, Киргизстан
2003	2	Босния и Герцеговина, Словения
2004	1	Албания
2006	1	Испания
2007	1	Кипр
2008	1	Словакия
2010	1	Эстония
2012	1	Катар (подписан, но не вступил в силу)
2014	1	Черногория
2016	1	Турция (подписан, но не вступил в силу)

Источник: [179]

Анализируя перечень соглашений о поощрении и взаимной защите капиталовложений Республики Молдова с иностранными государствами (таблица 2.1) и статистические данные по объемам ПИИ, накопленным в Республике Молдова за период 2009-2015 гг. (по странам) (приложение 20), можно сделать вывод о том, что абсолютно недейственными или малодейственными с точки зрения поощрения иностранных инвестиций в Республику Молдова остаются соглашения с такими странами, как Кувейт, Узбекистан, Азербайджан, Грузия, Чехия, Таджикистан, Киргизстан, Босния и Герцеговина, Словения, Словакия, Катар, Черногория. Так, за весь анализируемый период (2009-2015 гг.) объем накопленных в Республике Молдова ПИИ из этих стран либо был равен 0, либо носил непостоянный характер.

Среди наиболее «работающих» соглашений о поощрении и взаимной защите капиталовложений Республики Молдова с иностранными государствами можно считать соглашения с такими странами, как Россия, Нидерланды, Кипр (считается офшорным центром по признанию МВФ и ОЭСР), Испания, Франция, Румыния, Италия, Германия, Великобритания, США. Именно эти страны в течение 6 лет (2009-2015) входили в топ 10 по объему накопленных ПИИ в Республике Молдова.

Учитывая тот факт, что большинство соглашений о поощрении и взаимной защите капиталовложений Республики Молдова, которые активно «работают» – это соглашения со странами, с которыми Республика Молдова находится в определённом региональном экономическом объединении и имеет соглашения о свободной торговле, можно считать, что основной набор соглашений способствует привлечению именно рыночно-ориентированных ПИИ, причем в основном из стран ЕС. Платформа же для поощрения комплексных ПИИ, которые, по нашему мнению, выделены в качестве одного из приоритетов инвестиционной политики Республики Молдова, выглядит намного скромнее, и представлена соглашениями с такими странами как Китай, США, Турция, Израиль. На наш взгляд, данный перечень не является исчерпывающим и требует расширения для применения в качестве инструмента поощрения комплексных ПИИ в Республику Молдова. Так, среди стран, с которыми мы рекомендовали бы заключить соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений, можно перечислить Канаду, Австралию, Египет, Индию, Бангладеш. Несмотря на то, что доля накопленных ПИИ из этих стран в Республику Молдова в течение анализируемого периода 2009-2015 гг. была невелика, их постоянный характер говорит о том, что при наличии мер по их поощрению возможен существенный прирост комплексных ПИИ из этих стран.

Договоры об избежании двойного налогообложения необходимы для урегулирования ситуации возникающей из-за одновременного применения принципов резидентства и территориальности несколькими странами в отношении одного итого же дохода налогоплательщика, что приводит к увеличению общего налогового бремени физического либо юридического лица, а также нарушает критерий налоговой справедливости (Схема 2.1).

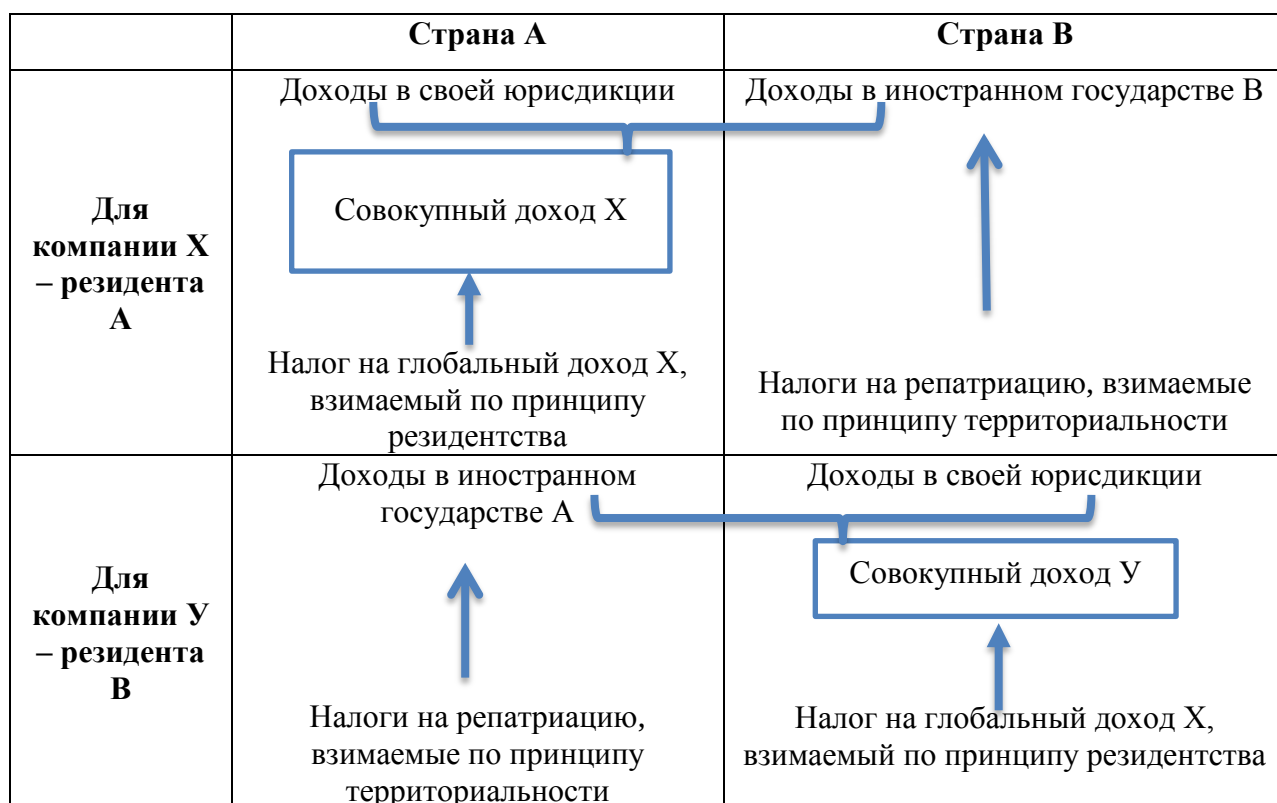


Схема 2.1. Международное двойное налогообложение

Источник: [117, стр. 58]

Таким образом, заключение договоров об избежании двойного налогообложения необходимо для обеспечения баланса между интересами принимающей стороны и стороны, осуществляющей инвестиции. Перед принимающей стороной стоит задача найти оптимальный баланс между стремлением получить определенную долю фискальных поступлений с постоянных представительств иностранной компании, а также поддержанием налогового климата, привлекательного для инвестора. При этом предполагается, что долгосрочные выгоды для принимающей стороны (рост объема производства, занятости, приток новых технологий) могут быть достаточно велики, чтобы компенсировать налоговые послабления, предоставляемые иностранным инвесторам. В то же время интересам страны-экспортера капитала отвечает максимизация конкурентных позиций компаний-резидентов на внешних рынках. Учитывая то, что Республику Молдова в большей степени можно отнести к принимающей стране, чем к стране-экспортеру капитала, договоры об избежании двойного налогообложения, заключенные Республикой Молдова с другими странами, являются для республики одним из инструментов поддержания благоприятного инвестиционного климата в части налоговой составляющей и инструментом стимулирования ПИИ. Нельзя также отрицать то, что на доходы резидентов Республики Молдова, инвестирующих за границу, наличие договоров об

избежании двойного налогообложения между Республикой Молдова и страной инвестирования оказывает существенное положительное воздействие.

Большинство договоров об избежании двойного налогообложения разрабатываются на основе положений, которые содержатся в двух международных документах:

- 1) Модельной конвенции ОЭСР по избежанию двойного налогообложения доходов и капитала (1963 г.);
- 2) Модельной налоговой конвенции ООН по двойному налогообложению между развитыми и развивающимися государствами (1980 г.).

Основной отличительной особенностью Модельной налоговой конвенции ОЭСР является акцент на доминирование принципа резидентства в международном налогообложении, что предполагает передачу большей части прав на налогообложение доходов и имущества физических и юридических лиц от страны–источника зарубежных доходов в пользу юрисдикции резидентства инвестора. Учитывая то, что этот подход не отвечает интересам развивающихся государств, большая часть из которых заинтересована в налогообложении доходов у источника их образования, а не в стране резидентства конечного получателя, деятельность Комитета по фискальным вопросам ОЭСР оказалась недостаточной для того, чтобы подготовить формальную основу для налогового сотрудничества между развитыми и развивающимися странами (соответственно, экспортерами и импортерами капитала). Работу над подготовкой модельной налоговой конвенции, рекомендованной для подписания между развитыми и развивающимися государствами, взяла на себя ООН. Модельная налоговая конвенция ООН базируется на расширенной концепции налоговой базы страны–источника доходов, что предполагает классификацию практически всех видов активности на иностранной фискальной территории как деятельности, приводящей к образованию постоянного представительства. Еще одним различием является то, что для устранения бремени международного двойного налогообложения Модельная налоговая конвенция ОЭСР в равной степени использует методы налоговых освобождений (приложение 25) и налоговых кредитов (приложение 26), а Модельная налоговая конвенция ООН метод налоговых освобождений исключает, отводя весь приоритет налоговым кредитам, применяемым страной резидентства экспортеров капитала. Модельная налоговая конвенция ООН построена по стандартной схеме международных налоговых соглашений, она содержит те же самые разделы, что и Модельная налоговая конвенция ОЭСР.

Структура типовой модельной налоговой конвенции ОЭСР представлена в приложении 27. Наибольший интерес с точки зрения формирования благоприятного

инвестиционного климата в части налоговой составляющей и стимулирования ПИИ составляют используемые в соглашениях методы устранения двойного налогообложения. Опираясь на суть методов устранения двойного налогообложения, представленных в приложениях 25 и 26, сформируем шкалу гарантируемого уровня налоговых облегчений по степени убывания (схема 2.2).

Вариант 1: ставка налога в стране резидентства выше ставки налога в стране источнике дохода	Шкала		Вариант 2: ставка налога в стране резидентства ниже ставки налога в стране источнике дохода
Полное налоговое освобождение		Минимальная налоговая ставка	Полное налоговое освобождение
Налоговое освобождение с прогрессией			Полный налоговый кредит
Полный налоговый кредит/ обыкновенный налоговый кредит		Максимальная налоговая ставка	Налоговое освобождение с прогрессией/ обыкновенный налоговый кредит

Схема 2.2. Шкала гарантируемого уровня налоговых облегчений при применении различных методов устранения двойного налогообложения

Источник: составлено автором на базе приложений 25 и 26

Анализируя двусторонние международные договоры об избежании двойного налогообложения между Республикой Молдова и другими государствами (по состоянию на 08.05.2017 всего заключено 48 договоров) [167], можно сделать вывод о том, что большинством договоров (с 40 странами) в качестве метода устранения двойного налогообложения на взаимной основе зафиксирован обыкновенный налоговый кредит – метод, который предполагает минимально возможный уровень налоговых облегчений для резидентов Республики Молдова и резидентов стран партнеров при налогообложении их доходов в стране-источнике дохода (по сравнению с другими методами устранения двойного налогообложения). К сожалению, эта данность, на наш взгляд, не отвечает стратегическим интересам Республики Молдова по интенсификации привлечения ПИИ, так как в глазах иностранных инвесторов из большинства стран-партнеров ставит Республику Молдова в менее привилегированное положение по сравнению со странами, с которыми у страны-партнера заключены соглашения об избежании двойного налогообложения с применением методов устранения двойного налогообложения, гарантирующих больший уровень налоговых облегчений. Тем не менее следует отметить, что наиболее благоприятными, с точки зрения гарантированного уровня налоговых облегчений, являются договоры об избежании двойного налогообложения, заключенные

Республикой Молдова с Бельгией, Швейцарией, Германией, Ирландией, Люксембургом, Великобританией, Турцией, в которых прописаны методы полного налогового кредита и освобождения с прогрессией, а также договор об избежании двойного налогообложения между Республикой Молдова и Румынией, предусматривающий использование метода полного налогового освобождения для резидентов Румынии, получающих доход в Республике Молдова.

Договоры об избежании двойного налогообложения содержат также и ряд других инструментов, способствующих поощрению ПИИ и повышению технологического уровня в стране, а именно предельные ставки налогов на дивиденды и роялти (проценты не принимаются во внимание, так как являются доходами по долговым инструментам) (приложение 28). Так, наиболее благоприятные предельные ставки налогов на дивиденды установлены с Великобританией и Испанией, а на роялти – с Венгрией, Германией, Бельгией, Швейцарией, Японией (полные перечни договоров, ранжированных по уровню максимальной предельной налоговой ставки на дивиденды и роялти, представлены в приложении 29). Самые высокие предельные ставки налогов на дивиденды установлены с Германией, Бельгией, Беларусью, а на роялти – с Узбекистаном и Беларусью.

Принимая во внимание вышеизложенное, а также статистические данные по объёму ПИИ, накопленных в Республике Молдова за 2015 год (по странам) (приложение 30), можно сделать вывод о том, что абсолютно неэффективными с точки зрения поощрения иностранных инвестиций в Республику Молдова являются договоры об избежании двойного налогообложения с такими странами, как Люксембург, Япония, Финляндия, Мальта, Словения, Испания, Португалия, Азербайджан, Босния и Герцеговина, Кувейт, Киргизия, Армения, Казахстан, Македония, Сербия, Таджикистан, Оман, Туркменистан, Черногория, Чехия. Так, за 2015 год объем накопленных в Республике Молдова ПИИ из этих стран был равен 0. Среди наиболее продуктивных договоров об избежании двойного налогообложения Республики Молдова с иностранными государствами можно перечислить договоры с такими странами, как Россия, Нидерланды, Кипр (считается офшорным центром по признанию МВФ и ОЭСР), Испания, Румыния, Италия, Германия, Великобритания. Именно эти страны в 2015 году входили в топ 10 по объёму накопленных ПИИ в Республике Молдова.

Так же как и соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений Республики Молдова, основной набор договоров об избежании двойного налогообложения в основном способствует привлечению именно рыночно-ориентированных ПИИ из стран ЕС. Платформа для поощрения комплексных ПИИ

представлена договорами об избежании двойного налогообложения с такими странами, как Китай, Турция, Израиль. На наш взгляд, перечень договоров об избежании двойного налогообложения Республики Молдова должен быть расширен с такими странами, как Франция, США, Австралия, Египет, Индия, Бангладеш. Так, США, Австралия, Египет, Индия, Бангладеш не состоят с Республикой Молдова в каких-либо интеграционных экономических союзах, а накопленные ПИИ из этих стран в Республике Молдова носят постоянный характер – это позволяет сделать вывод о том, что заключение договоров об избежании двойного налогообложения с этими странами будет способствовать приросту комплексных ПИИ из этих стран. Франция же, являясь экономикой ЕС с которой Республика Молдова образует зону свободной торговли, входит в топ 5 стран с самым высоким уровнем накопленных ПИИ в Республике Молдова (преимущественно рыночно-ориентированных ПИИ). В связи с этим заключение договора об избежании двойного налогообложения с этой страной является, на наш взгляд, более чем целесообразным и несомненно будет способствовать повышению объема французских рыночно-ориентированных ПИИ в экономику Республики Молдовы.

Стоит отметить, что в мире конкретные положения, посвященные поощрению иностранных инвестиций, содержатся лишь в небольшом количестве двусторонних соглашений о поощрении и взаимной защите капиталовложений и договоров об избежании двойного налогообложения, а именно примерно в 19% таких соглашений [88; стр. 17]. Более значимыми с точки зрения поощрения инвестиций являются многосторонние соглашения о свободной торговле, примерно 70% из которых содержат положения о поощрении инвестиций. Так, согласно документу, разработанному специалистами ЮНКТАД в рамках серии документов по международной инвестиционной политике в интересах развития – «Положения международных инвестиционных соглашений, посвященных поощрению инвестиций» – среди конкретных мер по поощрению инвестиций, предусматриваемых большинством соглашений о свободной торговле, можно перечислить (по мере снижения популярности использования в соглашениях) [88; стр. 17]:

- 1) Транспарентность и обмен информацией – в 75% соглашений;
- 2) Преференциальный доступ к рынкам – в 60% соглашений;
- 3) Институциональная рамочная основа – в 32% соглашений;
- 4) Общее сотрудничество и совместная деятельность – в 32% соглашений;
- 5) Укрепление связей – в 30% соглашений;
- 6) Передача технологии – в 19% соглашений;

- 7) Техническая помощь и укрепление потенциала – в 15% соглашений;
- 8) Стимулы в принимающей стране – в 6% соглашений;
- 9) Уменьшение неформальных препятствий – в 6% соглашений;
- 10) Доступ к рынкам капитала – в 5% соглашений;
- 11) Финансовая помощь принимающей стране – в 5% соглашений;
- 12) Инвестиционные гарантии - в 4% соглашений;
- 13) Сотрудничество между агентствами по поощрению инвестиций – в 2% соглашений.

Соглашение об ассоциации между Европейским Союзом, Европейским сообществом по атомной энергии, их государствами-членами и Республикой Молдова содержит большинство из вышеперечисленных мер по поощрению инвестиций. Наиболее значимыми из них являются условия преференциального доступа к рынкам, которые оказывают непосредственное влияние на объемы рыночно-ориентированных и комплексных ПИИ. В соответствии с Соглашением об ассоциации, с момента подписания соглашения на взаимной основе устраняются таможенные пошлины на все товары, кроме позиций, представленных в приложениях 31, 32 и 33. Так, получение преференциального доступа товаров, произведенных в Республике Молдова к рынкам стран-членов ЕС может расцениваться как положительный фактор, способствующий привлечению комплексных ПИИ в Республику Молдова из стран, которые не входят в экономическое интеграционное объединение с ЕС. Однако в связи с существующими квотными импортными ограничениями ЕС по некоторым товарным позициям (приложение 31), а также ввиду действия механизма «Против обхода закона» (приложение 32) некоторые отрасли экономики теряют свою актуальность для иностранных инвесторов, рассматривающих Республику Молдова в качестве экспортной платформы готовой продукции для снабжения рынков стран-членов ЕС. В тоже время импортные ограничения Республики Молдова в отношении отдельных групп товаров из стран-членов ЕС (приложение 33) являются сдерживающим фактором для привлечения комплексных ПИИ транснациональных корпораций, нацеленных на вовлечение Республики Молдова в качестве участника создания глобальных цепочек добавленной стоимости в рамках интеграционного экономического объединения ЕС и Республики Молдова.

Учитывая то, что подавляющая доля накопленных ПИИ в Республике Молдова приходится на сектор услуг, взаимные преференциальные условия доступа к рынкам услуг стран-членов ЕС и Республики Молдова представляют особенный интерес с точки зрения влияния на приток ПИИ в Республику Молдова. Так, Соглашением об ассоциации

устанавливается перечень трансграничных услуг (отдельно для экономических агентов стран-членов ЕС и для экономических агентов Республики Молдова – приложение 34), разрешенных для оказания одним из способов трансграничного предоставления услуг (либо обоими способами), а именно предоставление услуги с территории одной страны на территорию другой страны (способ 1) и предоставление услуг на территории одной из стран резиденту другой страны (способ 2). По представленному в приложении 34 перечню услуг, предназначенных для оказания экономическими агентами стран-членов ЕС на территории Республики Молдова и резидентам Республики Молдова (всего 165 позиций согласно СРС¹⁶), практически нет ограничений и запретов для применения национального режима или режима РНБ¹⁷, за исключением позиций, представленных в таблице 2.2.

Таблица 2.2

Оговорки и условия ограничения доступа на рынок Республики Молдова экономических резидентов стран-членов ЕС (по отдельным позициям услуг)

Вид услуги согласно позиций СРС	Способ 1	Способ 2
861 Правовые услуги	Запрещено, за исключением консультаций по составлению юридических документов	
9312 Услуги в областях медицины и стоматологии		Только если программы государственного медицинского страхования не покрывают стоимость медикаментов, поставляемых из-за рубежа
93191 Услуги, предоставляемые при родах, услуги медсестер, физиотерапевтов и вспомогательного медицинского персонала		Только если программы государственного страхования не покрывают стоимость иностранных медицинских услуг, потребляемых за рубежом.
7511 Почтовые услуги	Монополия госкомпании «Posta Moldova»	
96199 Обслуживание кинотеатров	Запрещено	Запрещено

Источник: [108]

Анализируя условия преференциального доступа на рынок, услуг, предусмотренных для оказания экономическими агентами Республики Молдова на территории стран-членов ЕС и резидентам стран-членов ЕС (всего 214 позиций согласно СРС), можно отметить, что в среднем в каждой стране-члене ЕС установлен запрет или ограничение по 63 позициям услуг (согласно классификации СРС) – приложение 35.

¹⁶ СРС – Классификация основных продуктов, разработанная ООН

¹⁷ РНБ – Режим наибольшего благоприятствования

Таблица 2.3

Доля услуг, по которым установлен запрет или ограничение в общем количестве видов услуг, установленных соглашением по группам услуг

Группы услуг	Количество видов услуг в каждой группе	Среднее по странам-членам ЕС количество услуг в группе, по которым установлен запрет или ограничение	Доля, %
1. Коммерческие услуги	82	20	24
2. Коммуникационные услуги	3	-	-
3. Строительство и инжиниринг	8	-	-
4. Дистрибьюторские услуги	18	2	11
5. Услуги в области образования	5	2	40
6. Услуги по охране окружающей среды	8	7	87
7. Финансовые услуги	5	3	60
8. Услуги здравоохранения и социальные услуги	3	2	66
9. Туристические услуги	5	1	20
10. Развлечения, культура и спорт	5	2	40
11. Транспортные услуги	10	3	30
12. Вспомогательные и дополнительные транспортные услуги	48	8	17
13. Другие транспортные услуги	1	1	100
14. Энергетическое обслуживание	7	5	71
15. Остальные услуги	6	5	83

Источник: составлено автором на базе [108] и приложения 35

Согласно данным, представленным в таблице 2.3, рынок услуг стран-членов ЕС наиболее открыт для экономических агентов Республики Молдова в области коммуникационных услуг и строительных и инжиниринговых услуг – по этим группам услуг соглашением не установлено никаких ограничений и запретов для экономических агентов Республики Молдова. В десятку менее доступных экономическим агентам Республики Молдова групп услуг, по которым установлены запреты и ограничения применения национального режима или РНБ для экономических агентов Республики Молдова, входят (по мере облегчения ограничений): 1) др. транспортные услуги, 2) услуги по охране окружающей среды, 3) остальные услуги, 4) энергетическое обслуживание, 5) услуги здравоохранения и социальные услуги, 6) финансовые услуги, 7) услуги в области образования, 8) развлечения, 9) культура и спорт, 10) транспортные услуги, 11) коммерческие услуги.

В десятку стран, в которых установлены запреты и ограничения по наибольшему количеству позиций услуг в порядке убывания, включены (в порядке снижения количества позиций с ограничением и запретом): Мальта, Кипр, Румыния, Словения, Словакия, Ирландия, Польша, Чехия, Италия, Болгария.

Принимая во внимание вышеизложенное, можно сделать вывод о том, что в секторе услуг сложившаяся среда способствует в основном привлечению в Республику Молдова рыночно-ориентированных ПИИ из стран-членов ЕС. Наибольший же интерес для комплексных ПИИ представляют группы услуг с наименьшим уровнем ограничений и запретов, а именно коммуникационные услуги и строительство и инжиниринг – отсутствуют ограничения и запреты. В меньшей степени интересны дистрибьюторские услуги, вспомогательные и дополнительные транспортные услуги, туристические услуги, коммерческие услуги, транспортные услуги, характеризующиеся тем, что удельный вес видов услуг, по которым установлен запрет или ограничение в общем количестве видов услуг, установленных соглашением по группам услуг, не больше 30%. При этом, потенциальные иностранные инвесторы, рассматривающие Республику Молдова как экспортную площадку для оказания трансграничных услуг резидентам стран-членам ЕС, ориентируются на страны, в которых количество видов услуг с ограничениями или запретами наименьшее, а именно (10 стран, перечисленных по мере увеличения количества отраслей с ограничениями или запретами): Эстония, Латвия, Литва, Люксембург, Дания, Англия, Нидерланды, Швеция, Финляндия, Испания.

Следует отметить, что Республика Молдова также является участницей 2-х важнейших многосторонних договоров, регулирующих инвестиционный режим в рамках группы стран, именно: 1) соглашения по торговым аспектам инвестиционных мер ВТО (ТРИМС), входящие в пакет документов ГАТТ-ВТО и 2) договор к энергетической хартии (ДЭХ). В соответствии с условиями ТРИМС страны – члены ВТО¹⁸, обязуются воздержаться от инвестиционных мер, несовместимых с положениями ГАТТ-1994, касающихся национально режима и запрета применения количественных ограничений к торговле. В число запрещенных мер входят следующие [109]:

- требования закупки и использования в процессе производства предприятия с иностранным участием товаров отечественного происхождения в определенных объемах или стоимости;
- требование, чтобы закупка или использование импортных товаров увязывались с объемом или стоимостью экспорта местной продукции (требование в отношении сбалансированности торговли);

¹⁸ Республика Молдова присоединилась к ВТО (Всемирной Торговой Организации) в 2001 году

- ограничение импорта товаров для целей производства путем увязки его с объемом валютных поступлений за счет данного предприятия (ограничение доступа к иностранной валюте);
- ограничение экспорта в размере фиксированного объема или доли производимой предприятием продукции.

Таким образом, требования ТРИМС по запрету применения вышеизложенных мер оказывают такой же эффект на ПИИ, как и многосторонние соглашения о свободной торговле, призванные сократить торговые барьеры между странам-участницами соглашений. Так, например, требование запрета на использование в процессе производства предприятия с иностранным участием товаров отечественного происхождения в определенных объемах или стоимости способствует повышению инвестиционной привлекательности страны для иностранных инвесторов, рассматривающих ее в качестве экспортной платформы. Это выражается в том, что одним из мотивов прихода иностранного инвестора является необходимость повышения уровня конкурентоспособности как по цене производимого продукта, так и по качеству. Таким образом, требование по обязательному использованию в производстве тех или иных отечественных факторов происхождения может повлечь удорожание товара (при превышении цены одних местных факторов производства над ценой импортных, что сведет к 0 существующие конкурентные преимущества по другим местным факторам), либо снижение качества (при необходимости использования в производстве некачественных местных факторов). Действие запретов, установленных ТРИМС, исключает эти риски и дает инвестору право свободного выбора среди поставщиков – местных или внешних.

ДЭХ в свою очередь является первым многосторонним соглашением (его ратифицировали 50 стран в том числе и Республика Молдова) на уровне отраслей для конкретного сектора отраслей. Он распространяет свое действие на топливно-энергетический комплекс и содержит базисные положения по поощрению и созданию стабильных, равноправных, благоприятных условий для инвестирования договаривающихся сторон, включая предоставления справедливого одинакового режима, а также обеспечению инвестициям максимальную защиту и безопасность. ДЭХ включает целый ряд действенных положений о разрешении международных споров: если иностранный инвестор считает, что правительство принимающей страны не выполнило свои обязательства по защите инвестиций, он может сам решить, передать ли спор в

национальный суд или международный арбитраж, а договаривающиеся стороны обязаны исполнять арбитражные решения без задержек и на всей территории.

Нужно отметить, что в развитых странах национальное законодательство, как правило, не проводит различия между иностранными и национальными компаниями. В связи с этим в большинстве развитых стран отсутствуют специальные законы и кодексы для иностранных инвесторов, а существуют лишь некоторые постановления. В странах же с развивающейся экономикой существует специальное законодательство об иностранных инвестициях. Его роль заключается в том, чтобы, с одной стороны, определить режим для иностранного инвестора и привлечь его в страну, а с другой стороны – обеспечить защиту национальных производителей. В Республике Молдова деятельность иностранных инвесторов регулируется специальными положениями закона Республики Молдова «Об инвестициях в предпринимательскую деятельность» – об иностранных инвесторах и иностранных инвестициях. Закон гарантирует иностранным инвесторам право на то, что денежные средства и имущество, полученные в результате иностранного инвестирования, после выполнения налоговых обязательств свободно используются и переводятся на территории Республики Молдова и за ее пределы. Также закон определяет процедуру регистрации и порядок осуществления деятельности, и процедуру роспуска предприятия с иностранными инвестициями, которые идентичны таковым для отечественных предприятий Республики Молдова. В Республике Молдова предприятия с иностранными инвестициями могут быть созданы в следующих формах [37]:

- 1) в форме совместного предприятия – предприятие уставный капитал, которого частично состоит из иностранных инвестиций;
- 2) в форме предприятия с иностранным капиталом – уставный капитал которого состоит полностью из иностранных инвестиций;
- 3) в форме филиалов предприятий-нерезидентов, их объединений и международных организаций, созданных на территории Республики Молдова, которые автоматически приобретают статус предприятия, полностью принадлежащего иностранному инвестору (предприятия с иностранным капиталом);
- 4) в форме представительств предприятий-нерезидентов без права юридического лица и без права осуществлять экономическую деятельность.

2.2. Финансовый анализ ресурсной составляющей инвестиционного механизма

Принимая во внимание схему структурных составляющих инвестиционного механизма (приложение 15), можно отметить, что одним из ключевых элементов инвестиционного механизма является блок ресурсного обеспечения инвестиционных

процессов. Этот блок представляет особое значение для эффективного функционирования инвестиционного механизма, так как именно здесь формируются финансовые ресурсы необходимые для реализации инвестиций как на макроуровне, так и на микроуровне. Так, формирование системы ресурсного обеспечения инвестиционного механизма можно охарактеризовать как выстраивание механизма формирования источников финансирования инвестиций¹⁹ на макро- и микроуровне, а также определение алгоритма их взаимодействия. Для проведения дальнейшего анализа считаем целесообразным структурировать систему источников финансирования инвестиционной деятельности (см. приложение 36) и оценить рациональность использования тех или иных источников в Республике Молдова. Как видно из приложения 36, некоторые источники финансирования инвестиционной деятельности на макроуровне в процессе перераспределения финансовых ресурсов превращаются в источники финансирования инвестиций на микроуровне. Нужно отметить, что формирование, использование и взаимодействие источников финансирования инвестиционной деятельности осуществляется с помощью следующих методов²⁰ финансирования инвестиций: самофинансирование, финансирование через механизм фондового рынка, финансирование через механизм кредитного рынка, смешанное финансирование и др. виды.

Анализируя структуру источников финансирования инвестиций в основной капитал в Республике Молдова (2005-2015 гг.) (Диаграмма 2.1), можно констатировать, что преобладающую позицию занимает финансирование инвестиций за счет собственных средств предприятий. Также следует отметить, что наблюдается негативная устойчивая тенденция снижения финансирования за счет средств иностранных инвесторов. Перераспределение происходит, в основном, в сторону увеличения финансирования за счет др. источников (незначительно увеличилась доля финансирования за счет средств бюджета). Для дальнейшего анализа системы ресурсного обеспечения инвестиционного механизма Республики Молдова считаем необходимым рассмотреть сущность и специфику формирования источников финансирования инвестиций в основной капитал в Республике Молдова по отдельности.

¹⁹ Под источниками финансирования инвестиций понимается совокупность форм активов, которые могут использоваться инвесторами для вложений в реальные, финансовые и др. объекты инвестиционной деятельности [130]

²⁰ Под методом финансирования инвестиций понимается механизм мобилизации, мониторинга использования, а в ряде случаев, и обеспечения возврата соответствующих источников [129]

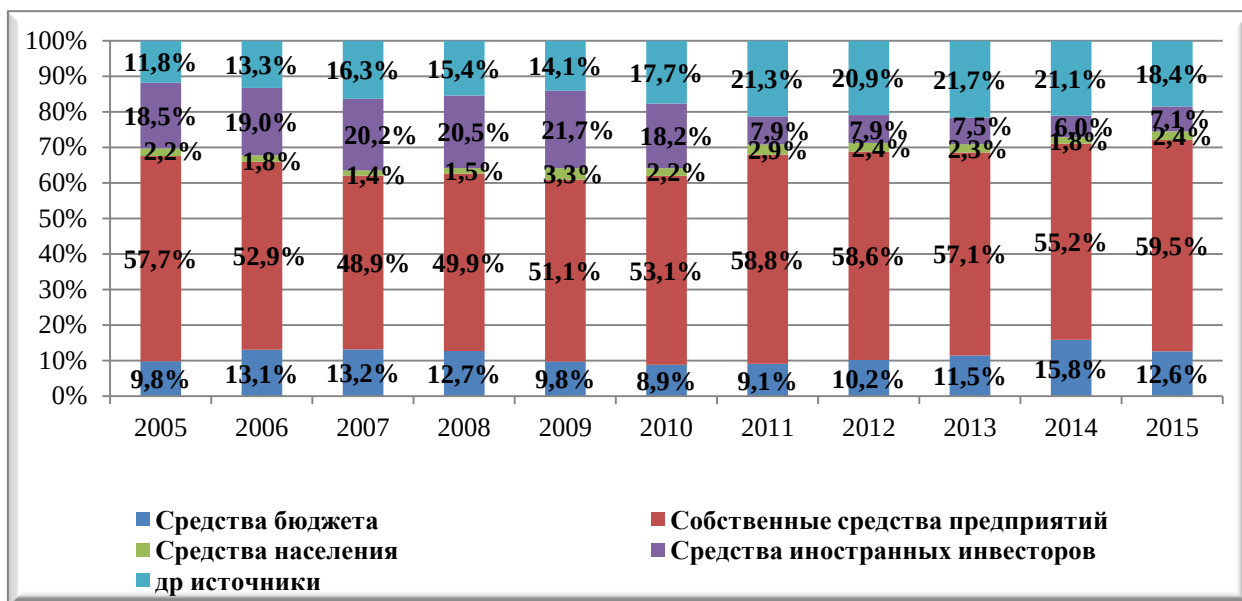


Диаграмма 2.1. Структура источников финансирования инвестиций с основной капитал в Республике Молдова (2005-2015 гг.), %

Источник: составлено автором на основе данных [171]

Собственные источники инвестиционных ресурсов представляют собой внутренние ресурсы предприятия, формирующиеся в процессе его хозяйственной деятельности. Собственные ресурсы играют важную роль в процессе жизнедеятельности любого предприятия. Конечно же, наиболее надежными и, в ряде случаев, предпочтительными являются собственные источники финансирования инвестиций, поскольку для них характерны относительная простота и долгосрочная основа привлечения, они обеспечивают устойчивое финансовое состояние предприятия и снижают риск банкротства. При этом следует отметить, что наиболее значимым для предприятия собственным источником с точки зрения финансирования инвестиций в основной капитал является амортизация, а проведение эффективной амортизационной политики является одним из наиболее значимых механизмов мобилизации внутренних резервов. Это связано с рядом значительных преимуществ амортизационных отчислений:

- 1) амортизационные отчисления являются целевым источником финансирования и предназначены для обеспечения воспроизводства основных средств и нематериальных активов;
- 2) амортизационные отчисления как часть себестоимости реализованной продукции формируются вне зависимости от финансовых результатов деятельности предприятия (т. е. источник характеризуется постоянством и надежностью);
- 3) амортизационные отчисления начисляются непрерывно, а амортизационный фонд, формируемый за их счет, расходуется однократно, т.е. в течение определенного времени

амортизационный фонд может быть использован как дополнительный источник финансовых ресурсов предприятия;

4) в процессе расчета прибыли амортизационные отчисления относятся к расходам, сумма которых учитывается в целях налогообложения. В реальности начисленная сумма амортизации никуда не используется, а остается в обороте предприятия;

5) средства амортизационного фонда используются не только на воспроизводство основных средств на принципиально новой технической основе.

В данном контексте важную роль играет политика государства в области формирования условий, определяющих порядок начисления и использования амортизационных отчислений – амортизационная политика. Проводя эффективную амортизационную политику, государство создает предприятиям возможность иметь достаточный объем инвестиционных ресурсов для расширенного воспроизводства основных фондов.

Однако при формировании системы источников финансирования инвестиций следует учитывать, что использование собственного капитала в качестве единственного источника финансирования инвестиционной деятельности предприятия имеет и свои недостатки, которые заключаются [126]:

1) в ограниченности объемов привлечения для расширения масштабов предпринимательской деятельности;

2) в более высокой стоимости в сравнении с альтернативными заемными источниками капитала;

3) в нереализуемой возможности прироста рентабельности за счет их использования, в отличие от заемных средств, генерирующих эффект финансового левериджа²¹.

Принцип деления источников инвестиционных ресурсов на заемные и привлеченные состоит в том, что выполнение обязательств по заемным средствам не зависит от результатов предпринимательской деятельности, в то время как выплата дивидендов по привлеченным средствам не является обязательной, даже если предприятие рентабельно.

С экономической точки зрения, *заемный капитал*, независимо от его конкретной формы, представляет собой безусловное обязательство хозяйствующего субъекта осуществить возврат к определенному сроку полученной в долг суммы и выплатить ее владельцу заранее оговоренное вознаграждение за использование средств в виде

²¹ Финансовый леверидж представляет собой объективный фактор, возникающий с появлением заемных средств в объеме используемого предприятием капитала, позволяющий ему получить дополнительную прибыль на собственный капитал.

процента. Принципы финансирования заемными средствами: возвратность, платность, срочность.

Одним из самым распространенных видов заемных средств являются кредиты. В общем, несмотря на относительную стабильность банковского сектора Республики Молдова, уровень финансового посредничества, в том числе инвестиционного, является очень низким, о чем свидетельствует низкая доля банковских кредитов в ВВП Республики Молдова. На диаграмме 2.2 видно, что доля банковских кредитов в ВВП Республики Молдова за 2004-2016 гг. колебалась в диапазоне min 30,22% (2005 год) – max 43,89 (2013 год). В развитых странах этот показатель значительно выше (150-300%) [111]. Данная ситуация свидетельствует об ограниченном доступе экономических агентов Республики Молдова к кредитным финансовым ресурсам и недостаточном использовании кредитного потенциала банков Республики Молдова в контексте ресурсного обеспечения инвестиционного механизма Республики Молдова.

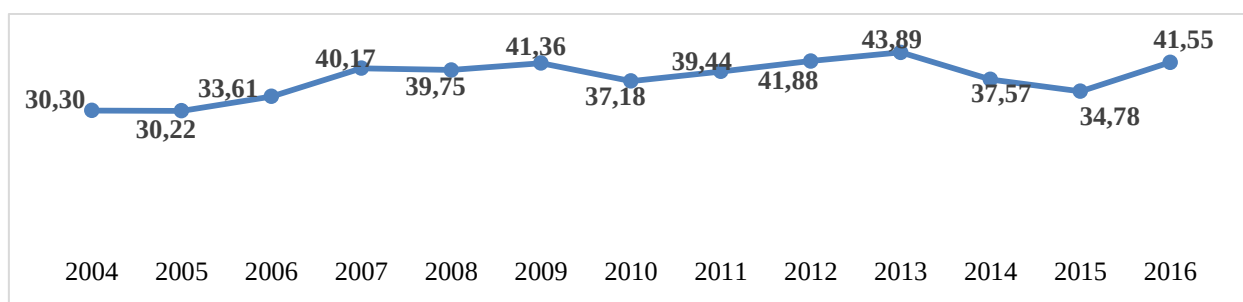


Диаграмма 2.2. Доля банковских кредитов в ВВП, %

Источник: составлено автором на основе данных [167] и [171]

Для оценки вклада банков в формирование ресурсного обеспечения инвестиционного механизма Республики Молдова необходимо проанализировать структурные тенденции развития кредитного портфеля. Так, согласно данным Национального Банка Республики Молдова, в течение 2013-2016 гг. основную группу заемщиков банков составляли юридические лица. Однако доля кредитов юридическим лицам в кредитных портфелях банков постепенно снижается с каждым годом (2013 год – 88,4%, 2014 год – 85,5%, 2015 год – 84,2%, 2016 – 81,5) [167], но все еще остается на высоком уровне. Анализируя структуру кредитного портфеля по отраслям (см. диаграмму 2.3), необходимо отметить, что всего четверть кредитного портфеля приходится на отрасли промышленности. Другая четверть приходится на коммерческие и потребительские кредиты, которые в основном направлены на стимулирование розничной продажи товаров и развития безналичного денежного оборота, а остальной состав представлен кредитами компаниям, оказывающим услуги, кредитами небанковскому финансовому сектору и др. кредитами, не

ориентированными на производственную сферу. Таким образом, видно, что банки в меньшей степени ориентированы на производственную сферу.



Диаграмма 2.3. Отраслевая структура кредитного портфеля банков Республики Молдова в период 2014-2016гг, %

Источник: составлено автором на основе данных [167]

Следует отметить, что одним из затруднений при проведении анализа вклада банков в формирование ресурсного обеспечения инвестиционного механизма Республики Молдова является отсутствие на уровне национальной и банковской статистики данных о предоставлении кредитов в отдельности на инвестиционную и операционную деятельность экономических агентов. В этой связи для повышения эффективности мер инвестиционной политики в рамках усовершенствования инвестиционного механизма Республики Молдова рекомендуем вести более детальную банковскую статистику по предоставлению кредитов экономическим агентам на инвестиционные цели в разрезе

отраслей. Одной из косвенных, но не менее важных характеристик вклада банков в формирование ресурсного обеспечения инвестиционного механизма, является анализ структуры кредитного портфеля по срокам выдачи кредитов (в сегменте – «юридические лица»). Можно отметить, что в период 2004-2016 гг. в этом направлении наблюдаются положительные изменения в структуре кредитного портфеля в сегменте – «юридические лица», по срокам выдачи кредитов. Так, доля краткосрочных кредитов (до 12 месяцев) в национальной валюте снизилась с 69,3% в 2004 году до 19,3% в 2016 году и в иностранной валюте – с 53,9% в 2004 году до 19,6%, а доля среднесрочных и долгосрочных кредитов (свыше 12 месяцев) увеличилась в соответствующей пропорции и составила в 2016 году 80,7% по кредитам в национальной валюте и 80,4% – по кредитам в иностранной валюте²². Несмотря на то, что эти показатели намного ниже показателей развитых стран (в странах ЕС 52 % всех кредитов выдается на срок свыше пяти лет), существующие тенденции говорят о расширении доступа экономических агентов Республики Молдова к «длинным деньгам», что, несомненно, является положительным фактором для расширения возможностей формирования ресурсного обеспечения инвестиционной деятельности через кредитование. Общая тенденция снижения средневзвешенных процентных ставок как по краткосрочным, так по среднесрочным и долгосрочным кредитам (с 20,77% в 2004 году до 14,07% в 2016 году – по кредитам в национальной валюте; с 11,39% в 2004 году до 5,88% в 2016 году – по кредитам в иностранной валюте) [172], также является фактором расширения доступа экономических агентов Республики Молдова к финансовым ресурсам.

Согласно структуре источников финансирования инвестиций в основной капитал в Республике Молдова (диаграмма 4), особого внимания при проведении анализа блока ресурсного обеспечения инвестиционного механизма Республики Молдова требует такой источник финансирования инвестиций, как средства бюджета. Природа бюджетных средств определяется источниками их образования на макроуровне и последующим перераспределением для финансирования инвестиционной деятельности экономических агентов Республики Молдова (микроуровень). Среди основных источников образования бюджетных средств можно выделить (приложение 37): внутригосударственные ресурсы формирования доходов бюджета (налоговые поступления), средства внутреннего финансирования дефицита бюджета и средства внешнего финансирования дефицита бюджета.

²² Рассчитано автором на основании [167]

Внутригосударственные ресурсы формирования доходов бюджета

Анализируя структуру государственных доходов Республики Молдова (Диаграмму 2.4), можно отметить, что доля социальных взносов соответствует уровню развитых стран. Однако по структуре доходов от налоговых поступлений Республике Молдова в большей степени присущи черты развивающейся экономики (Диаграмма 2.5).

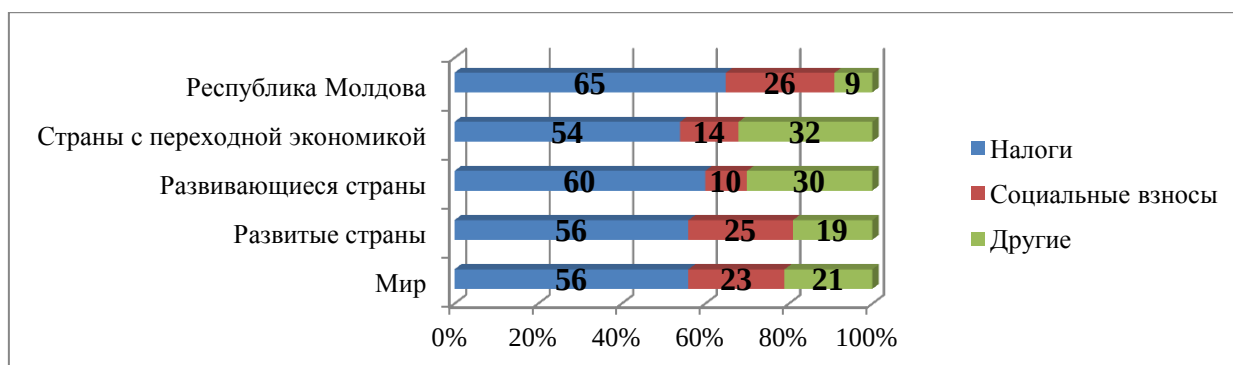


Диаграмма 2.4. Структура государственных доходов Республики Молдова, в % от общих государственных доходов

Источник: составлено автором на базе данных [168] и [162]

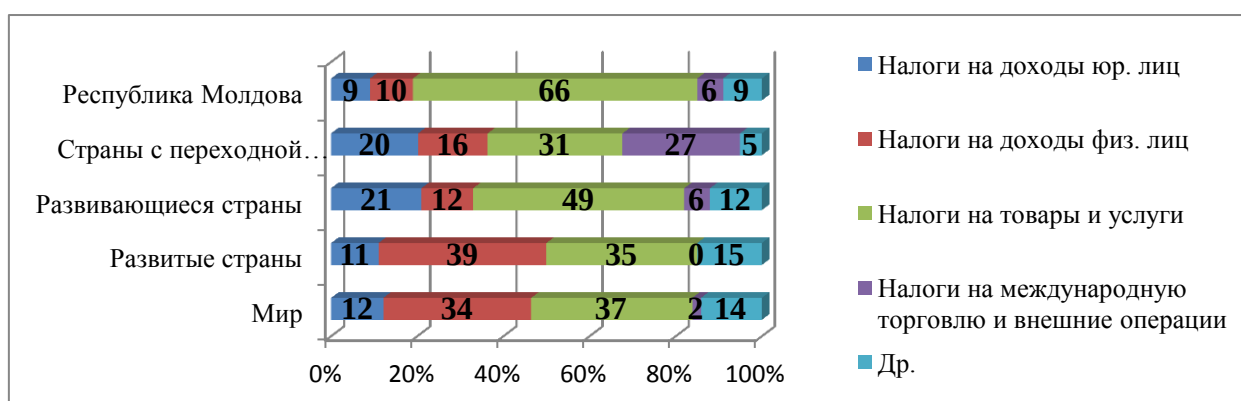


Диаграмма 2.5. Структура государственных доходов от налоговых поступлений Республики Молдова, в %

Источник: составлено автором на базе данных [168] и [162]

Анализ показывает, что в отличие от развивающихся стран, в развитых странах основной составляющей государственных доходов от налоговых поступлений являются налоги на доходы физических лиц. В структуре же государственных доходов от налоговых поступлений в Республике Молдова, как и в развивающихся странах, самую высокую долю занимают налоги на товары и услуги, а именно – 49% и 66% соответственно. Это связано, в первую очередь, с тем, что механизм сбора налогов на товары и услуги не требует образования сложных институциональных структур, является менее затратным, чем механизм сбора прямых налогов. Во-вторых, учитывая более низкий уровень доходов населения и компаний, в развивающихся странах

налогооблагаемая база по налогам на доходы намного ниже, чем в развитых странах. Также необходимо отметить, что для Республики Молдова немаловажным компонентом в структуре государственных доходов от налоговых поступлений являются налоги от внешнеэкономической деятельности. Так, несмотря на то что налоги на международную торговлю и внешние операции составляют всего 6% от всех налоговых доходов, в структуре налогов на товары и услуги большую долю (более 50%) занимает НДС на импортируемые товары.

Таким образом, в формировании внутригосударственных ресурсов бюджета в качестве основы ресурсного обеспечения инвестиционного механизма Республики Молдова особое место занимают налоги на товары и услуги, что является существенным отличием от структуры источников формирования государственных доходов от налоговых поступлений развитых стран, где ведущие позиции занимают доходы от налогов на доходы физических лиц. Однако, с нашей точки зрения, говоря о перспективах возможностей увеличения налоговых доходов государственного бюджета Республики Молдова, нельзя однозначно принимать за эталон структуру государственных доходов от налоговых поступлений развитых стран. Большее внимание следует уделить увеличению доли доходов от поступления налогов от компаний с иностранным капиталом и налогов на международную торговлю и внешние операции. Считаем, что ввиду существующих взаимосвязей налоговой политики и инвестиций, в том числе иностранных, именно эти составляющие имеют резервы роста в рамках существующей структуры государственных доходов от налоговых поступлений Республики Молдова и использования налоговых поступлений в качестве источника формирования ресурсного обеспечения инвестиционного механизма Республики Молдова.

Средства внутреннего финансирования дефицита бюджета

Можно выделить 2 внутренних источника финансирования дефицита бюджета – средства, поступившие от размещения государственных ценных бумаг, выпускаемых для размещения на внутреннем рынке, и внутренние государственные займы.

Государственные ценные бумаги, предназначенные для размещения на внутреннем рынке, выпускаются в национальной валюте и могут быть индексированы. Номинальная стоимость и проценты индексируемой государственной ценной бумаги соотносятся, на момент платежа, с контрольной величиной некоторой переменной. В качестве переменной может быть использован обменный курс иностранной валюты, уровень инфляции или любая другая переменная либо показатель, предусмотренный в условиях эмиссии. Законом Республики Молдова от 22 декабря 2006 года №419-XVI «О долге публичного

сектора, государственных гарантиях и государственном рекредитовании» предусмотрены следующие виды государственных ценных бумаг:

- 1) казначейские обязательства – выпускаются с дисконтом и выкупаются по номинальной стоимости, со сроком обращения до одного года (21 день, 91 день, 182 дня, 364 дня);
- 2) государственные облигации – выпускаются с дисконтом, по номинальной стоимости или с премией, с фиксированной или плавающей процентной ставкой, и выкупаются по их номинальной стоимости, со сроком обращения один год и более (от 1 года до 5 лет).

Казначейские обязательства и государственные облигации предназначены для инвесторов, в качестве которых могут выступать юридические или физические лица, резиденты или нерезиденты Республики Молдова.

Размещение государственных ценных бумаг на первичном рынке осуществляется через аукционы, проводимые Национальным банком Молдовы. Подача заявки на участие в аукционе по продаже государственных ценных бумаг от имени инвестора осуществляется исключительно первичным дилером. В Республике Молдова первичными дилерами для приобретения государственных ценных бумаг могут быть: BC „MOLDINDCONBANK” S.A., BC „MOLDOVA-AGROINDBANK” S.A., BC „VICTORIABANK” S.A., BC „MOBIASBANCA – GROUPE SOCIETE GENERALE” S.A., BC „FINCOMBANK” S.A., BC „ENERGBANK” S.A., BC „EXIMBANK - GRUPPO VENETO BANCA” S.A., BANCA COMERCIALĂ ROMÂNĂ CHIȘINĂU S.A., BC „EUROCREDITBANK” S.A.. Нужно отметить, что деятельность коммерческих банков в качестве первичного дилера по размещению государственных ценных бумаг определяет дополнительную роль коммерческих банков в инвестиционном механизме Республики Молдова.

Совокупность накопленных обязательств государства по привлечению средств внутреннего финансирования дефицита бюджета образует внутренний государственный долг страны. Анализируя динамику и структуру государственного внутреннего долга Республики Молдова за 2006-2015 гг. (Таблица 2.4), необходимо заметить, что, несмотря на общую тенденцию ежегодного увеличения объема государственного внутреннего долга, можно констатировать положительную тенденцию снижения такого показателя, как доля государственного внутреннего долга в ВВП, так, за этот период произошло снижение с 8,47% в ВВП (2006 год) до 5,89% в ВВП (2015 год). Это говорит о том, что использование средств внутреннего финансирования дефицита бюджета как база блока ресурсного обеспечения инвестиционного механизма Республики Молдова осуществлялось эффективно в течение анализируемого периода (2006-2015 гг.), о чем

свидетельствует превышение темпов роста ВВП над темпами роста государственного внутреннего долга.

Таблица 2.4

Динамика государственного внутреннего долга Республики Молдова за период 2006-2015 гг. млн. лей

Переоформленные займы, предоставленные Национальным Банком Молдовы государству в предыдущие годы		Государственные внутренние займы в форме государственных ценных бумаг в обращении				Итого
		Всего	в том числе (в форме записи на счете):			
			выпущенные через аукцион	конвертированные государственные ценные бумаги	государственные ценные бумаги для обеспечения финансовой стабильности	
Период						
31.12.06	2092,24	1697,94	1297,99	399,95	0	3790,18
31.12.07	1932,24	1816,42	1416,47	399,95	0	3748,66
31.12.08	0	3509,9	1296,5	2213,4	0	3509,9
31.12.09	0	5104,9	2891,5	2213,4	0	5104,9
31.12.10	0	5304,9	3091,5	2213,4	0	5304,9
31.12.11	0	5841,9	3256,0	2213,4	372,5	5841,9
31.12.12	0	6158,935	3816,118	2063,392	279,425	6158,935
31.12.13	0	6675,793	4426,118	2063,392	186,283	6675,793
31.12.14	0	7075,36	4918,827	2063,392	93,141	7075,36
31.12.15	0	7225,427	5162,035	2063,392	0	7225,427

Источник: [168]

В период 2006-2015 гг. в структуре государственного внутреннего долга Республики Молдова также произошло перераспределение в сторону увеличения удельного веса привлечения финансовых ресурсов через размещение государственных ценных бумаг (казначейских обязательств и государственных облигаций) на первичном рынке через аукцион и снижения доли всех остальных составляющих. Так, вплоть до 2007 года формирование внутреннего долга происходило преимущественно за счет займов правительства перед Национальным Банком Молдовы (более 50% государственного внутреннего долга), остальная часть включала размещение государственных ценных бумаг на первичном рынке через аукцион и конвертированные государственные ценные бумаги. В течение 1-го квартала 2008 года была осуществлена конвертация всего объема государственных займов, предоставленных НБМ в предыдущие годы, в государственные ценные бумаги. В связи с этим, начиная с 2008 года структура внутреннего государственного долга существенно изменилась – так, в 2008 году большую долю занимали конвертированные государственные ценные бумаги – 63,1%, оставшиеся 36,9% приходились на государственные ценные бумаги, выпущенные через аукцион. Далее, начиная с 2009 года наращивание государственного внутреннего долга происходило в основном за счет ежегодного увеличения выпуска государственных ценных бумаг –

казначейских обязательств и государственных облигаций – (прирост составил: в 2009 году – 1595 млн. леев, в 2010 году – 200 млн. леев, в 2011 году – 164,5 млн. леев, в 2012 году – 560,118 млн. леев, в 2013 году – 610 млн. леев, в 2014 году – 492,709 млн. леев, в 2015 году – 243,208 млн. леев). В 2015 году наибольший удельный вес в общем объеме государственного внутреннего долга занимают государственные ценные бумаги, выпущенные через аукцион, а именно – 71,4%, оставшиеся 28,6% приходятся на конвертированные государственные ценные бумаги.

Средства внешнего финансирования дефицита бюджета

Можно выделить следующие внешние источники финансирования дефицита бюджета: внешние государственные займы, государственные ценные бумаги, выпущенные для размещения на внешних финансовых рынках, СДР (специальные права заимствования) и внешние государственные гарантии [38]. Совокупность накопленных обязательств государства по привлечению средств внешнего финансирования дефицита бюджета образует внешний государственный долг страны.

Анализируя динамику внешнего государственного долга Республики Молдова за период 2012-2016 гг., можно отметить, что наблюдается тенденция ежегодного увеличения долга в стоимостном выражении в период 2012-2013 гг. (соответственно, 1762,57 млн. долл. и 1774,92 млн. долл.), затем снижение в период 2014-2015 гг. (соответственно, 1731,05 млн. долл. и 1702,04 млн. долл.) и значительное увеличение в 2016 году до 1778,90 млн. долл.[172] Еще одной тенденцией, которая свидетельствует о непроизводительном воздействии, а следовательно о недостаточно эффективном использовании привлеченных средств внешнего финансирования дефицита бюджета в качестве основы формирования ресурсного обеспечения инвестиционного механизма Республики Молдова, является увеличение доли внешнего государственного долга в общем объеме ВВП (диаграмма 2.6).

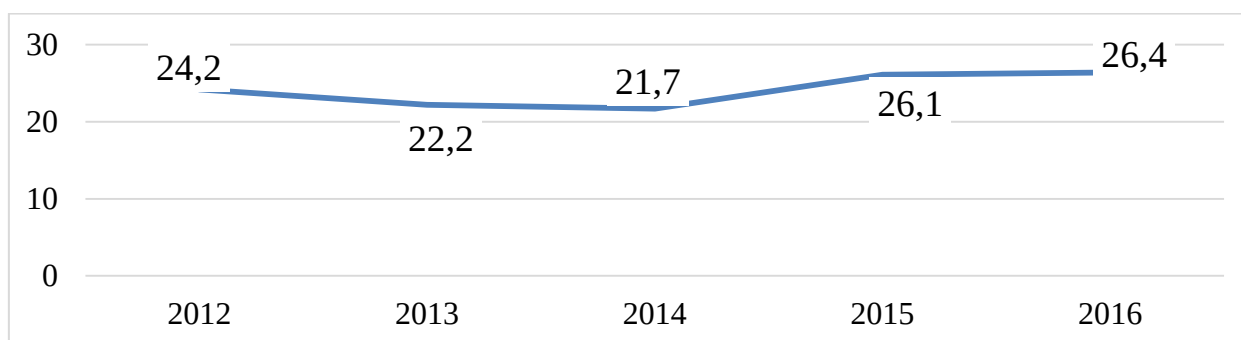


Диаграмма 2.6. Внешний публичный и гарантированный государством долг/ ВВП, %
Источник: [172]

Рассматривая структуру внешнего государственного долга Республики Молдова за период 2008 – 2016 гг. (диаграмма 2.7), можно отметить что, финансирование происходит преимущественно за счет внешних государственных займов. А начиная с 2009 года такой инструмент финансирования, как государственные ценные бумаги, выпущенные для размещения на внешних финансовых рынках (международные облигации), не использовался.

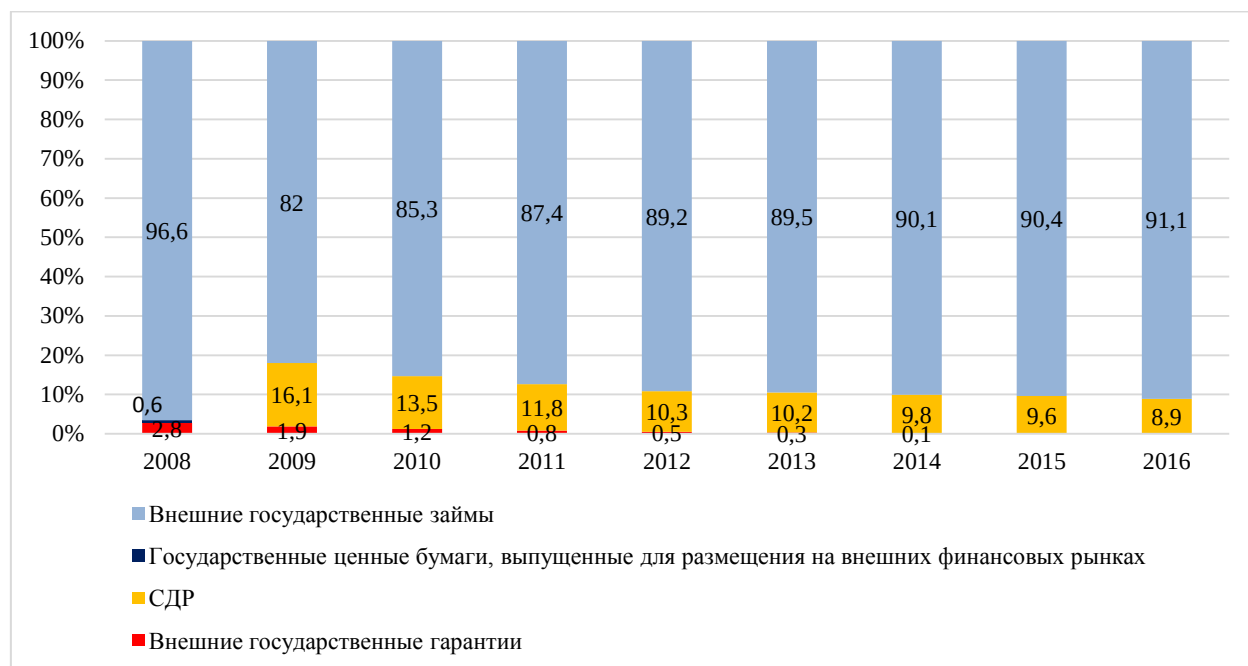


Диаграмма 2.7. Структура внешнего государственного долга Республики Молдова за период 2008 – 2014 гг., %

Источник: рассчитано автором на основе [172]

Основными инструментами внешнего государственного долга в период 2009-2016 гг. являлись внешние государственные займы и СДР. При этом в структуре внешних государственных займов более половины займов приходилось на займы, предоставленные международными финансовыми организациями (Таблица 2.5). Среди международных финансовых организаций, кредитующих Республику Молдова, можно перечислить Международную ассоциацию развития (МАР), Международный банк реконструкции и развития (МБРР), Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР), Международный фонд сельскохозяйственного развития (МФСР), Банк развития Совета Европы (БРСЕ), Европейский инвестиционный банк (ЕИБ), Международный валютный фонд, Международная ассоциация развития (МАР) и Международный банк реконструкции и развития (МБРР) [172].

Таблица 2.5

Структуре внешних государственных займов по группам кредиторов, %

	2012	2013	2014	2015	2016
Международные организации	84,3	86,3	86,8	85,8	83,2
Двусторонние кредиторы	12,7	11,3	10,9	12,5	15,4
Долг государственных корпораций	1,7	1,5	1,4	0,6	0,3
Долг АТЕ	1,3	0,9	0,9	1,1	1,1

Источник: рассчитано автором на основании данных [172]

Займы, предоставленные государствами-партнерами на основании двусторонних договоров, занимают второе место и составляют немногим менее 1/6 от всего объема внешних государственных займов. В период 2008-2016 гг. кредиторами Республики Молдова среди стран-партнеров являлись Россия, США, Германия, Япония, Австрия, Румыния, Турция и Польша. Структура займов, предоставленных Республике Молдова странами-партнерами в 2016 году, отражена на диаграмме 2.8.

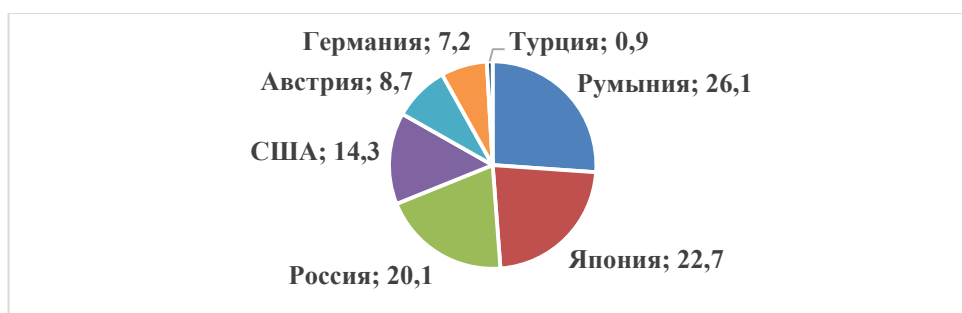


Диаграмма 2.8. Займы, предоставленные Республике Молдова странами-партнерами в 2016 году, %

Источник: рассчитано автором на основе данных [172]

Исходя из проведенного выше анализа структуры и динамики средств внешнего финансирования дефицита бюджета, можно отметить, что в Республике Молдова механизм формирования средств для покрытия бюджетного дефицита за счет внешних источников и, как следствие, предназначенных для дальнейших инвестиций в отрасли национальной экономики носит недостаточно эффективный и стабильный характер. Так, начиная с 2009 года не используется такой инструмент внешнего финансирования дефицита бюджета, как государственные ценные бумаги, выпущенные для размещения на внешних финансовых рынках (международные облигации). На наш взгляд, ряд объективных преимуществ для заемщика среди всех видов международных облигаций с точки зрения их использования в контексте ресурсной составляющей инвестиционного механизма Республики Молдова имеют еврооблигации, а именно:

Во-первых, они предоставляют право выбора валюты выражения.

Во-вторых, они имеют высокую степень валютной эластичности, как по составу валют выражения, так и по удельному весу еврооблигаций, выраженных в той или другой валюте в их общей массе.

В-третьих, еврооблигации обеспечивают большую мобильность капитала в международном масштабе, поскольку привлекают большее количество инвесторов, чем другие международные финансовые инструменты по следующим причинам:

- еврооблигации обеспечивают инвесторам большую диверсификацию портфелей и более высокие доходы, чем вложения в отечественные облигации;
- существует тесная связь между международным евровалютным рынком и рынком еврооблигаций. Например, дилеры еврооблигаций могут получать ссуды для финансирования своих операций в евровалютах;
- на еврооблигационном рынке почти полностью отсутствуют государственное регулирование. Еврооблигации одновременно размещаются на рынках нескольких стран, в результате чего они не подвержены системам национального регулирования, в том числе и по объемам заимствования;
- еврооблигации выпускаются на предъявителя, что сохраняет анонимность инвестора и позволяет ему избежать налогообложения.

Учитывая вышеизложенное, считаем, что обращение государства к привлечению финансовых ресурсов через размещение международных облигаций, в частности еврооблигаций, будет способствовать повышению устойчивости системы формирования такого источника инвестиционного механизма, как бюджетные средства. Учитывая существующие факторы нестабильности при формировании бюджетных ресурсов в рамках ресурсного обеспечения инвестиционного механизма, пристального мониторинга и контроля требует государственный долг. В связи с этим Министерство Финансов Республики Молдова ежегодно разрабатывает программу «Управление государственным долгом в среднесрочном периоде». Данная программа предусматривает оценку ряда ключевых параметров риска и устойчивости государственного долга Республики Молдова. Соответствие реальных значений этих показателей референтным значениям служит ориентиром для государственных органов Республики Молдова в принятии решений об объемах и источниках финансирования и выработке ориентиров на перспективу.

Рассматривая программу «Управление государственным долгом в среднесрочном периоде (2017-2019 гг.)», можно заметить, что основной акцент в структуре источников

финансирования бюджетного дефицита на период 2017-2019 гг. делается на источники внешнего финансирования (вариант S1) в основном за счет многосторонних кредитов. При этом отмечается, что внешние государственные ссуды будут направлены в большей степени – 63% – на финансирование инвестиционных проектов, что, несомненно, является положительным компонентом при формировании ресурсной инвестиционной базы в рамках повышения устойчивости инвестиционного механизма Республики Молдова.

Следует отметить, что Министерство Финансов периодически рассматривает альтернативные варианты финансирования бюджетного дефицита. Так, например, в программе «Управление государственным долгом в среднесрочном периоде (2016-2018 гг.)» было рассмотрено 4 альтернативных стратегии финансирования:

Стратегия I предусматривает сохранение текущей структуры финансирования исходя из существующих рыночных условий;

Стратегия II предполагает увеличение доли внутреннего финансирования за счет диверсификации среднесрочных долговых инструментов;

Стратегия III предусматривает увеличение внутреннего финансирования за счет выпуска долгосрочных инструментов обращения преимущественно с плавающей процентной ставкой;

Стратегия IV основана на сокращении внешнего финансирования и финансирования дефицита бюджета исключительно за счет внутренних источников.

Далее, на основе моделирования инструментария MTDS²³ были рассчитаны показатели стоимости, рисков и устойчивости долга, полученные в результате применения каждой стратегии в отдельности. Было выявлено, что оптимальное соотношение стоимость/риск связано с основной Стратегией II, на которую и был сделан ориентир при построении среднесрочной прогностической модели финансирования.

В программе «Управление государственным долгом в среднесрочном периоде (2017-2019 гг.)» рассматривался также вариант S2 альтернативный варианту S1. Вариант S2 предполагал, что финансирование будет осуществлять в равной степени на основе как внешних, так и внутренних источников, а также предусматривал разработку новых рыночных финансовых инструментов для внутреннего финансирования и увеличение финансирования от двусторонних кредитов с фиксированной % ставкой.

²³ Medium Term Debt Management Strategy (MTDS) представляет собой аналитический инструментарий разработанный группой Всемирного банка – Международного валютного фонда. Он предоставляет количественные оценки, связанные с соотношением затраты/риск, ассоциированным с альтернативными стратегиями обеспечения финансовых потребностей, и позволяет осуществлять моделирование влияния различных сценариев развития показателей рынка на государственный долг и его обслуживание.

Рассмотрев стратегии финансирования, которые предлагались в программах «Управление государственным долгом в среднесрочном периоде (2016-2018 гг.) и (2017-2019 гг.)», можно отметить, что ни одна из рассматриваемых стратегий не предусматривает такой источник финансирования, как международные облигации. Считаем необходимым рекомендовать при разработке стратегии финансирования бюджетного дефицита ввести в прогностическую модель вариант с использованием международных облигаций.

Возвращаясь к оценке системы методов финансирования инвестиционной деятельности, представленной в приложении 36, необходимо отметить, что следующим этапом в процессе финансирования инвестиционной деятельности посредством бюджетных средств является перераспределение заимствованных на внутреннем и внешнем уровне ресурсов. Далее предприятие может получить эти средства в виде:

Бюджетных инвестиций, которые представляют собой предусмотренные бюджетом соответствующего уровня целевые программы по финансированию инвестиционных проектов. Предоставление бюджетных инвестиций влечет возникновение права государственной собственности на эквивалентную часть уставных капиталов и имущества объектов.

Бюджетный кредит может быть предоставлен на условиях возмездности, возвратности и наличия у заемщика соответствующего обеспечения. В качестве обеспечения исполнения обязательств по возврату бюджетного кредита могут выступать банковские гарантии, поручительства, залог имущества, в том числе в виде акций, иных ценных бумаг и паев. Заемщики обязаны вернуть бюджетный кредит и уплатить проценты за пользование им в порядке и сроки, установленные условиями предоставления кредита и договором.

Государственные гарантии – договор поручительства между государством и кредитором, в соответствии с которым государство обязуется полностью или частично выплатить кредитору долг гарантированного дебитора (юридического лица, получившего заем под государственную гарантию), возникший в результате внутренних или внешних займов в случае невыполнения гарантированным дебитором своих обязательств перед кредитором.

Согласно закону Республики Молдова №419-XVI «О долге публичного сектора, государственных гарантиях и государственном рекредитовании», внутренние и внешние государственные гарантии выпускаются в следующих исключительных случаях:

а) для гарантирования внутренних или внешних займов, предназначенных для реализации проектов, финансируемых из внешних или внутренних источников, имеющих приоритетное значение для национальной экономики;

б) для займов, предназначенных для досрочного погашения займов, ранее гарантированных государственными гарантиями, при условии, что новые займы будут иметь более низкую финансовую стоимость;

с) для гарантирования экстренных кредитов, предоставляемых банкам Национальным банком Молдовы в ситуациях системного финансового кризиса или риска его возникновения.

Считаем, что в условиях мирового финансового экономического кризиса государственные гарантии являются важнейшим инструментом поддержки инвестиционных программ предприятий. Так, в период острого мирового финансового экономического кризиса 2008 году общая сумма государственных внешних гарантий, предусмотренная государственным бюджетом Республики Молдова на 2008 год, была зафиксирована на уровне 10,9 млн. долл. США. В течение 2009-2013 гг. происходило постепенное снижение объема внешних государственных гарантий в связи с погашением в срок сумм, прогнозируемых к выплате. Начиная с 2014 года государственные внешние гарантии больше не предоставлялись.

Инвестиционный налоговый кредит представляет собой такое изменение срока уплаты налога, при котором предприятию при наличии оснований, указанных в налоговом кодексе, предоставляется возможность в течение определенного срока и в определенных пределах уменьшать свои платежи по налогу с последующей поэтапной уплатой суммы кредита и начисленных процентов. Таким образом, в основе лежит принцип срочности, возвратности и платности. Налоговым Кодексом Республики Молдова возможность отсрочки или рассрочки погашения налогового обязательства компании предусмотрена только в случае причинения ей материального ущерба в результате стихийного бедствия, техногенной катастрофы или других чрезвычайных и неотвратимых обстоятельств. Предоставление отсрочки или рассрочки погашения налогового обязательства в инвестиционных целях не предусмотрено в Налоговом Кодексе Республики Молдова.

Итак, принимая во внимание структуру инвестиций в основной капитал по источникам финансирования в Республике Молдова, следует отметить, что сложившаяся картина противоречит тенденциям, принятым в странах с развитой экономикой, и указывает на существование недостаточно эффективного механизма финансирования инвестиционной деятельности в Республике Молдова. На основании проведенного

анализа можно отметить следующие характерные особенности существующей системы финансирования инвестиционной деятельности Республики Молдова, на наш взгляд, требующие корректировки:

1) на данный момент основным источником финансирования основного капитала являются собственные средства. Это говорит о том, что компании Республики Молдова практически не используют эффекты финансового левериджа от привлечения заемного капитала, посредством которого можно получить дополнительную прибыль на собственный капитал. Так, на банковское кредитование в основном ориентируются в странах континентальной Европы;

2) в Республике Молдова практически не используются инструменты фондового рынка для привлечения инвестиционных финансовых ресурсов. Необходимо отметить, что использование тех или иных инструментов финансирования инвестиций определяется в большей степени традициями финансовых систем. Именно англосаксонские страны (в частности, США, Великобритания, Канада и пр.) ориентированы на фондовый рынок, как на основной источник привлечения инвестиций (посредством эмиссии акций финансируется до 15-20 % всех инвестиций в основной капитал);

3) на данный момент Республика Молдова активно использует национальный фондовый рынок для размещения государственных облигационных займов и начиная с 2009 года не использует такой инструмент финансирования как государственные ценные бумаги, выпущенные для размещения на внешних финансовых рынках (международные облигации). При этом в программах «Управление государственным долгом в среднесрочном периоде (2016-2018) и (2017-2019)» был проведен анализ многих альтернативных стратегий финансирования государственного долга Республики Молдова, но ни одна из стратегий не предусматривает такой источник финансирования как международные облигации;

4) наблюдается отрицательная тенденция снижения удельного веса средств иностранных инвесторов (прямые иностранные инвестиции), что свидетельствует о снижении уровня устойчивых источников финансирования, способствующих развитию и качественному экономическому росту в стране.

В связи с вышеизложенным, далее в работе особое внимание будет уделено особенностям привлечения финансовых ресурсов фондового рынка в рамках формирования ресурсной составляющей инвестиционного механизма.

2.3. Возможности привлечения инвестиционных ресурсов через фондовый рынок как элемент ресурсного обеспечения инвестиционного механизма

В развитых странах механизмы привлечения инвестиционных ресурсов на фондовом рынке пользуются большой популярностью как среди предприятий, так и среди государств. Принимая во внимание анализ источников финансирования инвестиционной деятельности Республики Молдова, проведенный в предыдущих параграфах, а также основные направления развития, заложенные в государственных стратегиях Республики Молдова, автор считает, что в ближайшей перспективе для Республики Молдова интерес государства должен быть сосредоточен в области долговых финансовых инструментов (а именно в области международных облигаций), в то время как на уровне предприятий большее внимание должно быть нацелено на привлечение финансовых средств через размещение акций на национальной фондовой бирже и на международных площадках.

Для анализа динамики привлечённых финансовых ресурсов компаниями через национальный фондовый рынок Республики Молдова обратимся к данным эволюции первичного рынка ценных бумаг (так как именно на первичном рынке ценных бумаг рынок аккумулируются новые финансовые средства для эмитента).

За анализируемый период 2004-2014 гг. можно отметить, что интенсивнее всего компании Республики Молдова привлекали финансовые ресурсы через первичный рынок ценных бумаг Республики Молдова в 2004 (на протяжении 2004 года было зарегистрировано 114 эмиссий ценных бумаг общим объемом 1646,2 миллиона леев, из которых: 28 эмиссий, произведенных при создании акционерных обществ и 86 дополнительных эмиссий).

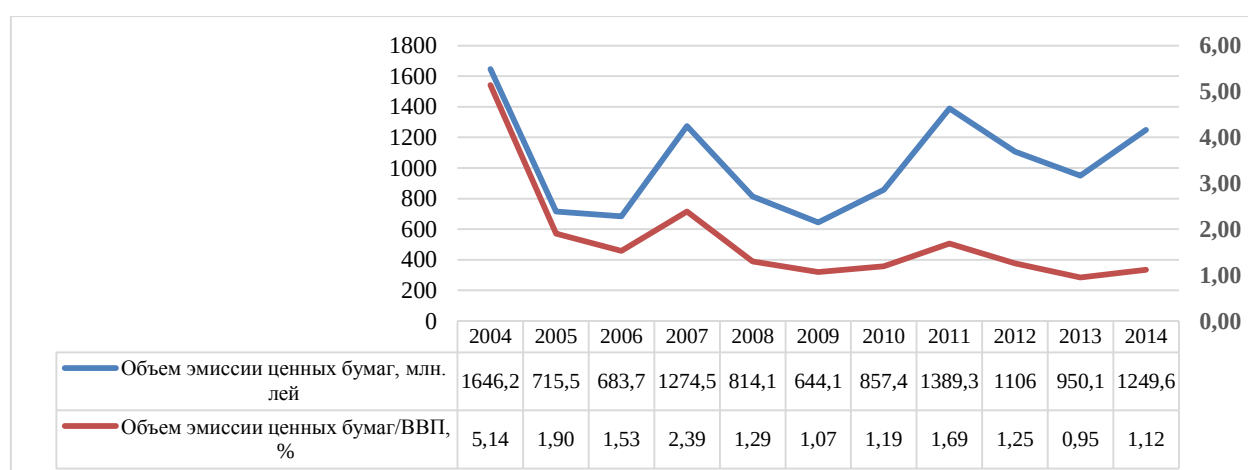


Диаграмма 2.9. Эволюция эмиссий ценных бумаг на рынке ценных бумаг Республики Молдова за период 2004-2014гг

Источник: составлено автором на базе данных государственного реестра ценных бумаг Республики Молдова

Данные диаграммы 2.9 свидетельствуют о том, что динамика объемов финансовых ресурсов, привлекаемых компаниями через национальный фондовый рынок Республики Молдова, носит циклический характер: так, в течение 2005 и 2007 гг., 2008 и 2009 гг. и 2013 года наблюдалось снижение, а в течение 2007 года, 2010 и 2011 гг. и 2014 года – рост эмиссии ценных бумаг на рынке ценных бумаг Республики Молдова. Также следует отметить, что за анализируемый период относительный показатель – доля эмиссий ценных бумаг в объеме ВВП – остается на достаточно низком уровне и имеет общую тенденцию к снижению, что свидетельствует о том, что инструменты фондового рынка непривлекательны и не выполняют в достаточной мере своей функции в качестве источника финансирования инвестиционной деятельности предприятий.

Основными инструментами, которые используют компании для привлечения финансовых ресурсов на первичном рынке ценных бумаг Республики Молдова, являются эмиссии акций, произведенные при создании акционерных обществ, дополнительные эмиссии акций и в незначительной степени эмиссии облигаций. Структура источников привлечённых финансовых ресурсов через первичный рынок ценных бумаг Республики Молдова (2004-2014гг.), представлена на Диаграмме 2.10.

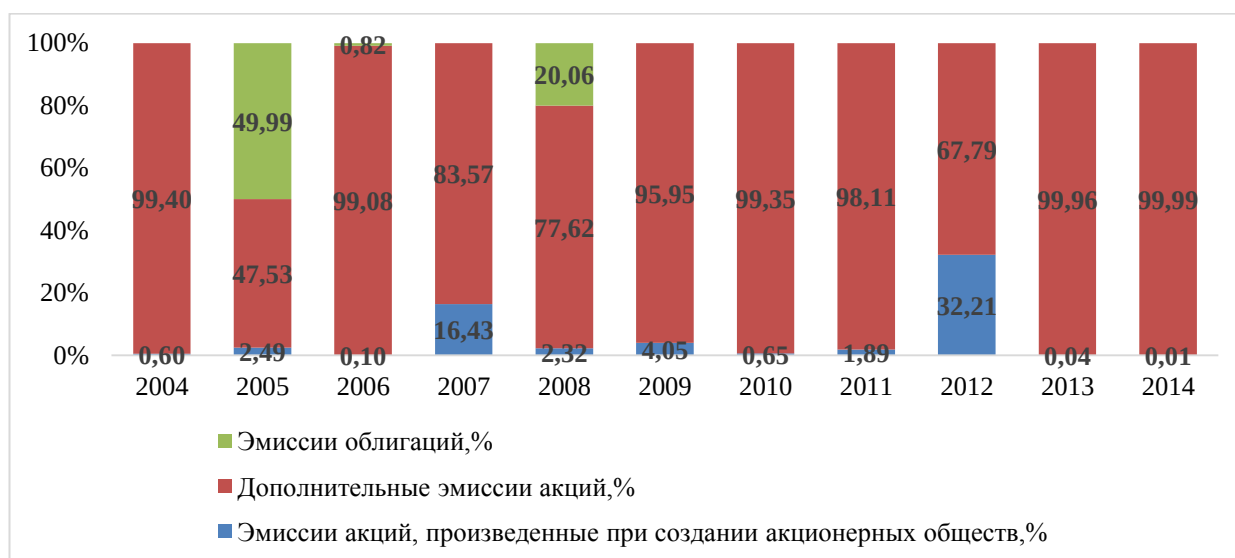


Диаграмма 2.10 Структура источников привлечённых финансовых ресурсов через первичный рынок ценных бумаг Республики Молдова (2004-2014гг.)

Источник: рассчитано автором на базе данных государственного реестра ценных бумаг Республики Молдова

Как видно из данных диаграммы 2.10, основной объем финансовых ресурсов, привлекаемых на первичном рынке ценных бумаг Республики Молдова, компании получают через дополнительную эмиссию акций, так, в 2014 году практически весь объем привлеченных ресурсов поступил от дополнительной эмиссии акций (99,99%), а остальная часть была привлечена через эмиссии, произведенные при создании акционерных обществ

(их в 2014 году было всего 2). В отдельные годы, а именно, 2005, 2006 и 2008 гг. привлечение компаниями финансовых ресурсов осуществляло также через размещение облигаций, так, в 2005 году практически половина, а точнее 49,99% от общего годового объема привлеченных ресурсов поступило от размещения облигаций. Эмиссии акций, произведенные при создании акционерных обществ, способствовали привлечению финансовых ресурсов в более умеренной пропорции, чем дополнительная эмиссия, так, максимальная доля этого источника наблюдалась в 2012 году и составила 32,21% от общего годового объема привлеченных ресурсов. Необходимо отметить, что все осуществляемые в течение этого периода эмиссии на первичном рынке ценных бумаг Республики Молдова были осуществлены путем закрытых эмиссий. За весь период функционирования фондового рынка Республики Молдова компании ни разу не привлекали финансовые ресурсы применяя такой инструмент как первичное публичное размещение акций (IPO).

Необходимо далее отметить, что за период 2006-2014 гг. доля финансовых ресурсов, привлеченных за счет иностранных инвесторов, была достаточно высока и в среднем составляла 57,23% от общего объема финансовых ресурсов, привлеченных на первичном рынке ценных бумаг Республики Молдова (см. диаграмму 2.11).

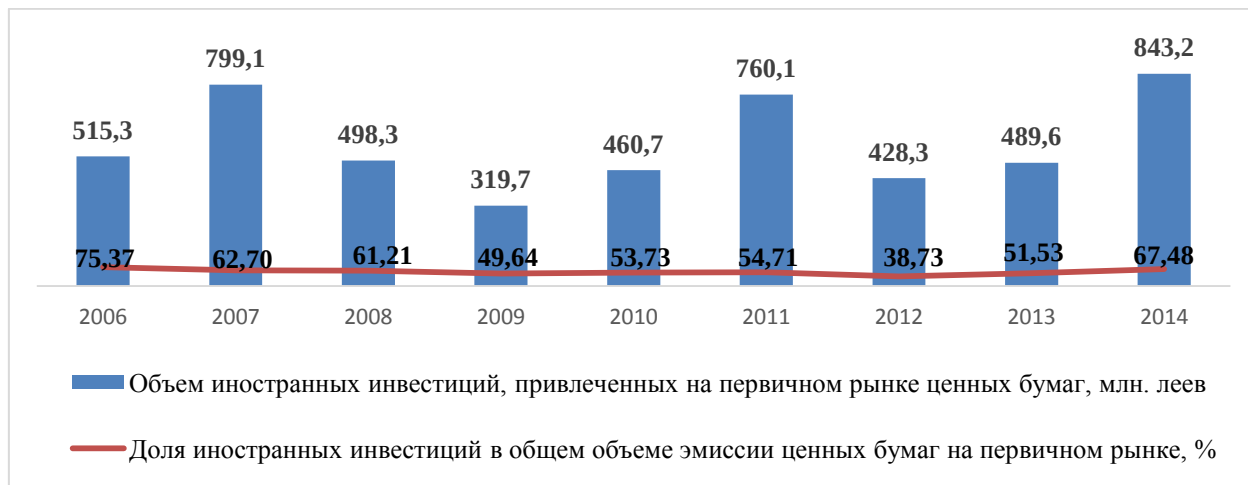


Диаграмма 2.11 Объем и доля иностранных инвестиций в общем объеме эмиссий ценных бумаг на первичном рынке (2006-2014 гг.)

Источник: составлено автором на базе данных государственного реестра ценных бумаг Республики Молдова

При этом за анализируемый период динамика объема иностранных инвестиций носила циклический характер с максимальными значениями циклов 2007, 2011 и 2014 гг. и минимальными значениями в 2009 и 2012 гг., что практически полностью схоже (кроме 2012 и 2013 гг.) с характером динамики общего объема эмиссий ценных бумаг. Это говорит о том, что именно участие иностранных инвесторов определяло динамику

изменений объема эмиссий ценных бумаг на первичном рынке Республики Молдова практически в течение всего анализируемого периода. Анализируя интерес иностранных инвесторов по инвестированию капитала в ценные бумаги на первичном рынке Республики Молдова, можно отметить, что в основном его проявляют страны ЕС – Нидерланды, Италия, Румыния, Германия, Великобритания, Австрия, Испания, Франция, а в отдельно взятые годы можно отметить существенный интерес таких стран, как Россия (2006, 2009 и 2012гг.) и США (2007 и 2012 гг.) – (см. таблицу 2.6)

Таблица 2.6

Структура инвестиций, привлеченных акционерными обществами на первичном рынке ценных бумаг Республики Молдова, по происхождению иностранных инвесторов (2006-2014)

2006		2007		2008	
Италия	62%	Испания	33%	Франция	29%
Россия	14%	Италия	31%	Румыния	26%
Румыния	8%	США	15%	Великобритания	21%
США	4%	Германия	13%	Германия	7%
Сейшелы	3%	Нидерланды	3%	Австрия	5%
Нидерланды	3%	Великобритания	2%	Кипр	4%
Великобритания	2%	Др	3%	Нидерланды	4%
Др	4%			Др	4%
2009		2010		2011	
Румыния	67%	Румыния	50%	Нидерланды	26%
Германия	17%	Германия	10%	Белиз	18%
Россия	7%	Австрия	13%	Украина	16%
Лихтенштейн	4%	Россия	9%	Румыния	11%
Великобритания	3%	Украина	4%	Германия	10%
Др	2%	Великобритания	3%	Россия	9%
		США	2%	Великобритания	5%
		Др	9%	Др	5%
2012		2013		2014	
США	35%	Италия	75%	Нидерланды	46%
Россия	21%	Кипр	10%	Италия	30%
Австрия	14%	Великобритания	8%	Румыния	13%
Германия	10%	Германия	5%	Австрия	4%
Виргинские острова	6%	Россия	1%	Ирак	3%
Великобритания	6%	Румыния	0,9	Др	4%
Др	8%	Др	0,1		

Источник: данные государственного реестра ценных бумаг Республики Молдова

Не менее важным для компании является также и вторичный рынок ценных бумаг, на котором происходит торговля ранее выпущенными ценными бумагами. Обращаясь на вторичном рынке, ценные бумаги компании выступают объектом купли/продажи среди участников рынка, при этом сам эмитент в этом процессе не участвует. Цена акций компании фиксируется на основании соглашения между покупателем и продавцом и определяет капитализацию компании, которая в свою очередь напрямую влияет на

стоимость компании: чем выше цена акций компании на рынке (при активной покупке акций), тем выше капитализация компании и, как результат, тем выше стоимость компании.

Таким образом, не являясь источником для прямого привлечения финансовых ресурсов для инвестиционных проектов компании, вторичный рынок ценных бумаг является средством повышения доходов владельцев компании (данное исследование не включает рассмотрение особенностей функционирования вторичного рынка ценных бумаг Республики Молдова).

Принимая во внимание результаты проведенного выше анализа, свидетельствующие о том, что компании Республики Молдова ни разу не привлекали финансовые ресурсы, применяя такой инструмент, как первичное публичное размещение акций (IPO), считаем целесообразным рассмотреть особенности привлечения финансовых ресурсов на фондовых рынках через IPO и определить возможности и перспективы использования этого инструмента для компаний Республики Молдова как на национальном фондовом рынке, так и на международных рынках капитала.

Привлечение с помощью IPO имеет ряд неоспоримых преимуществ перед другими видами финансирования инвестиционного процесса, в сравнении с которыми IPO действительно можно рассматривать как серьезную альтернативу другим инвестиционным источникам. Среди преимуществ IPO перед другими источниками финансирования можно выделить возможность крупного разового поступления капитала, оперативность поступления ресурсов, независимость от конкретного финансового института, отсутствие будущих выплат, отсутствие обязательств по обслуживанию займа, неограниченный срок привлечения капитала. В целом, осуществив первичное публичное размещение акций, компания получает возможность улучшить свое финансовое положение, получить рост стоимости акций, возможность роста кредитного рейтинга, что впоследствии определит снижение стоимости заимствований и, как следствие, будет способствовать оптимизации средневзвешенной стоимости капитала и росту стоимости бизнеса.

Для дальнейшего анализа нами будут использоваться данные Всемирной Федерации Бирж. Основанием для выбора этой организации в качестве статистического источника для анализа послужил тот факт, что совокупная рыночная капитализация ценных бумаг,

обращающихся на биржах, входящих в федерацию, составляет 97 % суммарной мировой капитализации²⁴.

Анализируя данные приложения 38, можно выделить три периода в течение 1997-2015 гг., в которые наблюдалось снижение суммарной капитализации фондовых бирж: с 1999 по 2002 год (в этот период произошло 34 %-е сужение капитализации), в 2008 году (52%), в 2011 год (снижение на 15%) и 2015 (снижение на 6%). Также необходимо отметить 1997 год, когда произошло существенное сужение капитализации бирж Азиатско-Тихоокеанского региона на 29%, однако показатель общей капитализации фондовых бирж вырос. Все эти сужения капитализации являются следствием кризисов, имевших место в течение этого времени. Среди них можно выделить:

- 1) 1997 год Азиатский кризис. Причина – уход иностранных инвесторов из стран Юго-Восточной Азии из-за девальвации национальных валют региона и высокого уровня дефицита платежного баланса стран Южной и Восточной Азии;
- 2) 1998 год Российский кризис. Причины дефолта: огромный государственный долг России, низкие мировые цены на сырье и пирамида государственных краткосрочных облигаций, по которым правительство РФ не смогло расплатиться в срок. Курс рубля по отношению к доллару в августе 1998-го-январе 1999-го упал в 3 раза – с 6 руб. за доллар до 21 руб. за доллар;
- 3) кризис 2001 года. Основной «движущей силой» кризиса 2001 года стали беспрецедентно высокие показатели роста IT-индустрии в течение 1999-2000 годов. Они, в свою очередь, были вызваны слишком завышенными ожиданиями по развитию рынка высоких технологий. В данном случае за весьма короткий срок прибыль IT-компаний в целом в отрасли рухнула сразу на 32,5%, приведя за собой крах компаний-производителей, разработчиков и компаний, предоставляющих широкий спектр IT-услуг. После этого кризиса в США началась рецессия;
- 4) мировой финансово-экономический кризис 2008 года;
- 5) европейский долговой кризис, или кризис суверенного долга в ряде европейских стран – долговой кризис, охвативший в 2010 году сначала периферийные страны Евросоюза (Греция, Ирландия), а затем охвативший практически всю зону евро. Источником кризиса называют кризис рынка гособлигаций в Греции осенью 2009 года;
- 6) кризис 2015 года, связанный с низкими ценами на сырьевые товары, такие как нефть, нестабильностью на рынках Китая и ожиданиями по повышению ставки ФРС США.

²⁴ **Капитализация фондового рынка** — это денежная (стоимостная) оценка капитала, существующего в форме обращающихся на рынке ценных бумаг, прежде всего акций и облигаций.

Необходимо отметить, что последствия последних кризисов носят глобальный характер. Так, если Азиатский кризис 1997 года вызвал сужение лишь фондовых бирж Азиатско-Тихоокеанского региона, то кризис 2008 года, начавшийся в США, и кризис 2010 года, начавшийся в ЕС, затронули фондовые биржи всех регионов мира. Такие последствия свидетельствуют о тесной взаимосвязи национальных фондовых бирж и их тесной интеграции. По нашему мнению, степень биржевой фондовой глобализации четко прослеживается через структуру отражающую участие на фондовых рынках резидентов и нерезидентов. Таким образом, в таблице 2.7 представлена в процентном соотношении доля компаний резидентов и нерезидентов, прошедших листинг в соответствующем периоде.

Таблица 2.7

Доля компаний резидентов и нерезидентов, прошедших листинг в указанных регионах в соответствующем периоде, %

	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	Р	Н	Р	Н	Р	Н	Р	Н	Р	Н	Р	Н	Р	Н	Р	Н	Р	Н
Американский регион	84	16	86	14	48	52	88	12	76	24	91	9	90	10	92	8	84	6
Азиатско-Тихоокеанский регион	94	6	94	6	96	4	97	3	95	5	95	5	94	6	97	3	97	3
Европа – Африка – Ближний Восток	77	23	74	26	70	30	62	38	53	47	80	20	84	16	91	9	90	10
Всего по биржам Членам ВФБ	73	27	83	17	76	24	88	12	81	19	92	8	91	9	94	6	91	9

Источник: рассчитано автором на базе данных [159] (Р-резиденты, Н-нерезиденты)

По результатам расчетов можно проследить, что в наибольшей степени участие нерезидентов наблюдалась в предкризисный 2007 год, так 27% компаний, прошедших листинг на фондовых биржах, были иностранными компаниями. В 2011 году доля нерезидентов, прошедших листинг, составила всего 17%, что на 10 процентных пункта ниже уровня 2007 года, а в 2012 – уже 6% (этаже тенденция сохранилась и в 2013, и в 2014 годах). Так, в 2014 году среди бирж с наибольшим количеством компаний нерезидентов можно выделить: американский регион – Nasdaq – US – 46 компаний нерезидентов, Азиатско-Тихоокеанский регион – Australian Securities Exchange – 7 компаний нерезидентов, Европа – Африка – Ближний Восток – NASDAQ OMX Nordic Exchange – 4 компании нерезидента. Однако необходимо отметить, что по общему числу компаний, прошедших листинг, лидируют биржи Азиатско-Тихоокеанского региона. Так, на биржах этого региона в 2014 году прошли листинг 740 компаний, что на 76% больше, чем на биржах американского региона, и на 70% больше, чем на биржах региона Европа – Африка – Ближний Восток.²⁵

²⁵ Рассчитано автором на базе данных Всемирная Федерация Бирж.

Анализируя ситуацию с точки зрения сосредоточения капитала в отдельных регионах мира, можно сделать вывод, что за последние 13 лет наметилась устойчивая тенденция перераспределения в структуре капитализации регионов мира. В таблице 2.8 представлена структура капитализации национальных фондовых рынков в региональном масштабе.

Таблица 2.8

Структура капитализации национальных фондовых рынков в региональном масштабе, %

Регион мира	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Американский регион	56	53	51	48	42	46	43	43	42	43	45	45	44
Азиатско-Тихоокеанский регион	22	22	24	25	31	30	33	34	30	31	29	32	37
Европа – Африка – Ближний Восток	22	24	25	27	27	24	24	22	27	26	26	23	19
Всего по биржам Членам Всемирной Федерации Бирж	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Источник: рассчитано автором на базе данных [159]

Снижение удельного веса капитализации Американского и Европейского региона в общем объеме капитализации по биржам Членам Всемирной Федерации Бирж и увеличение удельного веса бирж Азиатско-Тихоокеанского региона говорит о растущей роли этих стран в мировой финансовой системе. Наилучшей иллюстрацией подъема азиатских фондовых бирж служит изменение динамики совокупной рыночной капитализации фондовых рынков. В приложении 39 представлена ротация фондовых бирж по уровню капитализации за период 2003-2015 гг. Так, если в 2003 в первую десятку бирж с самой высокой капитализацией входило всего 2 биржи Азиатско-Тихоокеанского региона (Japan Exchange Group – Tokyo и Hong Kong Exchanges and Clearing), то в 2015 уже 4 биржи Азиатско-Тихоокеанского региона входят в десятку (Japan Exchange Group – Tokyo, Hong Kong Exchanges and Clearing, Shanghai Stock Exchange и Shenzhen Stock Exchange). Также следует отметить, что суммарная капитализация бирж Азиатско-Тихоокеанского региона, входящих в первую десятку, увеличилась в 2015 году по сравнению с 2003 годом в 3,8 раза, в то время как этот показатель для Американского и Европейского регионов показал рост в 1,8 и 1,4 раза соответственно.

Таблица 2.9

Ротация и эволюция фондовых бирж по совокупной рыночной капитализации в период 2011-2015 гг.

млн. долл

2011		2012		2013		2014		2015	
NYSE	11 795 575,5	NYSE	14 085 944,1	NYSE	17 949 883,8	NYSE	19 351 417,2	NYSE	17 786 787,4
Nasdaq - US	3 845 131,6	Nasdaq - US	4 582 389,1	Nasdaq - US	6 084 969,7	Nasdaq - US	6 979 172,0	Nasdaq - US	7 280 752,2
Japan Exchange Group - Tokyo	3 325 387,8	Japan Exchange Group - Tokyo	3 478 831,5	Japan Exchange Group - Tokyo	4 543 169,1	Japan Exchange Group	4 377 994,4	Japan Exchange Group	4 894 919,1
Euronext	2 446 767,5	Euronext	2 832 188,5	Euronext	3 583 899,7	Shanghai Stock Exchange	3 932 527,7	Shanghai Stock Exchange	4 549 288,0
Shanghai Stock Exchange	2 357 423,3	Hong Kong Exchanges and Clearing	2 831 945,9	Hong Kong Exchanges and Clearing	3 100 777,2	Euronext	3 319 062,2	Shenzhen Stock Exchange	3 638 731,3
Hong Kong Exchanges and Clearing	2 258 035,2	Shanghai Stock Exchange	2 547 203,8	Shanghai Stock Exchange	2 496 989,9	Hong Kong Exchanges and Clearing	3 233 030,6	Euronext	3 305 901,4
TMX Group	1 912 121,9	TMX Group	2 058 838,7	Euronext Paris	2 301 085,2	TMX Group	2 093 696,8	Hong Kong Exchanges and Clearing	3 184 874,2
Euronext Paris	1 553 957,0	Euronext Paris	1 808 188,7	TMX Group	2 113 821,8	Euronext Paris	2 085 895,8	Deutsche Boerse	1 715 800,5
BM&FBOVESPA	1 228 936,2	Deutsche Boerse	1 486 314,8	Deutsche Boerse	1 936 106,3	Shenzhen Stock Exchange	2 072 420,0	TMX Group	1 591 928,6
Australian Securities Exchange	1 198 187,4	Australian Securities Exchange	1 386 874,0	SIX Swiss Exchange	1 540 699,8	Deutsche Boerse	1 738 539,1	SIX Swiss Exchange	1 519 323,5

Источник: составлено автором на базе данных [159]

Итак, несмотря на то что в 2015 совокупная рыночная капитализация американской фондовой биржи NYSE снизилась на 8%, она сохранила лидирующие позиции по этому показателю. На втором месте также находится фондовая биржа американского региона NASDAQ OMX, которая в 2015 году продемонстрировала рост по данному показателю на 4%. Азиатские фондовые рынки демонстрируют в последние годы колоссальный рост: так, по показателю рыночной капитализации фондовых рынков, Шанхайская фондовая биржа (Китай) вошла в четверку ведущих, продемонстрировав уровень капитализации 3 932 527,7 миллиона долл. США на конец 2014 года, и удержала эти позиции в 2015 году, достигнув уровня 4 549 288,0 миллиона долл. США. Нужно отметить, что в 2015 году капитализация Шанхайской фондовой биржи всего лишь на 7% ниже капитализации Токийской фондовой биржи, которая в прошлом позиционировалась как биржевой гигант Азиатско-Тихоокеанского региона.

Таким образом, учитывая вышеприведенные показатели, а именно низкую долю компаний нерезидентов, прошедших листинг и высокую капитализацию бирж Азиатско-Тихоокеанского региона, можно сделать вывод, что на данный момент развитие этих центров происходит в основном за счет внутренних резервов. Эксперты ООН отразили в отчете ООН «Мировая экономическая ситуация и ее перспективы» («World Economic Situation and Prospects») за 2011 г. перспективы развития фондовых рынков Азиатско-

Тихоокеанского региона. В этом отчете подчеркиваются поразительные различия между перспективами восточных стран с развивающейся экономикой, где сохраняется устойчивый рост, и перспективами западных государств с развитой экономикой, где рост по-прежнему остается слабым. Эти отличия в перспективах экономик разных регионов имеют серьезные последствия для развития фондовых рынков, а именно – изменение моделей роста на внутренних рынках, потребительского спроса и инвестиционных потоков означает, что среди компаний, планирующих выход на международные рынки и привлечение капитала на фондовых биржах, все чаще будут встречаться фирмы из стран с развивающейся экономикой. Одновременно с развитием фондовых рынков Азиатско-Тихоокеанского региона следует отметить, что если раньше компании из развивающихся государств, в частности, Азиатско-Тихоокеанского региона обходили стороной мелкие местные биржи с низкой ликвидностью и жаждали получить листинг в глобальных финансовых центрах, таких, как Лондон или Нью-Йорк, то постепенно локальные биржи сами превращаются в современные финансовые центры, успешно конкурирующие за привлечение растущего числа местных эмитентов [124]. В свою очередь компании из развитых стран также все чаще стремятся воспользоваться растущим спросом на развивающихся рынках.

Анализируя данные таблицы 2.10, можно сделать вывод о том, что в течение всего анализируемого периода наиболее благоприятным с точки зрения привлечения капитала можно считать 2015 год. В 2015 году отмечается существенное увеличение общего объема привлеченных ресурсов через IPO/SPO, а именно в 9,6 раза по сравнению с 2014 годом. так и увеличение числа компаний, осуществивших IPO/SPO.

Таблица 2.10

Объем привлечения инвестиционного капитала через IPO/SPO и количество компаний, осуществивших IPO/SPO по регионам мира

Регион мира		2008			2009			2010			2011		
		IPO	SPO	Всего	IPO	SPO	Всего	IPO	SPO	Всего	IPO	SPO	Всего
Американский регион	Млрд. долл.	50,7	266,9	318,9	36,9	251,9	288,8	48,6	272,3	320,9	50,9	123,6	174,5
	штук	350	157	507	247	62	309	488	72	560	384	168	552
Азиатско-Тихоокеанский регион	Млрд. долл.	46,2	176,7	222,9	77,3	268	345,3	200	242,7	442,7	116,2	167,6	283,8
	штук	519	220	739	396	107	503	938	205	1143	833	272	1105
Европа – Африка – Ближний Восток	Млрд. долл.	25,0	271,0	296,0	12,1	82,1	94,2	74,7	93,3	168	33,9	85,2	119,1
	штук	131	234	365	69	82	151	182	220	402	126	356	482
Всего по биржам Членам ВФБ	Млрд. долл.	121,9	714,6	836,5	126,4	602	728,4	323,3	608,3	931,6	201	376,4	577,4
	штук	1000	611	1611	712	251	963	1608	497	2105	1343	796	2139
Регион мира		2012			2013			2014			2015		
		IPO	SPO	Всего	IPO	SPO	Всего	IPO	SPO	Всего	IPO	SPO	Всего
Американский регион	Млрд. долл.	51,7	181,1	232,8	70,8	192,9	263,7	90,8	176	266,8	72,8	3236,3	3309,1
	штук	322	103	425	351	87	438	361	164	525	245	721	966
Азиатско-Тихоокеанский регион	Млрд. долл.	61,7	191,2	252,9	47,6	177,1	224,7	81,2	300,6	381,8	4485,3	442,5	4927,8
	штук	533	354	887	460	305	765	747	444	1191	960	571	1531
Европа – Африка – Ближний Восток	Млрд. долл.	12	125,8	137,8	18,9	134,1	153	72,3	171,8	244,1	59,1	279	338,1
	штук	243	146	389	99	186	285	359	455	814	311	333	644
Всего по биржам Членам ВФБ	Млрд. долл.	125,4	498,1	623,5	137,3	504,1	641,4	244,2	648,4	892,6	4617,2	3957,8	8575
	штук	1098	603	1701	910	578	1488	1467	1063	2530	1516	1625	3141

Источник: рассчитано автором на базе данных [159]

Так, увеличение в 2015 году произошло в большей степени за счет существенного роста привлеченных финансовых ресурсов через IPO на биржах Азиатско-Тихоокеанский региона – в 55 раз по сравнению с 2014 годом, а также за счет роста привлеченных финансовых ресурсов через SPO на биржах Американского региона – в 18 раз по сравнению с 2014 годом. Анализируя факторы, нужно отметить, что совокупный рост SPO на биржах Американского региона связан в основном со значительным увеличением количества компаний – в 4,4 по сравнению с 2014 годом, а совокупный рост IPO на биржах Азиатско-Тихоокеанский региона со значительным увеличением объема финансовых ресурсов привлеченных через IPO приходящихся на одну компанию (в 2014 году на одну компанию приходилось в среднем 0,1 млрд. долл. США финансовых ресурсов привлеченных через IPO, а в 2015 году уже 4,6 млрд. долл. США). Биржи Азиатско-Тихоокеанского региона занимают лидирующие позиции по совокупному объему финансовых ресурсов, привлеченных через IPO/SPO начиная с 2009 году (кроме 2013 года), однако в большинстве своем IPO были относительно мелкими и уступали IPO,

приходящимся на одну компанию в среднем, размещаемых на биржах Американского региона и региона Европа–Африка–Ближний Восток. В 2015 году биржи Азиатско-Тихоокеанского региона впервые стали лидерами по двум показателям: по совокупному объему IPO и по IPO, приходящемуся в среднем на одну компанию.

Еще одной отличительной особенностью тенденций привлечения финансовых ресурсов через IPO/SPO в течение анализируемого периода является то, что до 2015 года больший объем финансовых ресурсов привлекался через IPO размещения, а в 2015 году – впервые за 8 лет – объем финансовых ресурсов, привлеченных через SPO был выше, чем привлечения через IPO (на 109 млрд. долл. США). Это говорит о том, что на биржах Американского региона привлекали капитал в основном компании, прошедшие листинг в предыдущие годы (через доразмещение SPO), в то время как на биржах Азиатско-Тихоокеанского региона зафиксировано большое количество новых компаний, прошедших листинг на этих биржах только в 2015 году. В большей степени это связано с более сложной и затратной процедурой листинга на биржах Американского региона по сравнению с листингом на биржах Азиатско-Тихоокеанского региона. Более детально мы рассмотрим отличия листинга на биржах Американского региона от листинга на биржах Азиатско-Тихоокеанского региона ниже.

Данные об объеме привлечения инвестиционного капитала через IPO/SPO свидетельствует о растущей роли бирж Азиатско-Тихоокеанского региона. Объем сделок IPO подтверждает эту тенденцию. В 2008 году на биржи Азиатско-Тихоокеанского региона приходилось около 38% мирового объема сделок IPO, в 2012 году уже около 49%, а в 2015 – 97%. Складывается новая тенденция, проявляющаяся в том, постепенно биржи Азиатско-Тихоокеанского региона вытесняют по объемам IPO/SPO американские и европейские биржи, традиционно занимавшие по этому показателю лидирующие позиции. (Таблица 2.11)

Таблица 2.11

Ротация фондовых бирж по совокупному объему IPO/SPO

млн. долл

2008		2009		2010		2011	
NYSE	280258,2	NYSE	234176,8	NYSE	208105	NYSE	111330,5
Euronext	202085,1	Australian Securities Exchange	86220,4	Hong Kong Exchanges and Clearing	110582,6	Shenzhen Stock Exchange	73772
Hong Kong Exchanges and Clearing	54992,5	Hong Kong Exchanges and Clearing	82844,2	BM&FBOVESPA	100515,9	Hong Kong Exchanges and Clearing	63049,4
Australian Securities Exchange	50389,4	Japan Exchange Group	65865,6	Shanghai Stock Exchange	83529,7	BME Spanish Exchanges	53285,9
BME Spanish Exchanges	32223,5	Shanghai Stock Exchange	47707,8	Japan Exchange Group	61473,9	Australian Securities Exchange	51052,6
BM&FBOVESPA	28842,2	BM&FBOVESPA	41736,9	Shenzhen Stock Exchange	60287,9	Shanghai Stock Exchange	49551,5
Shanghai Stock Exchange	27609,2	Shenzhen Stock Exchange	25395,5	Australian Securities Exchange	53759,6	BM&FBOVESPA	38241,4
National Stock Exchange of India	27040,6	BME Spanish Exchanges	21606,9	SIX Swiss Exchange	44867,7	Irish Stock Exchange	14677,4
Shenzhen Stock Exchange	17411,1	National Stock Exchange of India	19038,8	Euronext	41748	National Stock Exchange of India	12237,7
Japan Exchange Group	13842,8	NASDAQ OMX Nordic Exchange	14487,9	National Stock Exchange of India	37031,8	Johannesburg Stock Exchange	12116,3
2012		2013		2014		2015	
NYSE	124244,3	NYSE	172901,8	NYSE	175070,5	Dhaka Stock Exchange	4385102
Euronext	63873,8	Hong Kong Exchanges and Clearing	48849,8	Hong Kong Exchanges and Clearing	121581,2	Bolsa de Valores de Panama	3039000
TMX Group	56263,4	Athens Stock Exchange	48056,3	London SE Group	71507,8	Hong Kong Exchanges and Clearing	143921,2
Shanghai Stock Exchange	48198,3	BME Spanish Exchanges	42343,5	Shenzhen Stock Exchange	68039,8	Shanghai Stock Exchange	139943,3
Australian Securities Exchange	43841	TMX Group	42009,1	Shanghai Stock Exchange	64229,3	NYSE	135401,1
Hong Kong Exchanges and Clearing	39374,6	Shanghai Stock Exchange	40946,8	TMX Group	48265,5	Shenzhen Stock Exchange	108204,1
BME Spanish Exchanges	36953,7	Australian Securities Exchange	35699,5	Australian Securities Exchange	47839,9	Euronext	106589,1
Japan Exchange Group - Tokyo	35224,6	Euronext	29861,4	BME Spanish Exchanges	47370,9	Nasdaq - US	77014,9
Shenzhen Stock Exchange	32411,4	Shenzhen Stock Exchange	29238,1	Euronext	46618,6	London SE Group	58913,4
Nasdaq - US	23848,1	Nasdaq - US	17417,7	Japan Exchange Group	27782,6	SIX Swiss Exchange	55056,9

Источник: разработано автором на базе данных [159]

Согласно данным, приведенным в таблице 2.11, за сравнительно короткий период времени биржам Азиатско-Тихоокеанского региона удалось занять ведущие позиции по совокупному объему привлечения инвестиционного капитала через IPO/SPO. Так, если в 2008 году биржи Азиатско-Тихоокеанского региона, входившие в 10-ку по совокупному объему IPO/SPO, занимали 7,8,9 и 10 позиции (только Hong Kong Exchanges and Clearing занимала 3-ю позицию), то в 2015 году биржи Азиатско-Тихоокеанского региона занимают 1,3,4 и 6 позиции в 10-ке лучших бирж по совокупному объему IPO/SPO. В 2015 году впервые биржа Азиатско-Тихоокеанского региона – Dhaka Stock Exchange – вышла на первое место по этому показателю, второе место осталось за биржей Американского

региона – Bolsa de Valores de Panama. До 2015 года лидирующую позицию по этому показателю в течение всего анализируемого периода занимала биржа Американского региона – NYSE, в 2015 году она оказалась лишь на 5-м месте. Среди бирж Азиатско-тихоокеанского региона, которые заняли лидирующие позиции в 2015 году можно перечислить: первое место – Dhaka Stock Exchange, третье место – Hong Kong Exchanges and Clearing, четвертое место – Shanghai Stock Exchange, шестое место – Shenzhen Stock Exchange.

Анализируя совокупный объем IPO/SPO в разрезе по биржам, можно заметить, что объем привлечённого инвестиционного капитала через IPO в 2015 году в Азиатско-Тихоокеанском регионе на 97,7% обеспечен привлечениями на бирже – Dhaka Stock Exchange, а объем привлечённого инвестиционного капитала через SPO в 2015 году в Американском регионе на 92,8% обеспечен привлечениями на бирже – Bolsa de Valores de Panama.

Особый интерес для анализа представляет объем финансовых ресурсов, привлеченных через IPO в различных секторах экономики по регионам. Это позволит нам выявить секторальные приоритеты бирж по отдельным регионам мира и сформулировать рекомендации для компаний Республики Молдова по поводу локализации в процессе возможного привлечения инвестиционных ресурсов через IPO. Данные представленные в приложении 40 отражают отраслевые тренды IPO по регионам мира в 2015 году и свидетельствуют о том, что биржи:

1. Американского региона специализируются на привлечении финансовых ресурсов в такие отрасли, как медицина, промышленность, финансовый сектор, сырье и материалы;
2. Азиатско-Тихоокеанского региона специализируются на привлечении финансовых ресурсов в такие отрасли, как финансовый сектор, промышленность, потребительские товары, топливно-энергетический комплекс;
3. Европы – Африки – Ближнего Востока специализируются на привлечении финансовых ресурсов в такие отрасли, как медицина, топливно-энергетический комплекс, финансовый сектор и недвижимость.

Несмотря на то, что биржи различных регионов имеют похожие тренды по некоторым секторам, существуют отличительные особенности по масштабам финансирования, приходящимся в среднем на одну компанию. Так, например в 2015 году по такому сектору, как медицина, который занимает лидирующие позиции по объему привлечений на биржах Европы – Африки – Ближнего Востока и на биржах Американского региона,

нужно принимать во внимание, что на биржах Европы – Африки – Ближнего Востока финансируются менее масштабные проекты, в то время как на биржах Американского региона – более масштабные проекты. Финансовый сектор является прерогативой Азиатско-Тихоокеанского региона как по объему привлечений в общем, так и по масштабным проектам (в среднем на одну компанию приходится 944 млн. долл. привлеченных ресурсов на биржах Азиатско-Тихоокеанского региона, 525 млн. долл. на биржах Американского региона и 274 млн. долл. на биржах Европы – Африки – Ближнего Востока). Для компаний из сектора промышленного производства предпочтительным будет размещение на биржах Американского региона, если компания крупная и требуется большой объем финансовых ресурсов, а для более мелких компаний этого сектора, либо для финансирования более мелких проектов этого сектора приоритетным является размещение на биржах Азиатско-Тихоокеанского региона.

Далее перейдем к рассмотрению различий фондовых бирж по критериям допуска к листингу. Для анализа мы выберем по одной ведущей бирже каждого региона мира, а именно Американский регион будет представлен Нью-Йоркской фондовой биржей NYSE, Азиатско-Тихоокеанский регион – Гонконгской фондовой биржей, а регион Европы – Африки – Ближнего Востока – Лондонской фондовой биржей LSE.

Критерий 1: *наличие спонсора* предполагает, что для обеспечения успешного проведения листинга необходимо привлекать консультантов, в качестве которых обычно выступают инвестиционные банки, которые координируют общее управление проектом по подготовке и проведению IPO. Однако не на всех биржах наличие спонсора является обязательным требованием, а именно:

Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE – не требуется

Гонконгская фондовая биржа – требуется

Лондонская фондовая биржа LSE – требуется

Критерий 2: *стандарт учета* предполагает требование бирж к наличию у компании финансовой отчетности, составленной по определённым стандартам, а именно:

Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE – ОПБУ (Общепринятыми принципами бухгалтерского учета) США или МСФО (Международные стандарты финансовой отчётности).

Гонконгская фондовая биржа – Гонконгские стандарты финансовой отчетности, МСФО, CASBE (Китайские стандарты бухгалтерского учета для предприятий – только для эмитентов из КНР), ОПБУ (Общепринятыми принципами бухгалтерского учета) США

или другие стандарты бухгалтерского учета могут быть приемлемы при определенных обстоятельствах.

Лондонская фондовая биржа LSE – МСФО (Международные стандарты финансовой отчетности) ЕС или эквивалент МСФО для эмитентов, не входящих в ЕС.

Критерий 3: *подтвержденные аудитом финансовые результаты за предыдущие периоды* предполагает необходимость предоставления компанией финансовой отчетности, прошедшей аудит.

Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE – прошедшая аудит финансовая отчетность за 3 года (не старше 9 месяцев). Для «новых растущих компаний» (emerging growth companies), достаточно предоставить прошедшую аудит финансовую отчетность за 2 года.

Гонконгская фондовая биржа – прошедшая аудит финансовая отчетность за 3 года (не старше 6 месяцев).

Лондонская фондовая биржа LSE – прошедшая аудит финансовая отчетность за 3 года (не старше 6 месяцев).

Критерий 4: *финансовые критерии* предполагает требования, предъявляемые к финансовым показателям компании.

Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE – компания должна соответствовать одному из указанных финансовых критериев:

1) доход до налогообложения от непрерывной деятельности и после учета доли меньшинства, амортизации и доли в прибыли или убытке объектов инвестиций (с учетом определенных корректировок) должен в целом составлять не менее:

- 10 млн долл. США суммарно за последние три финансовых года, при этом в каждом из двух последних финансовых лет он должен быть не менее 2 млн долл. США и по всем трем годам суммы должны быть положительными,

ИЛИ

- 12 млн долл. США суммарно за последние три финансовых года, при этом за последний финансовый год он должен быть не менее 5 млн долл. США, а за предпоследний финансовый год – не менее 2 млн долл. США.

2) Эмитент должен иметь:

- глобальную рыночную капитализацию не менее 500 млн долл. США;
- выручку в течение последнего 12-месячного периода не менее 100 млн долл. США;

- совокупные потоки денежных средств за последние три финансовых года не менее 25 млн долл. США, при этом суммы за все три года должны быть положительными (с учетом определенных корректировок).

ИЛИ

- глобальную рыночную капитализацию не менее 750 млн долл. США;
- выручку за последний финансовый год не менее 75 млн долл. США.

3) Эмитент должен иметь:

- глобальную рыночную капитализацию не менее 150 млн долл. США;
- общую сумму активов не менее 75 млн долл. США, при этом акционерный капитал должен составлять не менее 50 млн долл. США (в каждом случае с учетом определенных корректировок).

Гонконгская фондовая биржа – компания должна соответствовать одной из следующих групп указанных финансовых критериев:

Финансовые критерии 1-й группы:

- прибыль в размере не менее 20 млн гонконгских долларов за последний финансовый год;
- совокупная величина прибыли за два предыдущих финансовых года не менее 30 млн гонконгских долларов;
- рыночная капитализация не менее 200 млн гонконгских долларов по состоянию на момент листинга.

Финансовые критерии 2-й группы:

- рыночная капитализация не менее 2 млрд гонконгских долларов по состоянию на момент листинга;
- выручка в размере не менее 500 млн гонконгских долларов за последний финансовый год;
- положительный совокупный поток денежных средств от операционной деятельности на сумму не менее 100 млн. гонконгских долларов за 3 предыдущих финансовых года.

Финансовые критерии 3-й группы:

- рыночная капитализация не менее 4 млрд. гонконгских долларов по состоянию на момент листинга;
- выручка в размере не менее 500 млн. гонконгских долларов за последний финансовый год.

Лондонская фондовая биржа LSE необходимо подтверждение выручки, полученной за последние 3 года, в отношении не менее 75% бизнеса компании (возможны некоторые исключения для компаний отдельных отраслей, например, горнодобывающей промышленности). Требование к минимальной рыночной капитализации на момент выхода на биржу – 700 000 фунтов стерлингов.

Критерий 5: прогноз прибыли – предполагает требование по предоставлению расчётов и анализа прогнозируемой прибыли.

Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE – требования отсутствуют

Гонконгская фондовая биржа – по усмотрению компании

Лондонская фондовая биржа LSE – по усмотрению компании

Критерий 6: отчет об оборотном капитале предполагает требование по предоставлению сводной информации об объеме и динамике оборотного капитала.

Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE – не требуется

Гонконгская фондовая биржа – за 12 месяцев

Лондонская фондовая биржа LSE – за 12 месяцев

Критерий 7: владение активами предполагает требование по предоставлению информации о собственниках компании.

Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE – не требуется

Гонконгская фондовая биржа – постоянный состав собственников как минимум за последний по времени финансовый год, за который проводилась аудиторская проверка

Лондонская фондовая биржа LSE – контроль над большей частью активов компании в течение трех лет

Критерий 8: минимальное количество акционеров предполагает требование по минимальной численности акционеров компании.

Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE – 400

Гонконгская фондовая биржа – 300

Лондонская фондовая биржа LSE – требование отсутствует

Критерий 9: минимальная доля акций, находящихся в свободном обращении

Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE – 1 100 тыс. акций

Гонконгская фондовая биржа – 25% или как минимум 50 млн гонконгских долларов, при этом, если рыночная капитализация превышает 10 млрд гонконгских долларов, доля может быть сокращена до 15%.

Лондонская фондовая биржа LSE – 25% акций данной категории, зарегистрированных на бирже

Критерий 10: система внутреннего контроля / процедуры подготовки финансовой отчетности предполагает требования к системе внутреннего контроля при формировании финансовой отчетности компании.

Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE – подтверждение со стороны генерального директора или финансового директора в отношении эффективности системы внутреннего контроля компании за подготовкой финансовой отчетности и отчет независимого аудитора об эффективности систем внутреннего контроля, начиная со второго отчетного года. «Новые растущие компании» имеют возможность отсрочить требование о наличии отчета независимого аудитора об эффективности систем внутреннего контроля на более продолжительный срок – до пяти лет

Гонконгская фондовая биржа – заявление спонсора о наличии и достаточности процедур подготовки финансовой отчетности и непубличный отчет о системе внутреннего контроля, подготовленный консультантом

Лондонская фондовая биржа LSE – заявление спонсора о наличии и достаточности в компании процедур подготовки финансовой отчетности и непубличный отчет, подготовленный аудитором

На основании изложенных выше требований к можно сформировать матрицу преимуществ одной биржи перед другой по каждому отдельному критерию листинга. (см. таблицу 2.12).

Таблица 2.12

Матрица преимуществ одной биржи перед другой по каждому отдельному критерию листинга

	<i>Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE</i>	<i>Гонконгская фондовая биржа</i>	<i>Лондонская фондовая биржа LSE</i>
Критерий 1	✓		
Критерий 2		✓	
Критерий 3	✓	✓	✓
Критерий 4		✓	
Критерий 5	✓	✓	✓
Критерий 6	✓		
Критерий 7	✓		
Критерий 8			✓
Критерий 9		✓	
Критерий 10			✓

Источник: составлено автором

Как мы видим из таблицы 21, Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE и Гонконгская фондовая биржа имеют одинаковое количество критериев, дающих им преимущества

листинга. Однако следует отметить, что еще одним важным показателем, влияющим на решение компании о размещении IPO на той или иной площадке, являются размеры листинговых сборов и стоимость листинга в целом. Согласно исследованию, проведенному профессорами Кристофом Касерер (Технический Университет, г. Мюнхен) и Дирком Ширек (Европейская Школа Бизнеса, г. Острих- Винкель), по шести ведущим мировым биржам, затраты по листинговым сборам на Гонконгской фондовой бирже намного ниже, чем на Нью-Йоркской фондовой бирже NYSE, что делает ее более привлекательной для компаний на этапе выбора площадки для размещения IPO. (см. диаграмму 2.12.

Величина листинговых сборов является наиболее значимым фактором ценообразования IPO, который компании должны принимать во внимание при выборе площадки для первичного публичного размещения. Следует также отметить, что стоимость листинга в целом включает также и другие категории затрат, которые в меньшей степени влияют на общую стоимость листинга, однако их следует принимать во внимание.

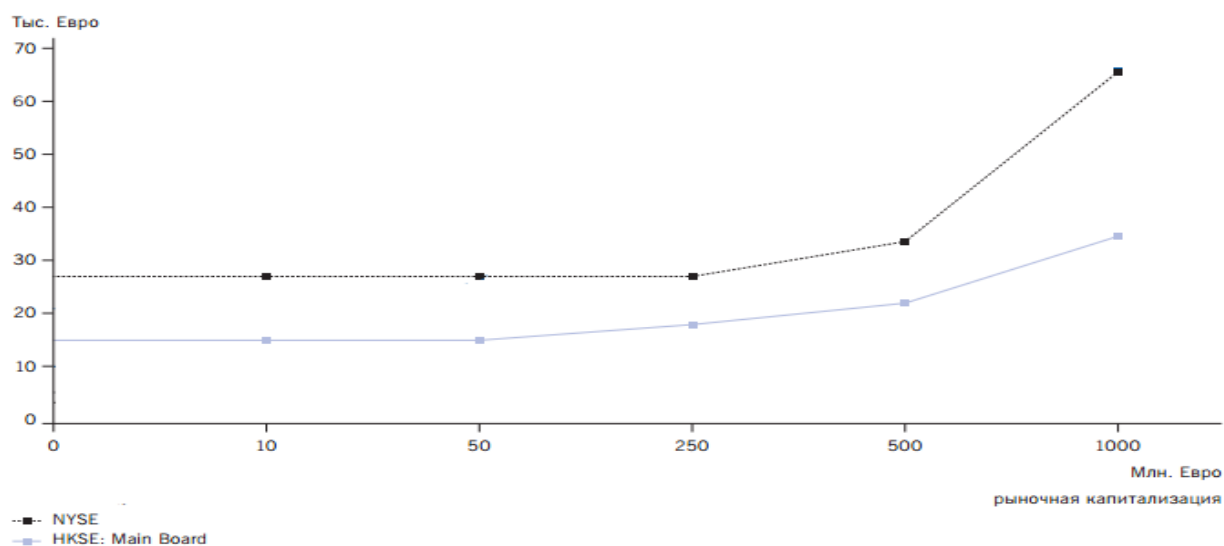


Диаграмма 2.12 Листинговые сборы на Гонконгской фондовой бирже и на Нью-Йоркской фондовой бирже NYSE

Источник: составлено на основании данных [153]

Профессора Кристофер Касерер и Дирком Ширек приводят следующую классификацию этих затрат [153]:

Группа I – затраты, связанные с выходом на рынок

Прямые затраты:	1. Комиссионные за IPO 2. Вступительные листинговые взносы 3. Гонорары специалистов 4. Издержки соблюдения требований 5. Рекламные и другие расходы, связанные с IPO
Косвенные затраты:	1. Недооценка бизнеса 2. Утечка производственной информации

Группа II – затраты, связанные с пребыванием на рынке

Прямые затраты:	1. Комиссионные за вторичную эмиссию (SEO) 2. Ежегодные листинговые взносы 3. Гонорары специалистов 4. Издержки соблюдения требований 5. Рекламные и другие расходы, связанные с вторичной эмиссией
Косвенные затраты:	1. Установление заниженных цен SEO 2. Расходы на торговые операции 3. Утечка производственной информации

Принимая во внимание, что основными хозяйствующими субъектами Республики Молдова являются малые и средние предприятия (МСП)²⁶, принципиально важно, с учетом выше представленного анализа, определить существующие возможности привлечения инвестиционных ресурсов этими компаниями на международных рынках капитала. В данном контексте следует отметить, что остро вопрос разработки возможностей привлечения финансовых ресурсов для МСП посредством инструментов фондовых рынков, возник на международной арене после мирового финансово-экономического кризиса 2008 года. Так, в разных регионах мира (Американском, Европейском и Азиатском) были созданы рабочие группы для определения основных сложностей доступа МСП к финансированию через фондовые рынки. Аккумулируя сделанные рабочими группами разных регионов выводы, можно перечислить основные барьеры доступа МСП к финансовым ресурсам фондовых рынков [157]:

- 1) обременительные затраты по выходу на рынок и пребыванию на рынке;
- 2) необходимость раскрытия информации;
- 3) провайдеры услуг – андеррайтеры, аудиторские фирмы, юрисконсульты и т.д. и инвесторы не мотивированы на поддержку компаний меньшего размера в связи с их меньшей экономической привлекательностью. Так, например акции МСП, как правило, менее ликвидны, чем акции более крупных компаний.

²⁶ согласно данным Национального Бюро Статистики Республики Молдова доля МСП в общей численности предприятий на 2016 составила 98,7%

Понимая значимость МСП для развития экономики любой страны и их основополагающего влияния на экономический рост, рабочие группы, созданные в регионах мира, дали ряд предложений, способствующих облегчению доступа МСП к финансированию на фондовых рынках:

- Упрощение процедуры листинга и текущих требований доступа на фондовый рынок для МСП;
- Предоставление адаптационного периода – в среднем 5 лет – для достижения полного соответствия стандартным требованиям фондовой биржи;
- Поощрение инвесторов при покупке акций компаний с малой капитализацией и принятие мер по поддержке их ликвидности. Например, снижение ставки налога для инвесторов, которые покупают акции МСП (при первичном размещении – IPO) и удерживают их как минимум 2 года;
- Обучение эмитентов в лице МСП максимальному использованию преимуществ фондового рынка;
- Обеспечение эффективной организационной системы размещения акций МСП, соответствующей схеме в приложении 41.

В качестве результата выработанных и во многих странах принятых вышеизложенных предложений, можно констатировать, что в глобальном масштабе 35 бирж (по состоянию на конец 2015 года) [159] предоставляют специальные предложения на рынке ценных бумаг с дифференцированными требованиями к МСП. Согласно данным Всемирной Федерации Бирж (диаграмма 2.13), количество МСП, прошедших листинг на этих биржах, предоставляющих специальные предложения для МСП, выросло с 4500 в 2002 году до почти 9 000 в 2015 году (в 2 раза за чуть более чем 12 лет).

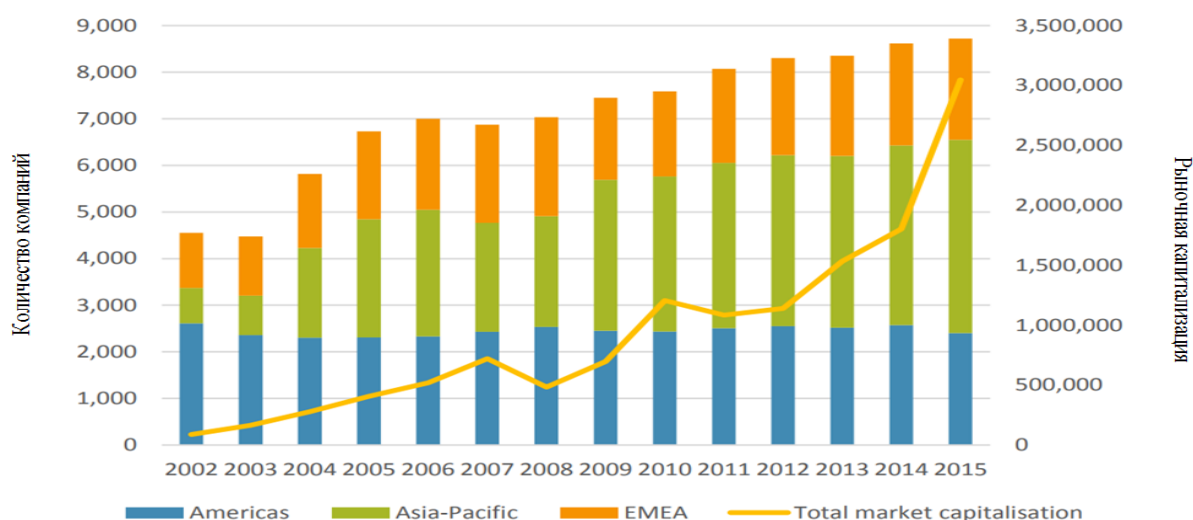


Диаграмма 2.13. Количество МСП, прошедших листинг на фондовых биржах, и рыночная капитализация (млн. долл.)

Источник: [157]

Как видно из данных, представленных в диаграмме 2.13, начиная с 2006 года наиболее популярными среди МСП являются биржи Азиатско-Тихоокеанского региона, на которых зафиксировано наибольшее число МСП, прошедших листинг. В 2014 и 2015 в региональной структуре биржи Азиатско-Тихоокеанского региона также лидируют по показателю капитализации среди бирж, предоставляющих специальные предложения на рынке ценных бумаг с дифференцированными требованиями к МСП (см. таблицу 2.13)

Таблица 2.13

Структура капитализации фондовых рынков, предоставляющих специальные предложения на рынке ценных бумаг с дифференцированными требованиями к МСП в региональном масштабе

Регион	2014		2015	
	Доля по показателю капитализации, %	Доля компаний, прошедших листинг, %	Капитализация, %	Доля компаний, прошедших листинг, %
Американский	9,95	16,49	3,15	12,04
Азиатско-Тихоокеанский	77,43	58,87	90,79	65,27
Европа – Африка – Ближний Восток	12,62	24,64	6,06	22,69

Источник: разработано автором на базе данных [159]

Ранжируя биржи по популярности среди МСП, осуществлявших листинг в 2015 году, можно отметить, что в топ 5 вошли 3 биржи Азиатско-Тихоокеанского региона, 1 биржа

Американского региона и 1 биржа региона Европа – Африка – Ближний Восток, среди них:

- | | |
|----------------------------|---|
| 1. Korea Exchange | Азиатско-Тихоокеанский регион |
| 2. Shenzhen Stock Exchange | Азиатско-Тихоокеанский регион |
| 3. Nasdaq Nordic Exchanges | Регион Европа – Африка – Ближний Восток |
| 4. Japan Exchange Group | Азиатско-Тихоокеанский регион |
| 5. TMX Group | Американский регион |

При этом следует отметить, что в основном преобладает листинг национальных МСП, можно отметить только несколько бирж, на которых зафиксирован листинг иностранных МСП – это Intercontinental Exchange Inc. | NYSE, Hong Kong Exchanges and Clearing, Singapore Exchange, Deutsche Börse AG, Euronext, Johannesburg Stock Exchange, Luxembourg Stock Exchange, Nasdaq Nordic Exchanges, Oslo Børs.

Исходя из проведенного в данном параграфе анализа, можно сделать вывод о том, что компании Республики Молдова недооценивают положительные эффекты привлечения инвестиционных ресурсов через инструменты фондового рынка, в частности через IPO. В данном контексте можно констатировать, что на данный момент, молдавские компании не используют возможности выхода на международные рынки капитала как альтернативу другим источникам финансирования, что позволило бы им снизить цену привлекаемого капитала за счет разделения рисков между национальными и иностранными инвесторами. Выходя на внешний рынок капитала, компании Республики Молдова приобретут возможность быть представленной более широкому кругу инвесторов и получить максимально выгодное для себя ценообразование. На наш взгляд, опираясь на результаты проведенного анализа и международный опыт, наиболее предпочтительными для молдавских компаний для выхода на IPO являются именно фондовые биржи Азиатско-Тихоокеанского региона, которые, во-первых, демонстрируют в последние годы колоссальный рост по показателям рыночной капитализации и объемам привлеченных IPO, а во-вторых, предоставляют наиболее благоприятные условия по листингу, а также являются наиболее популярными среди МСП, осуществивших листинг. Несмотря на существование бирж, предоставляющих специальные предложения для МСП (послабления относительно стандартных требований по листингу), выход МСП Республики Молдова на IPO остается достаточно проблематичным как с точки зрения стоимости, так и по причине неопытности. В этой связи необходимо активное участие государства по выведению компаний Республики Молдова на внешние фондовые рынки.

2.4. Выводы к главе 2

По результатам второй главы исследования считаем необходимым сделать следующие ключевые выводы.

1. Принимая во внимание систему правового регулирования и методического обеспечения, сложившуюся в Республике Молдова, по объекту инвестиционного механизма ПИИ, можно сделать следующие выводы:

- действующие соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений и договоры об избежании двойного налогообложения, заключенные Республикой Молдова, способствуют привлечению в основном рыночно-ориентированных ПИИ преимущественно из стран ЕС;
- платформа для привлечения комплексных ПИИ представлена соглашениями о поощрении и взаимной защите капиталовложений с такими странами, как Китай, США, Турция и Израиль, а также договорами об избежании двойного налогообложения с такими странами, как Китай, США, Израиль;
- среди неэффективно работающих, с точки зрения привлечения ПИИ, соглашений о поощрении и взаимной защите капиталовложений, заключенных Республикой Молдова, можно отметить соглашения с такими странами, как Кувейт, Узбекистан, Азербайджан, Грузия, Чехия, Таджикистан, Киргизия, Босния и Герцеговина, Словения, Словакия, Катар, Черногория – объем накопленных ПИИ за период 2009-2015 гг. составил 0 или носил непостоянный характер;
- среди неэффективно работающих, с точки зрения привлечения ПИИ, договоров об избежании двойного налогообложения, заключенных Республикой Молдова, можно отметить соглашения с такими странами, как Люксембург, Япония, Финляндия, Мальта, Словения, Испания, Португалия, Азербайджан, Босния и Герцеговина, Кувейт, Киргизия, Армения, Казахстан, Македония, Сербия, Таджикистан, Оман, Туркменистан, Черногория, Чехия – объем накопленных ПИИ за период 2009-2015 гг. составил 0 или носил непостоянный характер.

2. Анализируя положения соглашения об ассоциации между ЕС и Республикой Молдова, автор пришел к выводу, что несмотря на то, что соглашение способствует привлечению в Республику Молдова комплексных ПИИ из стран, не входящих в экономическое интеграционное объединение с ЕС, существующие квотные импортные ограничения ЕС по отдельным группам товаров и предусмотренный механизм «против обхода закона» ограничивают интерес иностранных инвесторов, рассматривающих Республику Молдова

в качестве экспортной платформы или нацеленных на вовлечение Республики Молдова в качестве участника глобальных цепочек добавленной стоимости.

3. Анализируя положения соглашения об ассоциации между ЕС и Республикой Молдова в области взаимных преференциальных условий доступа к рынкам услуг, автор пришел к выводу, что рынок Республики Молдова практически полностью открыт для экономических резидентов стран-членов ЕС, что является одним из определяющих факторов, стимулирующих рыночно-ориентированных ПИИ в Республику Молдова из стран-членов ЕС в сфере услуг.

4. Учитывая запреты и ограничения доступа экономических резидентов Республики Молдова к рынкам услуг стран-членам ЕС, автор сформировал ранжированный перечень по группам услуг, предусматривающий размещение групп в порядке увеличения уровня ограничений и запретов (не более 30% видов услуг в группе), где группе услуг с наименьшим уровнем ограничения соответствует самый высокий интерес со стороны комплексных ПИИ с Республику Молдова, а именно:

- коммуникационные услуги и строительство и инжиниринг;
- дистрибьюторские услуги;
- вспомогательные и дополнительные транспортные услуги;
- туристические услуги;
- коммерческие услуги;
- транспортные услуги.

5. Среди стран, в которых количество видов услуг с ограничениями или запретами наименьшее, можно перечислить Эстонию, Латвию, Литву, Люксембург, Данию, Англию, Нидерланды, Швецию, Финляндию, Испанию. Потенциальные иностранные инвесторы рассматривают Республику Молдова в качестве экспортной платформы для оказания трансграничных услуг резидентам именно этих стран, так как преференции доступа на их рынки услуг максимальны по сравнению с другими странами-членами ЕС.

6. Рассматривая систему ресурсного обеспечения инвестиционного механизма Республики Молдова, нужно отметить, что основным источником финансирования основного капитала являются собственные средства предприятий. Доступ экономических агентов к кредитным финансовым ресурсам ограничен, что говорит о недостаточном использовании кредитного потенциала банков Республики Молдова в финансировании роста производства.

7. Основным источником формирования бюджетных ресурсов инвестиционного характера являются налоги на товары и услуги, что существенно отличает Республику Молдова от развитых стран, где основным источником выступают прямые налоги. Однако, с нашей точки зрения, говоря о перспективах возможностей увеличения налоговых доходов государственного бюджета Республики Молдова для использования в инвестиционных целях, нельзя однозначно принимать за эталон структуру государственных доходов от налоговых поступлений развитых стран. Больше внимание следует уделить увеличению доли доходов от поступления налогов от компаний с иностранным капиталом и налогов на международную торговлю и внешние операции. Ввиду существующих взаимосвязей налоговой политики и иностранных инвестиций именно эти составляющие имеют резервы роста в рамках существующей структуры государственных доходов от налоговых поступлений Республики Молдова.

8. На данный момент Республика Молдова активно использует национальный фондовый рынок лишь для размещения государственных облигационных займов и начиная с 2009 года не использует такой инструмент финансирования как государственные ценные бумаги, выпущенные для размещения на внешних финансовых рынках (международные облигации). Основными инструментами внешнего государственного долга являются внешние государственные займы, СДР и внешние государственные гарантии. При этом в программах «Управление государственным долгом в среднесрочном периоде (2016-2018 гг.) и (2017-2019 гг.)» был проведен анализ нескольких альтернативных стратегий финансирования государственного долга Республики Молдова, но ни одна из стратегий не предусматривает применение в составе инвестиционного механизма такой источник финансирования, как международные облигации.

9. Наблюдается отрицательная тенденция снижения удельного веса средств иностранных инвесторов (прямые иностранные инвестиции), что свидетельствует о снижении уровня устойчивых источников финансирования, способствующих развитию и качественному экономическому росту в стране.

10. Проведенный анализ инструментов фондового рынка позволил выявить новые неиспользуемые резервы финансирования инвестиционной деятельности компаний Республики Молдова. В свете того, что на данный момент молдавские компании не используют возможности выхода на международные рынки капитала как дополнение внутренним источникам финансирования, нам хотелось бы подчеркнуть некоторые положительные эффекты использования инструментов международного фондового рынка для привлечения инвестиционных финансовых ресурсов, а именно: 1) возможность

снижения цены привлекаемого капитала за счет разделения рисков между национальными и иностранными инвесторами; 2) возможность для компаний Республики Молдова быть представленными более широкому кругу инвесторов и получить максимально выгодное для себя ценообразование. На наш взгляд, наиболее предпочтительными для молдавских компаний для выхода на IPO являются именно фондовые биржи Азиатско-Тихоокеанского региона.

Глава 3 ОПТИМИЗАЦИЯ ИНСТРУМЕНТОВ ИНВЕСТИЦИОННОГО МЕХАНИЗМА РЕСПУБЛИКИ МОЛДОВА

3.1. Оценка инвестиционного потенциала и инвестиционных рисков как основа формирования мотивационного блока инвестиционного механизма

Принимая решение о финансовых вложениях в объекты той или иной страны, инвесторы стараются в первую очередь оценить инвестиционный потенциал и риски страны или так называемый инвестиционный климат, сложившийся в стране. Структуре инвестиционного механизма, представленной в приложении 15, инвестиционный климат обозначен в качестве одной из основных составляющих инвестиционного механизма, частично определяющей мотивационный блок инвестиционного механизма. Инвестиционный климат представляет собой совокупность политических, экономических, правовых, социальных и других факторов, определяющих возможности прибыльного вложения капитала и приемлемую степень инвестиционного риска, опосредованных состоянием инфраструктуры и комфортом жизнедеятельности. На сегодняшний день существует множество методов оценки инвестиционного климата, используя которые профильные международные организации дают ежегодную рейтинговую оценку в соответствии с ежегодным изменением инвестиционного климата по разным странам мира. Рейтинговые оценки многих этих организаций, но не всех, находятся на данный момент в свободном доступе и широко используются инвесторами в процессе принятия решений. Среди доступных и наиболее популярных из них можно перечислить отчет Doing Business ежегодное исследование, который делает Группа Всемирного Банка [176] и отчет о Глобальной конкурентоспособности – ежегодное исследование Всемирного Экономического Форума [183].

Отчет группы Всемирного Банка Doing Business составляется с 2003 года и посвящён оценке нормативных актов, регулирующих деятельность малых и средних предприятий на протяжении всего жизненного цикла, и порядку их применения на практике. В результате проведения оценки 189 стран на простоту осуществления предпринимательской деятельности составляется рейтинг. Чем выше позиция страны в рейтинге благоприятности условий ведения бизнеса, тем благоприятнее предпринимательская среда для открытия и функционирования предприятия. Также для каждой страны считается так называемый передовой рубеж, который характеризует удаленность фактического показателя по направлению от наилучшего показателя. Оценка проводится по 10 направлениям, а именно: регистрация предприятий, получение разрешений на строительство, подключение к системе электроснабжения, регистрация собственности, получение кредитов, защита миноритарных инвесторов, налогообложение,

международная торговля, обеспечение исполнения контрактов и разрешение неплатежеспособности. Каждое из этих направлений состоит из нескольких показателей, имеющих равное значение для индикатора (см. приложение 42).

Согласно отчету Doing Business 2016, Республика Молдова занимает в рейтинге 52 место из 189, что свидетельствует об ухудшении позиций на 3 пункта по сравнению с 2015 годом. В тоже время следует отметить улучшение рейтинга Республики Молдова по показателю передового рубежа на 0,21 процентных пункта в 2016 году по сравнению с 2015 годом. В рамках региона Европа и Центральная Азия Республика Молдова занимает средние позиции среди стран схожих по уровню развития. Так, Республика Молдова уступает таким государствам как Армения, Беларусь, Казахстан, Латвия, Литва, Грузия, Болгария, Россия и др., а также опережает Турцию, Азербайджан, Киргизию, Украину, Узбекистан и т.д.

Анализируя оценки показателей по направлениям (см. таблицу 3.1), можно отметить ухудшение позиций по всем направлениям кроме регистрации предприятий. По направлению «регистрация предприятий» Республика Молдова, по оценкам на 2016 год, занимает в рейтинге 26 место из 189 (это на 9 позиций выше позиции 2015 года). Данные результаты достигнуты в основном за счет снижения общего числа процедур, которые требуется пройти для регистрации компании и сокращения общего числа дней, требуемого для регистрации компании.

Таблица 3.1

Рейтинг Doing Business 2016 (Республика Молдова) по направлениям

Направление	2016	2015	Изменение
1. регистрация предприятий	26	35	↑9
2. получение разрешений на строительство	170	169	↓-1
3. подключение к системе электроснабжения	104	100	↓-4
4. регистрация собственности	21	20	↓-1
5. получение кредитов	28	24	↓-4
6. защита миноритарных инвесторов	36	33	↓-3
7. налогообложение	78	69	↓-9
8. международная торговля	33	32	↓-1
9. обеспечение исполнения контрактов	67	66	↓-1
10. разрешение неплатежеспособности	60	59	↓-1

Источник: [176]

Самые серьезные потери в рейтинге 2016 зафиксированы по направлению налогообложения – 9 позиций по сравнению с 2015 годом. Действительно, согласованность инвестиционной и налоговой политики является одним из ключевых вопросов, который требует пристального внимания со стороны государства и может существенно влиять на решение инвесторов. Учитывая тот факт, что устойчивый

экономический рост требует как государственных, так и частных инвестиций (схема 3.1), инвестиционная и налоговая политики должны быть сбалансированы таким образом, чтобы обеспечить достойный уровень доходов государства для поддержания государственных инвестиций и достойный уровень прибыли после налогообложения компаний для стимулирования частных инвестиций.

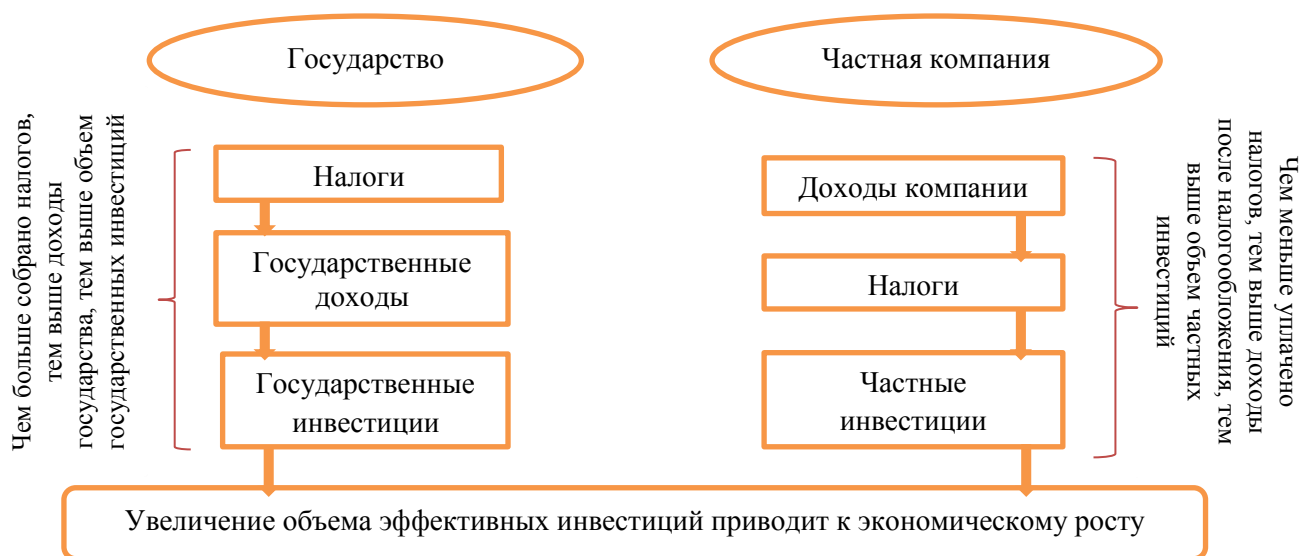


Схема 3.1 Схема взаимосвязи государственных и частных инвестиций и экономического роста.

Источник: составлено автором

Таким образом, налоги являются одним из инструментов, определяющих привлекательность экономики той или иной страны для иностранного инвестора с точки зрения благоприятного налогового климата. Различные налоговые стимулы играют роль инструментов для привлечения инвестиций и продвижения инвестиций. В свою очередь иностранные инвестиции положительно влияют на экономическую активность и увеличение налоговой базы принимающей экономики.

Однако следует отметить, что в связи с тем, что налоги играют важную, но не единственную роль в принятии иностранным инвестором решения по локализации инвестиций, считаем необходимым уточнить, что значимость налоговой составляющей в принятии иностранным инвестором решения является высокой, когда речь идет о ПИИ, ориентированных на поиск ресурсов.

ПИИ, ориентированные на поиск ресурсов, осуществляются транснациональными компаниями с целью снижения затрат для производства комплектующих. Так, основные экономические детерминанты для ПИИ, ориентированных на поиск ресурсов в принимающей стране это:

- налоговый режим и налоговый климат;

- стоимость природных ресурсов;
- уровень оплаты труда;
- состояние физической инфраструктуры (порты, дороги, энергетика, телекоммуникации);
- транспортные и коммуникационные издержки в принимающей стране;
- участие в региональных интеграционных соглашениях, способствующее установлению региональных корпоративных структур.

В данном случае налоговый фактор имеет определяющее значение при выборе локализации инвестиций. При этом следует отметить, что, вопреки очевидному, низкие налоговые ставки не являются определяющим фактором в выборе локализации, так как ожидаемые ставки являются чрезмерно низкими. Такого рода инвестиции располагаются в специальных экономических зонах и попадают под действие специальных налоговых режимов. Основным интерес для инвесторов в этом случае представляет налоговая база, в образовании которой важную роль играют глобальные цепочки добавленной стоимости (которые выстраивают транснациональные компании), трансфертное ценообразование, низкие налоги на международную торговлю и внешние операции. Также большое значение имеет то, как в принимающей экономике выстроен административный процесс в области регистрации компаний, лицензированию и уплаты налогов. Еще одним важным фактором является стабильность и прозрачность налоговой среды в принимающей экономике. Так, презумпция риска значительных изменений налогового законодательства, как правило, является препятствием в принятии положительного решения относительно локализации инвестиций. Налоговые органы, которые демонстрируют способность устанавливать благоприятные взаимоотношения с инвесторами способствовать доверию, продолжая соблюдать договоренности инвестиционно-налогового соглашения, способствуют развитию инвестиций и привлечению иностранных инвесторов.

Однако следует отметить, что ввиду того, что транснациональные компании в погоне за максимизацией корпоративных доходов выстраивают такие корпоративные структуры, которые предусматривают самый благоприятный налоговый климат и возможность для минимизации налоговых затрат по предстоящим инвестиционным доходам, налоговый фактор инвестиционного климата содержит в себе ряд рисков для государств. Определяющую роль здесь играют офшорные инвестиционные центры, среди основных характеристик которых можно выделить:

- 1) отсутствие налогообложения или низкие налоговые ставки;
- 2) отсутствие эффективного обмена информацией;

3) отсутствие требований к основной деятельности.

По данным ЮНКТАД, около 30% трансграничных инвестиций, перед тем как приобрести форму производственного капитала, прошли через страны проводники – офшорные инвестиционные центры. Практика применения транснациональными компаниями различных схем минимизации налогов влечет за собой значительные последствия, связанные с потерей государственных доходов развивающихся стран. Согласно статистике ЮНКТАД, ежегодные потери налоговых доходов, связанные с вывозом капитала через офшорные инвестиционные центры, составляют около 100 миллиардов долларов США. Так, существует наглядная взаимосвязь между долей офшорных инвестиций, ввезенных ПИИ (прямые иностранные инвестиции) в принимающие страны и уровнем доходности от ПИИ – чем больше инвестиций проходят через офшорные инвестиционные центры, тем меньшая налогооблагаемая база накапливается. В среднем по развивающимся странам эффект составляет – каждые 10 процентных пунктов офшорных инвестиций способствуют снижению уровня доходности на 1 процентный пункт. Кроме того, на уровне хозяйствующих субъектов, низкие налоговые платежи и высокая прибыль после налогообложения дают транснациональным компаниям несправедливое преимущество перед местными компаниями. Все это непосредственным образом влияет на рыночную конкуренцию и подавляет рост малых и средних предприятий, которые имеют жизненно важное значение для развития и экономического роста. Возникает необходимость разработки мер по борьбе с уклонением от уплаты налогов для устранения существующих негативных последствий. Учитывая тот факт, что такие меры могут сдерживать необходимые инвестиции для развития, а офшорные инвестиционные центры стали играть системную роль в нынешней международной инвестиционной среде, требуется способствовать согласованности мер налоговой и инвестиционной политики.

Таким образом, основными целями согласованности политик в области инвестиций и международных налогов должны быть:

- 1) содействие устойчивому развитию. Инвестиционная политика, содействующая развитию частных инвестиций и налоговая политика, стимулирующая государственные инвестиции для устойчивого развития;
- 2) борьба с уклонением от уплаты налогов. Транснациональные компании должны платить налоги там, где имела место их экономическая деятельность. Чрезмерные искажения должны быть сведены к минимуму, чтобы обеспечить справедливое

распределение доходов между странами и справедливую конкуренцию между отечественными и зарубежными компаниями;

3) содействие продуктивным инвестициям. Международные налоговые рамки должны защищать налоговую базу и обеспечивать ее справедливое распределение между странами, а также содействовать эффективным инвестициям для развития.

Достижение этих целей возможно через выработку отдельных мероприятий не только на уровне отдельных государств, но также и на уровне международного сообщества, представленного различными международными экономическими организациями. По нашему мнению, меры, которые необходимо предпринять в рамках отдельной экономики, должны включать:

1) для предупреждения применения схем уклонения от уплаты налогов необходимо, чтобы инвестиционные и налоговые государственные службы отдельно рассматривали иностранные компании при входе на рынок и их регистрации. Это означает, что если решение о входе на рынок и регистрации предварительно требует их утверждения, то это дает возможность получить от потенциальных инвесторов информацию, подтверждающую их благонадежность в качестве налогоплательщика и облегчить сбор будущих налоговых поступлений. Поощрение соблюдения корпоративной социальной ответственности и стандартов управления является эффективным инструментом для содействия благонадежному поведению налогоплательщиков и прозрачности финансовой отчетности;

2) привлечение инвестиций и конструктивные взаимоотношения государственных органов с иностранными инвесторами могут способствовать снижению мотивации и возможности для уклонения от уплаты налогов. Инструменты поощрения прямых иностранных инвестиций должны быть разработаны таким образом, чтобы они не таили в себе дополнительных возможностей для уклонения от уплаты налогов. Они не должны создавать возможности использования дополнительных территорий с низким уровнем налогообложения для транснациональных компаний. Если налоговые стимулы предусматриваются они должны быть конкретными по срокам и в идеале поощрять инвестиции в экономический рост. То есть налоговые стимулы должны быть построены таким образом, чтобы они снижали мотивацию иностранного инвестора на перевод дохода. Например, налоговые льготы на реинвестируемую прибыль, или налоговая льгота на прибыль, полученную от продажи недвижимости, активов, которая используется на приобретение новой недвижимости, активов. Применение налоговых стимулов для иностранных инвесторов должно быть максимально прозрачным, интегрированным в

бюджетный процесс и быть объектом строгой отчетности. Инвестиционные органы должны координировать свои действия с налоговыми органами, способствовать качественному обслуживанию таких налогоплательщиков и способствовать конструктивному и прозрачному диалогу между налоговыми органами и налогоплательщиками.

Еще одним популярным среди инвесторов рейтингом считается рейтинг, составляемый на основе Глобального Индекса Конкурентоспособности, который был разработан в сотрудничестве с профессором Сала-и-Мartiном из Колумбийского Университета и впервые представлен в 2004. Показания этого индекса ежегодно рассчитываются экспертами Всемирного Экономического Форума и публикуются в Отчете о Глобальной Конкурентоспособности. Глобальный Индекс Конкурентоспособности разработан для оценки потенциала роста стран в средне и долгосрочной перспективе, с учетом уровня развития в настоящее время и понимания того, что конкурентоспособность — это набор учреждений, политик и факторов, которые определяют уровень продуктивности страны.

В основу оценки Глобального Индекса Конкурентоспособности положено 2 принципа: 1) первый принцип заключается в том, что факторов, определяющих конкурентоспособность, имеется множество, все они комплексные и не исключают друг друга; 2) второй принцип заключается в том, что различные факторы влияют на различные страны по-разному в зависимости от того на какой стадии экономического развития, находится страна. Систему оценки Глобального Индекса Конкурентоспособности можно представить в виде схемы 3.2, которая включает 12 составляющих конкурентоспособности, характеризующих типы экономики соответствующего уровня.



Схема 3.2. Составляющие конкурентоспособности, используемые при оценке Глобального Индекса Конкурентоспособности
Источник: [183]

На первой стадии экономика считается факторно-ориентированной, а экономический рост зависит от базовых факторов, а страны конкурируют за счет обеспеченности ресурсами – в основном неквалифицированной рабочей силой и природными ископаемыми. Компании конкурируют за счет цены и продают элементарные продукты и товары. Низкая производительность отражает низкий уровень зарплат. Сохранение конкурентоспособности на этой стадии развития экономики в основном зависит от стабильного функционирования государственных и частных учреждений (составляющая 1), инфраструктуры (составляющая 2), макроэкономической стабильности (составляющая 3), а также от здоровой и образованной рабочей силы (составляющая 4).

По мере роста зарплат и дальнейшего экономического развития страны переходят на следующую стадию, где экономический рост зависит от эффективности. На этой стадии экономика ориентирована на эффективность и требует внедрения более эффективных производственных процессов и повышения качества продукции. На этом этапе повышение уровня конкурентоспособности все больше зависит от качества высшего образования и профессиональной подготовки (составляющая 5), эффективного рынка товаров и услуг (составляющая 6), хорошо функционирующего рынка труда (составляющая 7), развитости финансового рынка (составляющая 8), способности внедрять новейшие технологии (составная 9) и величины внутреннего и внешнего рынков (составная 10).

Наконец, когда страны переходят на стадию развития экономики, зависящей от инноваций (становятся инновационно-ориентированными экономиками), они способны поддерживать высокий уровень зарплат и соответствующий уровень жизни только при условии, если компании конкурируют за счет новой и уникальной продукции. На этой стадии компании должны конкурировать при помощи инноваций (составная 12) и, производя новые и разнообразные товары, при помощи высокоразвитых производственных процессов (составная 11).

Глобальный Индекс Конкурентоспособности представляет собой составной показатель, рассчитанный как сумма долей от оценочных значений 12 составляющих, сгруппированных согласно стадии развития экономики страны. При этом больший удельный вес отдается тем составляющим, которые относительно более важны для текущей стадии экономического развития страны. Удельный вес каждой основной группы на каждой стадии развития экономики показан в таблице 3.2.

Таблица 3.2

Удельный вес трех основных групп, составляющих на каждой стадии развития экономики

	Факторно-ориентированные экономики (%)	Экономики, ориентированные на эффективность (%)	Инновационно-ориентированные экономики (%)
Базовые требования	60	40	20
Усилители эффективности	35	50	50
Факторы развития и инновационного потенциала	5	10	40

Источник: [183]

При этом стадии развития экономики стран определяются при помощи двух критериев. Первый критерий – уровень ВВП на душу населения, а именно:

Стадия развития	ВВП на душу населения (дол. США)
Стадия 1: Факторно-ориентированная экономика	<2000
Переход от стадии 1 к стадии 2	2000-3000
Стадия 2: Экономика, ориентированная на эффективность	3000-9000
Переход от стадии 2 к стадии 3	9000-17000
Стадия 3: Ориентированная на инновации	>17000

Источник: [183]

Второй критерий – измеряет степень зависимости развития стран от основных факторов. Определяется эта зависимость как доля сырья в экспорте (товаров и услуг) страны и предполагаем, что если сырьевая продукция составляет более 70%, то экономика

страны находится на стадии развития, где рост экономики обеспечивается в основном за счет базовых факторов.

Руководствуясь этими критериями, можно определить, что Республика Молдова находится на стадии «Переход от стадии 1 к стадии 2» (ВВП на душу населения в дол. США – 2239; сырьевая продукция в общем экспорте более 70%). В рейтинге Глобального Индекса Конкурентоспособности 2015/16 гг. Республика Молдова занимает 84 место из 140, ухудшив свои позиции на 2 по сравнению с Глобальным Индексом Конкурентоспособности 2014/15 (82 место среди 144 стран). Нужно отметить, что в отличие от рейтинга Doing Business 2016 по рейтингу Глобального Индекса Конкурентоспособности 2015/16 гг. Республика Молдова уступает таким государствам, как Турция, Украина и Азербайджан. Позиции Республики Молдова в Индексе Глобальной Конкурентоспособности 2015/16 представлены в таблице 3.3.

Таблица 3.3

Позиции Республики Молдова в Индексе Глобальной Конкурентоспособности 2015/16

	Ранг (из 140 стран)	Балл*
ИНДЕКС ГЛОБАЛЬНОЙ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ	84	4,0
Базовые требования (55,3%)	89	4,3
Институты	123	3,2
Инфраструктура	83	3,7
Макроэкономическая среда	55	4,9
Здравоохранение и начальное образование	91	5,4
Факторы эффективности (38,5%)	94	3,8
Высшее образование и профессиональная подготовка	79	4,1
Эффективность рынка товаров	103	4,1
Эффективность рынка труда	85	4,1
Развитость финансового рынка	115	3,3
Технологическая готовность	53	4,4
Размер рынка	121	2,7
Факторы инноваций и сложности (6,2%)	128	2,9
Конкурентоспособность компаний	127	3,3
Инновации	130	2,6

* Балл – от 1 до 7 (лучше)

Источник: [183]

Согласно оценке экспертов Всемирного Экономического Форума, основными негативными факторами, вызвавшими ухудшение позиций Республики Молдова в рейтинге Глобального Индекса Конкурентоспособности 2015/16 гг., стали²⁷:

- 1) коррупция – 20,1%
- 2) политическая нестабильность - 12,8%

²⁷ Оценка производилась посредством опроса респондентов – из списка факторов, респондентов попросили выбрать пять наиболее проблематичных для ведения бизнеса в их стране и ранжировать их от 1 (наиболее проблематичным) и 5. Счет соответствует ответам, взвешенных в соответствии с их рейтингом.

- 3) бюрократические барьеры – 9,0%
- 4) нестабильность правительства – 8,4%
- 5) доступ к финансированию – 8,1%
- 6) неквалифицированная рабочая сила – 8,1%
- 7) неразвитая инфраструктура – 6,2%
- 8) инфляция – 5,9%
- 9) сложность налогового законодательства – 4,7%
- 10) налоговые ставки – 4,4%
- 11) слабая трудовая этика – 3,2%
- 12) валютное регулирование – 3,1%
- 13) ограничительные нормы трудового законодательства – 2,2%
- 14) слабая инновационная активность – 2,1%
- 15) преступность – 1,5%
- 16) плохое состояние отрасли здравоохранения – 0,2%.

Итак, возвращаясь к Национальной стратегии привлечения инвестиций и продвижения экспорта на 2016-2020 гг., нужно сказать, что авторы стратегии активно использовали в своем анализе и рейтинг по отчету Doing Business, и рейтинг по отчету о Глобальной конкурентоспособности. Однако на наш взгляд, несмотря на то, что совокупное использование описанных выше рейтингов дает достаточно полную картину существующих на данный момент в стране политических, экономических, правовых и социальных факторов, определяющих возможности прибыльного вложения капитала для инвесторов, к сожалению, используемый инструментарий не позволяет государственным органам своевременно оценить существующий и перспективный уровень инвестиционного риска для выработки мер для его минимизации и инвестиционные ожидания от вложений в Республику Молдова. Считаем, что для достижения этой цели, наиболее подходящей является широко известная интегрированная система определения страновых рисков – BERI-Index (Business Environment Risk Information), разработанная в одноименным институтом. Впервые система BERI-Index была использована в 1972 году для оценки хозяйственного климата в 5 инвестируемых странах. Система предусматривает расчет нескольких количественных показателей, среди которых на наш взгляд более информативным и полезным является индекс BRS (Business Risk Service).

Для обоснования сделанного нами выбора в пользу системы индексов BERI-Index, а в частности индекса BRS, проведем анализ тесноты существующей взаимосвязи между индексом BRS и ежегодным притоком прямых иностранных инвестиций по 33 странам

(приложение 43) за период 2009-2015 гг. В качестве инструмента для выявления взаимосвязи мы будем использовать коэффициент ранговой корреляции Спирмена.

Методика расчета рангового коэффициента Спирмена предполагает следующий алгоритм:

- 1) ранжирование признаков по возрастанию (в нашем случае X это ежегодный приток прямых иностранных инвестиций по этим 33 странам, а Y это значение индекса BRS для каждой из 33 стран - приложение 44)
- 2) определение суммы квадратов разницы между рангами: $\sum d^2 = \sum (d_x - d_y)^2$ (приложение 45)

- 3) расчет коэффициента Спирмена по формуле:

$$p = 1 - 6 \frac{\sum d^2}{n^3 - n}, \text{ где (3.1)}$$

d^2 - сумма квадратов разницы между рангами;

n – количество признаков учувствовавших в ранжировании.

- 3.1) при наличии одинаковых рангов коэффициент Спирмена вычисляется по формуле (используется для расчетов в данном случае – приложение 45):

$$p = 1 - \frac{\sum d^2 + A + B}{n^3 - n}, \text{ где (3.2)}$$

$$A = \frac{1}{12} \sum (A_j^3 - A_j), \text{ (3.3)}$$

$$B = \frac{1}{12} \sum (B_k^3 - B_k) \text{ (3.4)}$$

j - номера связок по порядку для признака X;

A_j - число одинаковых рангов в j-й связке по X;

k - номера связок по порядку для признака Y;

B_k - число одинаковых рангов в k-й связке по Y.

- 4) определение статистической значимости коэффициента Спирмена при помощи T_{kp} - критерия, который рассчитывается по формуле (приложение 45):

$$T_{kp} = t(a, k) \sqrt{\frac{1-p^2}{n-2}}, \text{ где (3.5)}$$

n - объем выборки;

p - выборочный коэффициент ранговой корреляции Спирмена;

$t(a, k)$ - критическая точка двусторонней критической области, которую находят по таблице критических точек распределения Стьюдента, по уровню значимости α и числу степеней свободы $k = n-2$.

Интерпретация коэффициента Спирмена:

$p = 0,3$ и менее - слабая теснота связи;
 $p = 0,4 - 0,7$ - умеренная теснота связи;
 $p = 0,7$ и более - высокая теснота связи.

Интерпретация $T_{кр}$:

$|p| < T_{кр}$ - ранговая корреляционная связь между качественными признаками не значима;
 $|p| > T_{кр}$ - между качественными признаками существует значимая ранговая корреляционная связь.

Как видно из произведенных расчетов (приложение 45, таблица 3.4), в период 2009-2010 гг., 2012 г., 2014-2015 гг. наблюдается умеренная прямая связь между значением индекса BRS и ежегодным притоком прямых иностранных инвестиций, отмечается два периода (2011, 2013 гг.), в которых связь сильная и прямая между анализируемыми показателями. В течение всего анализируемого периода значения коэффициентов ранговой корреляции Спирмена были значимы, о чем свидетельствует превышение коэффициента Спирмена над значением $T_{кр}$ – критерия.

Таблица 3.4

Динамика коэффициента ранговой корреляции Спирмена

Показатель	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
p	0,665	0,524	0,731	0,614	0,716	0,561	0,731
$T_{кр}$	$0,27 < p$	$0,31 < p$	$0,25 < p$	$0,29 < p$	$0,25 < p$	$0,3 < p$	$0,25 < p$

Источник: рассчитано автором (приложение 45)

Итак, принимая во внимание тесную связь между индексом BRS и ежегодным притоком прямых иностранных инвестиций (по 33 странам), можно сделать вывод том, что методика индексов BERI эффективна и популярна среди инвесторов. С нашей точки зрения, данная методика представляет особенный интерес и может быть положена в основу разработки национальной рейтинговой инвестиционной системы Республики Молдова. В связи с этим перейдем к рассмотрению специфики формирования индекса BRS.

Индекс BRS (Business Risk Service) предполагает определение три раза в год трех компонент заграничных рисков: деловой климат, политическая стабильность, возможность возврата вложений. Каждая из этих составляющих соответственно характеризуется следующими индексами – индекс операционного риска (ORI), индекс политического риска (PRI) и R фактор.

Индекс операционного риска (ORI) – система, состоящая из 15 критериев, которые включают политическую стабильность, отношение к иностранным инвестициям, степень приватизации, инфляцию, платежный баланс, бюрократические барьеры, экономический рост, конвертируемость валюты, правовую защищенность договоров, трудовые затраты и

их производительность, доступность местных специалистов и поставщиков, инфраструктуру, местное управление и партнеров, доступность и условия долгосрочного кредитования, доступность и условия краткосрочного кредитования. Постоянная комиссия, включающая 105 специалистов из разных стран мира, которая проводит экспертную оценку каждого из 15 критериев по шкале 0 (неприемлемые условия) – 4 (превосходные условия). Все критерии взвешены относительно стандартно установленной величины – 25 (см. таблицу 3.5) Максимальная сумма баллов, которая характеризует страну как максимально стабильную для вложений, равна 100 (25*4).

Таблица 3.5

Критерии для оценки индекса операционного риска, взвешенные относительно стандартной установленной величины – 25 пунктов

Критерий	Вес	Максимальная оценка
1. политическую стабильность	3	4*3
2. отношение к иностранным инвестициям	1,5	4*1,5
3. степень приватизации	1,5	4*1,5
4. инфляция	1,5	4*1,5
5. платежный баланс	1,5	4*1,5
6. бюрократические барьеры	1	4*1
7. экономический рост	2,5	4*2,5
8. конвертируемость валюты	2,5	4*2,5
9. правовая защищенность договоров	1,5	4*1,5
10. трудовые затраты и их производительность	2	4*2
11. доступность местных специалистов и поставщиков	0,5	4*0,5
12. инфраструктура	1	4*1
13. местное управление и партнеры	1	4*1
14. доступность и условия долгосрочного кредитования	2	4*2
15 доступность и условия краткосрочного кредитования	2	4*2
Итого	25	100

Источник: составлено автором на базе [10]

Получив определенное количество баллов в диапазоне 0 – 100, можно дать следующую интерпретацию *индексу операционного риска (ORI)*:

70-100 – стабильная среда, характерная для промышленно развитой экономики. Все возможные риски для иностранного инвестора компенсируются эффективностью страны, рыночными возможностями, финансовой системой и развитой экономикой.

55-69 – умеренный риск, характеризующийся умеренными сложностями в процессах оперативного управления. Обычно политическая система достаточно стабильна, для обеспечения согласованного функционирования без особых сбоев. Динамический

экономический рост обеспечивает потенциальные возможности для привлечения прибыли.

40-54 – высокий риск для предприятий, принадлежащих иностранным гражданам. Вложения в страны с характерным риском рассматриваются только в исключительных случаях, когда, например, речь идет о редком сырье или о непредвиденных перспективах получения прибыли. Выбор метода управления играет определяющую роль для успешной деятельности в регионе с таким видом риска.

0-39 – неприемлемые условия ведения бизнеса для предприятий, принадлежащих иностранным инвесторам.

Индекс политического риска (PRI) – система характеризует социально-политические условия в стране и предполагает, что эксперты оценивают существующие условия по каждому из 10 приведенных ниже критериев от 7 (нет проблем) до 0 (чрезмерные проблемы). Оценка делается со стороны международного банка, а не частного предприятия, принадлежащего резиденту страны. Первоначальная итоговая максимальная сумма – 70 баллов для страны идеальной по всем признакам.

Таблица 3.6

Критерии оценки политического риска (*PRI*)

Внутренние причины политического риска	
1. Устройство политической системы и влияние действующей политической силы	4. Мировосприятие, включая ксенофобию, национализм, коррупцию, семейственность, готовность к компромиссу и т.д
2. Деление на языковые, этнические и/или религиозные группы	5. Социальные условия включая плотность населения и распределение национального богатства
3. Ограничительные (принудительные) меры, необходимые для установления власти	6. Организация и усиление сил радикального правительства
Внешние причины политического риска	
1. Зависимость или определяющая роль влияния недружественных правовых сил	2. Негативное влияние региональных политических сил
Признаки политического риска	
1. Социальный конфликт, провоцирующий демонстрации, забастовки и уличные беспорядки	2. Нестабильность, проявляющаяся в неконституционных изменениях и партизанских войнах

Источник: [10]

Некоторые причины могут оказывать более мощное влияние на политическую стабильность в целом, чем остальные. Система предполагает, что эксперты могут распределить 30 очков по причинам, чтобы выделить причины, способствующие наиболее благоприятной ситуации. Эксперт также может присвоить очки одной, двум и т.д.

причинам или выбрать вариант не распределять дополнительных очков вообще. Страна с наименьшим риском может получить в сумме 100 баллов как результат двух шагов.

Получив определенное количество баллов в диапазоне 0 – 100, можно дать следующую интерпретацию *индексу политического риска (PRI)*:

70-100 – низкий риск, характеризующий ситуацию, в которой политические изменения не приведут к серьезным неблагоприятным условиям для бизнеса, а также то, что каких-либо серьезных социально-политических беспорядков не ожидается.

55-69 – умеренный риск, который характеризуется ситуацией, в которой серьезные политические изменения привели к неблагоприятным для бизнеса последствиям в прошлом, но в будущем введение действующими властями таких изменений имеет низкую вероятность. Вероятность возникновения демонстраций и забастовок высокая.

40-54 – высокий риск предполагает, что серьезные неблагоприятные политические изменения для бизнеса существуют или могут произойти в течение прогнозируемого периода. Основные социально-политические беспорядки имеют высокую вероятность периодического появления.

0-39 – запретный риск характеризуется тем, что политические условия строго ограничивают бизнес операции. Возможна потеря активов от массовых беспорядков и мятежей, которые стали частью повседневной жизни.

R фактор – система характеризует способность и намерение страны предоставлять иностранным компаниям возможность конвертировать прибыль и капитал в иностранную валюту, перевести средства и возможность доступа к иностранной валюте для оплаты импорта комплектующих, оборудования, материалов и сырья. Другими словами, R фактор характеризует платежеспособность страны. Он строится на статистических данных, а не на опросе экспертов, и рассчитывается на основании удельных весов каждого из 4-х составляющих индексов:

Индекс правовой базы (20% R фактора) – предполагает, что каждый из шести критериев (см. таблицу 3.7) оценивается по шкале 0 (худший случай) – 5 (лучший случай), а оценка критерия включается в итоговый индекс правовой базы, согласно представленным в таблице 3.5 весовым коэффициентам. Так, совершенной нормативно-правовой базе соответствует значение индекса правовой базы – 100 баллов (20*5), чем ниже значение индекса, тем менее несовершенным является законодательство.

Таблица 3.7

Критерии оценки индекса правовой базы

Критерии, предписанные законом	Вес	Критерии, характерные для существующей практики	Вес
Дивиденды, прибыль и заработная плата	4	Дивиденды, роялти и др. периодические выплаты	4
Роялти и вознаграждения	3	Репатриация капитала	3
Репатриация капитала	3	Возможность хеджирования рисков девальвации валюты	3
Итого	10	Итого	10

Источник: [10]

Индекс иностранной валюты (30% R фактора) – использует данные МВФ, опубликованные в отчетах по международной финансовой статистике. Данный индекс оценивается следующим образом:

- 1) счет текущих операций – 50 баллов; покрытие расходов – 25 баллов. Для ослабления воздействия нетипичных факторов используется среднее значение;
- 2) потока капитала – 50 баллов, а именно – счет движения капитала – 30 баллов, портфельный капитал, привлеченный за счет имеющегося потенциала роста капитала и высоких дифференцированных процентных ставок – 10 баллов, валюта-убежище, привлекающая капитал с целью хеджирования или временного сохранения активов в период кризисов или повышенной волатильности на рынках – 10 баллов.

Индекс накопленных международных резервов (30% R фактора) – складывается из двух составляющих:

- 1) оценка количества месяцев, в течение которых сохраняется резерв валюты для обеспечения потребностей в покрытии импорта товаров и услуг: страны с самым высоким покрытием получают максимально возможное количество баллов 50, с самым низким покрытием 0;
- 2) оценка суммы золотовалютных резервов, согласно Лондонской оценке золотых запасов. По шкале 0-50 баллов оценивается соотношение государственного внешнего долга к золотовалютным резервам.

Индекс оценки внешнего долга (20% R фактора) Основным источником информации для сбора данных о публичном внешнем долге развивающихся государств являются отчеты, опубликованные Всемирным Банком. Для сбора данных по промышленно развитым странам используются несколько источников. Данный индекс оценивается следующим образом:

- 1) отношение внешнего долга к ВВП. Страны-кредиторы, имеющие минимальный показатель «доля внешнего долга в ВВП», получают 50 баллов, а страны заемщики за самый высокий показатель «доля внешнего долга в ВВП» получают 0;
- 2) отношение ежегодных внешних обязательств по государственным займам к доходам, полученным за рубежом. Страны-кредиторы, имеющие минимальное значение, получают 50 баллов, а страны заемщики получают 0.

Далее на основании полученных индексов (индекс операционного риска (ORI), индекс политического риска (PRI) и R фактор) формируются рекомендации по вложениям и взаимодействию с иностранными контрагентами из тех или иных стран в определённой стране. Для этого находится среднеарифметическая трех индексов, значение которой служит основой для формирования рекомендаций (POR), а именно:

Инвестиционная среда высокого качества – характеризуется такой долей и периодом обращения долга, которые могут обслуживаться внутристрановыми ресурсами, а также хорошими прогнозами в отношении конвертируемости валюты и дивидендов.

1A Среднеарифметическая 75-100

1B Среднеарифметическая 65-74

1C Среднеарифметическая 55-64

Растущая потребность
в получении высокой
краткосрочной
прибыли



Среда с без дивидендными денежными потоками – характеризуется минимальными финансовыми обязательствами. Однако, прибыль можно получать от передачи технологий, обучения граждан и других профессиональных услуг. Существуют законтрактованные многолетние партнерские связи. Также эта среда характеризуется тем, что небольшое количество компаний генерируют большую прибыль и эффективно покрывают финансовые вложения.

2A Среднеарифметическая 55 и > – инвестиции не рекомендуются из-за высокого налогообложения

2B Среднеарифметическая 45-54

2C Среднеарифметическая 45-54 – получатель технологий и услуг имеет потенциал использовать сотрудничество с целью освоения рынков традиционно занятые поставщиком.

Среда только для торговли – характеризуется условиями приемлемыми только для осуществления торговых операций.

- 3А Среднеарифметическая 40-44 – вероятны задержки оплаты
- 3В Среднеарифметическая 35-39 – необходим особое внимание к вопросу получения оплаты

Рост проблем с платежами



Нет бизнес-сделкам – характеризуется условиями, не приемлющими деловые отношения любого рода, за исключением тех, которые основаны на гарантиях третьих лиц.

4А Среднеарифметическая <35

Индексы BERI не находятся в свободном доступе, вся их аналитика доступна либо через индивидуальные допуски партнеров, либо на платной основе инвесторам, что является неоспоримым недостатком, однако учитывая то, что эта оценка является одной из наиболее авторитетных в мире, серьезные инвесторы практически всегда обращаются к индексам BERI для принятия решения по международным проектам для оценки странового риска. Большим преимуществом этих методик является то, что они предусматривают прогноз изменения инвестиционной/деловой среды на один год и на пять лет вперед.

Индекс BRS (Business Risk Service) для Республики Молдова в течение 7 лет (2009-2015 гг.) колебался в пределах 37-40 и соответственно характеризовал деловой климат Республики Молдова как приемлемый только для торговли в некоторые периоды с вероятностью задержки оплаты и в большинстве периодов с вероятностью неполучения оплаты.

Таблица 3.8

Показатели рисков инвестирования в Республику Молдова по методике BERI (индекс BRS)

Год	ORI	PRI	R-фактор	Среднеарифметическая	POR
2009	36	41	40	39	3В
2010	37	39	41	38	3В
2011	39	40	40	40	3А
2012	38	37	41	39	3В
2013	41	36	42	40	3А
2014	42	35	41	39	3В
2015	41	35	40	39	3В
текущий момент (15.03.2016)	40	32	39	37	3В
прогноз на год	41	32	39	37	3В
прогноз на 5 лет	43	36	42	40	3А

Источник: составлено автором на базе [10]

На текущий момент (15.03.2016) индекс BRS для Республики Молдова имеет самое низкое значение за весь анализируемый период – 37 баллов, что соответствует уровню POR – 3B (деловая среда только для торговли – высока вероятность неполучения оплаты). Начиная с 2013 года наблюдается ежегодное ухудшение позиций Республики Молдова, причинами которого являются, в первую очередь, ухудшение социально-политических условий в стране, о чем свидетельствует снижение индекса политического риска (PRI) с 36 баллов в 2013 году до 32 баллов в настоящее время (15.03.2016), а также ухудшение позиций по индексу операционного риска (OPI) и R фактору на 2 и 3 балла соответственно. Так, уровень индекса политического риска (PRI) свидетельствует о том, что в настоящий момент (15.03.2016) существует запретный риск означающий, что политические условия строго ограничивают бизнес операции. Существует риск потери активов от массовых беспорядков и мятежей, которые являются, по оценкам экспертов, частью повседневной жизни. Индекс операционного риска (OPI) также свидетельствует о том, что существует высокий риск для предприятий, принадлежащих иностранным гражданам. Вложения в активы на территории Республики Молдова рассматриваются иностранными инвесторами только в исключительных случаях, когда существуют максимально благоприятные условия для получения краткосрочной прибыли. К сожалению, о долгосрочных инвестициях при сложившемся уровне операционного риска говорить не приходится. Предполагается, что только через 5 лет Республике Молдова удастся восстановить потерянные позиции и вернуться к уровню POR – 3A (деловая среда только для торговли – вероятны задержки оплаты).

Проводя сравнительную характеристику позиций Республики Молдова по индексу BRS с позициями других стран, нужно сказать, что на данный момент Республика Молдова находится на одной позиции с такими странами как Иран, Португалия, Южная Африка, Перу (см. приложение 46). Однако оценка долгосрочной перспективы (на 5 лет) у всех этих государств позитивнее, чем у Республики Молдова. Так, если сравнивать спрогнозированные показатели уровня POR по странам через 5 лет, то Республика Молдова будет находиться на одном уровне с Румынией (в настоящий момент Румыния занимает более слабые позиции, чем Республика Молдова – по уровню POR – 4A – характеризует условия деловой среды, которые не приемлют деловые отношения любого рода, за исключением тех, которые основаны на гарантиях третьих лиц).

На наш взгляд, представленный выше анализ и методология расчета индексов BERI, а также предложенные варианты интерпретации должны быть положены в основу создания национальной инвестиционной рейтинговой оценки Республики Молдова, основной

целью которой должно стать периодическое представление независимой экспертизы работы инвестиционного механизма Республики Молдова, характеризующегося притоком в страну реальных инвестиций с учетом существующих измеримых рисков. Создание национальной инвестиционной рейтинговой оценки позволит государству выполнять задачу по контролю за деятельностью инвестиционного механизма Республики Молдова, а также осуществлению своевременной корректировки объектов, целей инвестиционного механизма и прибегать к необходимым мероприятиям по внесению изменений в законодательную и институциональную базу инвестиционного механизма.

3.2. Определение приоритетных направлений и отраслей для привлечения ПИИ как основополагающая составляющая построения эффективного инвестиционного механизма

Принимая во внимание интеграционные экономические процессы, происходящие в последние годы в Республике Молдова, а также ведущие тенденции развития современного мирового хозяйства, характеризующиеся активными процессами глобализации, следует отметить, что методология определения приоритетных направлений и отраслей для привлечения ПИИ должна учитывать специфику этих процессов. Под влиянием глобализации все мировое производство и торговля в настоящее время выстраиваются с использованием глобальных цепочек добавленной стоимости. Основным интерес к данному экономическому процессу с нашей стороны вызван тем, что наблюдается прямолинейная взаимосвязь между участием страны в глобальных цепочках добавленной стоимости и долей прямых иностранных инвестиций (см. диаграмму 3.1), что свидетельствует о том, что возможность привлечения прямых иностранных инвестиций напрямую связана с участием страны в глобальных цепочках добавленной стоимости.

Участие в ГЦСС относительно внутренней доли ПИИ
Развитые страны - данные

Участие в ГЦСС относительно внутренней доли ПИИ
Развивающиеся страны - данные

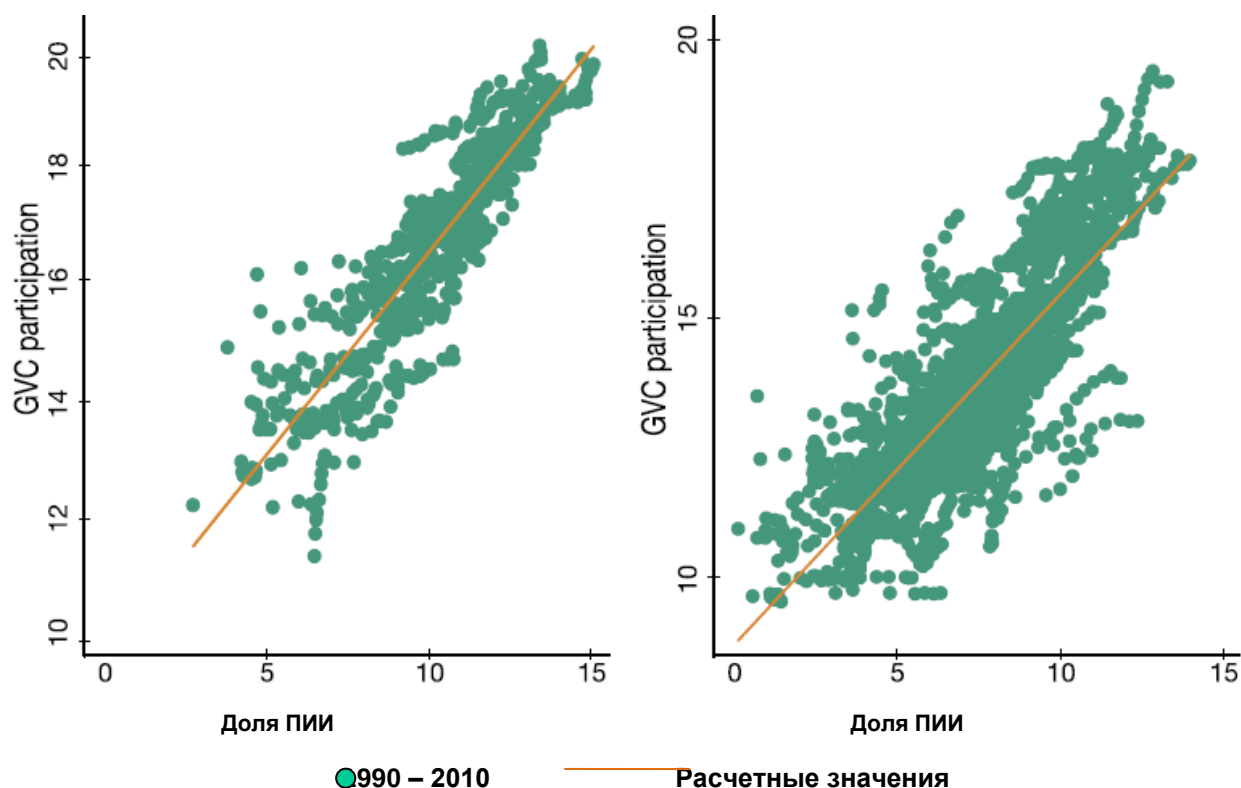


Диаграмма 3.1 Участие в глобальных цепочках добавленной стоимости и ПИИ, развитые и развивающиеся страны, 1990-2010 годы
Источник: [30]

Таким образом, включаясь в глобальный производственный процесс, страна автоматически вступает в борьбу за прямые иностранные инвестиции, конкурируя с другими странами. В свою очередь основные инвестиционные решения, в основе которых заложен принцип оптимизации воспроизводственного процесса, принимаются ТНК. В качестве инструмента борьбы за прямые иностранные инвестиции страны могут поощрять участие в глобальных производственных цепочках добавленной стоимости. Однако, принимая решение об участии в глобальных цепочках добавленной стоимости, необходимо определить конкретные сегменты в цепочке, которые будут поощряться в рамках государственной политики и четко определяют место страны в этом процессе [18]. Максимальные преимущества получают те страны, которые занимают наилучшие места в цепочке, характеризующиеся созданием наибольшего объема добавленной стоимости.

Согласно определению, которое дали исследователи Коен Де Бейкер и Себастиан Мироудот, глобальные цепочки добавленной стоимости представляют собой «полный набор различных видов деятельности, которые осуществляют компании в ходе

производства продукции – от ее дизайна и производства до рекламы, доставки и обслуживания конечного покупателя» [136]. На наш взгляд, это определение не отражает в достаточной мере экономической сути данной категории, так как не учитывает распределения единого производственного процесса между участниками по всему миру. Для понимания сути этого экономического явления остановимся подробнее на рассмотрении основ построения глобальных цепочек добавленной стоимости. Схематично принцип формирования глобальных цепочек добавленной стоимости можно представить в виде последовательной нисходящей цепочки, отражающей вклад каждого последующего предприятия, находящегося в стране отличной от страны нахождения предприятия, принимавшего участие в предыдущей стадии обработки продукта – начиная от добычи сырья и заканчивая сбытом готовой продукции (схема 3.3).

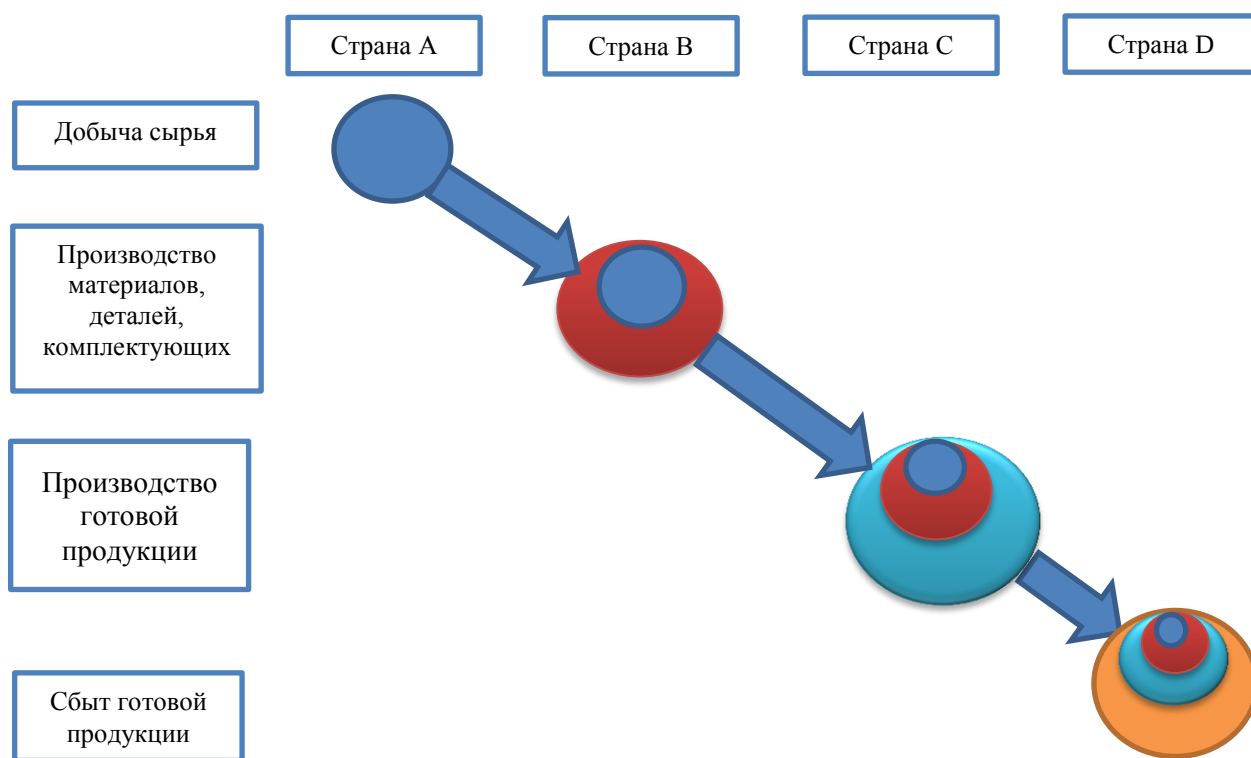


Схема 3.3. Принцип формирования глобальных цепочек добавленной стоимости
Источник: [132; с. 114-120]

Суть состоит в том, что предприятия, находящиеся в разных странах, учувствуют в формировании добавленной стоимости продукта на отдельной стадии его разработки, производства и сбыта, а не формируют полную его стоимость. Глобальные цепочки добавленной стоимости включают следующие стадии: проектирование, производство, маркетинг, сбыт и послепродажное обслуживание потребителя. Выделяют два типа глобальных цепочек добавленной стоимости: инициированные производителями (producer-driven) и инициированные покупателями (buyer-driven) [136]. Глобальные

цепочки, инициированные производителями, как правило, сосредоточены в наукоемких отраслях, которые отличаются использованием новейших технологий, большими объемами затрат на НИОКР и созданием высокой добавленной стоимости. В цепочках, инициированных покупателями, производство с низкой добавленной стоимостью контролируется ретейлерами или держателями брендов и может быть полностью отдано на аутсорсинг. В 1992 году Стен Ши, основатель IT-компании Acer, предложил модель «Улыбающееся солнце», которая отражает взаимосвязь уровня добавленной стоимости и стадий глобального производственного процесса. (схема 3.4)

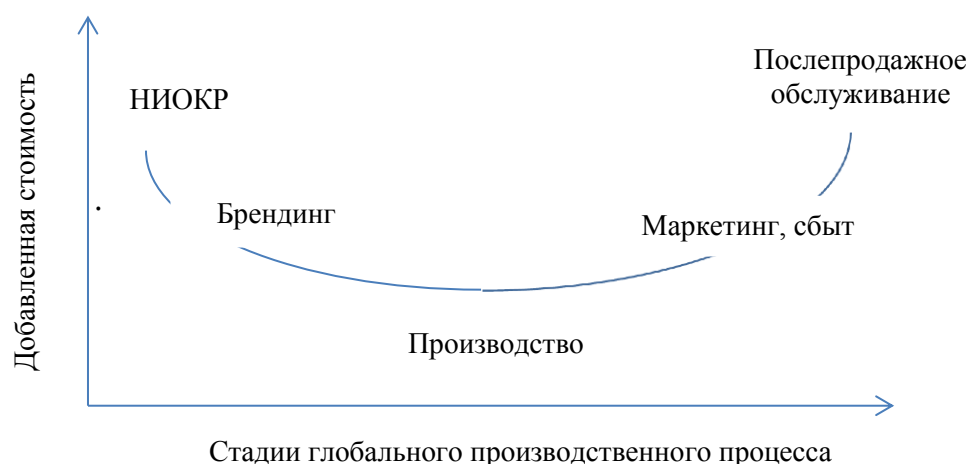


Схема 3.4. Модель «Улыбающееся солнце»

Источник: [132; стр. 116]

Максимальная концентрация добавленной стоимости формируется предприятиями, которые в наибольшей степени удалены во времени от непосредственной сборки продукта, т.е. осуществляющие разработку и послепродажное обслуживание. Они представлены узким кругом игроков и задают стратегические ориентиры для стран и компаний, встраивающихся в глобальные цепочки добавленной стоимости.

Различают два типа участия страны в глобальной системе цепочек добавленной стоимости:

- 1) участие компонентами, то есть использование импортных компонентов для производства экспорта;
- 2) участие продукцией, то есть экспорт национальных компонентов для дальнейшего использования в производстве в других странах.

Для определения масштаба участия стран в глобальных цепочках добавленной стоимости по каждому из выше представленных типов используются два показателя соответственно: 1) индикатор вертикальной специализации (VS) и 2) индикатор

вертикальной специализации 1 (VS1). Расчет этих показателей был предложен Д. Хаммелсом, Дж. Ишии и К.М. Йи и строится на основе национальных таблиц «затраты-выпуск» (модель Леонтьева), которая включает следующие компоненты [149]:

$$Z = \begin{bmatrix} z_{11} & \cdots & z_{1n} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ z_{n1} & \cdots & z_{nn} \end{bmatrix}, f = \begin{bmatrix} f_1 \\ \vdots \\ f_n \end{bmatrix}, x = \begin{bmatrix} x_1 \\ \vdots \\ x_n \end{bmatrix} \quad (3.6)$$

где Z – $(n \times n)$ – матрица промежуточного спроса на товары и услуги внутреннего производства; f – $(n \times 1)$ – вектор конечного спроса; x – $(n \times 1)$ – вектор выпуска; n – число отраслей. Как известно из межотраслевой модели Леонтьева:

$$Ax + f = x \text{ и } x = (I - A)^{-1}f, \quad (3.7)$$

где $A = ZX^{-1}$ (матрица коэффициентов прямых затрат, где каждый элемент $a_{ij} = \frac{z_{ij}}{x_j}$,

$(I - A)^{-1} = L$ – матрица коэффициентов полных затрат или обратная матрица Леонтьева.

Принимая во внимание вышеописанный математический аппарат Д. Хаммелс, Дж. Ишии и К.М. Йи предложили следующую формулу для расчета индикатора вертикальной специализации (VS) [149]:

$$VS = \frac{m_c'(I - A)^{-1}e}{i'e}, \quad (3.8)$$

где $m_c' = m'x^{-1}$ – вектор коэффициентов совокупных затрат промежуточного импорта, используемого отраслью, где каждый элемент $m_{c,j} = \frac{m_j}{x_j}$, то есть отношение импорта в секторе j к выпуску в этом же секторе; i' – вектор-строка единиц (суммирующий строки), e – $(n \times 1)$ – вектор совокупного экспорта.

Для определения показателя VS по экономике Республики Молдова за 2010-2014 гг. нами были использованы национальные таблицы «затраты-выпуск» за 2010-2014 гг., данные по ежегодному выпуску и экспорту за период 2010-2014 гг., а также данные по промежуточному импорту за период 2010-2014 гг. были рассчитаны автором на основании базы данных ОЭСР. Расчеты показателя VS производились с помощью программного кода, написанного на языке Python (приложение 47) и представлены в таблице 3.9.

Таблица 3.9

Индикатор вертикальной специализации VS для Республики Молдова за период 2010-2014

	2010	2011	2012	2013	2014
VS	0.19186463	0.2006525	0.20379973	0.19728294	0.19265952

Источник: расчет автора с использованием программного кода (приложение 50).

Согласно данным, представленным в таблице 3.9, можно констатировать, что в период 2010-2014 гг. в стоимости производства одной единицы экспорта содержалось от 19,19% до 20,97% импортных компонентов. Таким образом, по уровню данного показателя

Республика Молдова находится на одном месте с Китаем, Чили, Хорватией и Нидерландами (приложение 48). Нужно отметить, что по сравнению с другими странами мира Республика Молдова занимает одну из самых невысоких позиций по уровню VS, что говорит о недостаточно глубокой интеграции Республики Молдова в цепочки, инициированные покупателями (buyer-driven). Однако если рассматривать показатель VS по видам экономической деятельности, то можно отметить, что по многим из них наблюдается довольно высокая степень вовлечения импортных компонентов в производство экспортных товаров (приложение 49). Расчет VS по видам экономической деятельности осуществляется посредством приравнивания к 0 всех значений в векторе совокупного экспорта, кроме интересующего нас вида деятельности. Следует отметить, что за период 2010-2014 гг. практически не произошло структурных изменений по показателю VS по отраслям и в десятку отраслей с наибольшим удельным весом импортной компоненты в экспорте в этот период входили:

1. Горнодобывающая промышленность – показатель VS колебался в промежутке от 68,57% до 82,2%;
2. Производство резиновых и пластмассовых изделий – показатель VS колебался в промежутке от 59,41%-61,86%;
3. Производство текстильных изделий – показатель VS колебался в промежутке от 52,97% до 58,12%;
4. Metallургическая промышленность – показатель VS колебался в промежутке от 53,58% до 56,58%;
5. Производство древесины и деревянных изделий – показатель VS колебался в промежутке от 49,17% до 54,33%;
6. Производство бумаги и картона – показатель VS колебался в промежутке от 19,73% до 48,28%;
7. Производство прочих неметаллических минеральных продуктов – показатель VS колебался в промежутке от 35,4% до 38,42%;
8. Производство электрических машин и оборудования – показатель VS колебался в промежутке от 33,53% до 39,24%;
9. Издательское дело, типографское дело, воспроизведение информационных материалов – показатель VS колебался в промежутке от 35,4% до 36,63%;
10. Производство готовых металлических изделий - показатель VS колебался в промежутке от 33,73 до 35,37%.

Для расчета показателя VS1 используют следующую формулу [149]:

$$VS1 = \frac{\sum m_{c,r \rightarrow s} (I-A)^{-1} e_s}{i' e_r}, \quad (3.9)$$

где s – страна-партнер страны r , $m_{c,r \rightarrow s}$ – вектор коэффициентов промежуточного импорта страны s из страны r , e_s – вектор совокупного экспорта страны s . Необходимо отметить, что расчет $VS1$ на основе приведенной формулы требует использования национальных таблиц «затраты-выпуск» по основным крупным экспортным торговым партнерам Республики Молдова, а также двусторонних матриц импорта, что существенно увеличивает трудоемкость расчетов. В большинстве своем официальная национальная статистика не располагает данными по промежуточному импорту и унифицированными таблицами «затраты-выпуск». Для проведения таких расчетов исследователи могут опираться в основном на следующие базы данных:

- GTAP (Global Trade Analysis Project) – международного исследовательского консорциума на базе Центра анализа глобальной торговли Университета Пердью (США), предлагающих набор гармонизированных национальных таблиц «затраты-выпуск»;
- данные WIOD (World Input-Output Database) – европейского исследовательского проекта на базе Гронингенского университета;
- межстрановые таблицы «затраты-выпуск», построенные специалистами ОЭСР (OECD – Inter-Country Input – Output Tables).

Ввиду трудоемкости представленные базы данных состоят из специализированных учреждений на периодической основе с некоторым опозданием по периодам. Наиболее актуальные гармонизированные таблицы «затраты-выпуск» представлены в базе данных ОЭСР - Inter-Country Input – Output Tables [181] – за 2011 год. Для расчетов коэффициента $VS1$ мы использовали таблицы «затраты-выпуск» по основным экспортным партнерам Республики Молдова – 22 страны – Австрия, Бельгия, Болгария, Великобритания, Венгрия, Германия, Греция, Испания, Италия, Китай, Литва, Нидерланды, Польша, Португалия, Россия, Румыния, Словакия, США, Турция, Франция, Чехия, Швейцария. Учитывая, что структура экспорта Республики Молдова по основным странам партнерам изменилась незначительно, а также принимая во внимание, что структурные экономические изменения могут происходить не менее чем в 10-и–15-и летний период, считаем расчет коэффициента $VS1$ по экономике Республики Молдова релевантным для интерпретации на текущий период.

Для определения показателя $VS1$ по экономике Республики Молдова за 2011 год нами были использованы национальные таблицы «затраты - выпуск» за 2011 год по основным

странам партнерам, данные по промежуточному импорту стран-партнеров из Республики Молдова за 2011 год, совокупный экспорт Республики Молдова за 2011 год. Расчеты показателя VS производились с помощью программного кода, написанного на языке Python (приложение 50) и показали, что VS1 по экономике Республики Молдова составил соответственно по странам-партнерам:

1. Австрия – 0.01660822 (1,66%);
2. Бельгия – 0.00951893 (0,95%)
3. Болгария – 0.01664217 (1,66%)
4. Великобритания – 0.01912106 (1,91%)
5. Венгрия – 0.00268847 (0,27%)
6. Германия – 0.09823381 (9,82%)
7. Греция – 0.00467876 (4,67%)
8. Испания – 0.00095609 (0,09%)
9. Италия – 0.08135665 (8,14%)
10. Китай – 0.00257273 (0,26%)
11. Литва – 0.00730193 (0,73%)
12. Нидерланды – 0.02792709 (2,79%)
13. Польша – 0.02895166 (2,89%)
14. Португалия – 0.00065457 (0,07%)
15. Россия – 0.10094448 (10,09%)
16. Румыния – 0.14599467 (14,59%)
17. Словакия – 0.02245144 (2,24%)
18. США – 0.00217903 (0,22%)
19. Турция – 0.01546226 (1,55%)
20. Франция – 0.0120968 (1,21%)
21. Чехия – 0.00886378 (0,88%)
22. Швейцария – 0.00165654 (0,17%)

Показатель VS1 характеризует степень участия страны в цепочках, инициированных производителями (producer-driven), то есть чем выше VS1, тем в большей степени страна вовлечена в цепочки, инициированные производителями. Принимая во внимание полученные результаты VS1 по экономике Республики Молдова по основным странам-экспортным партнерам, можно констатировать, что в сотрудничестве с двумя основными экспортными партнерами Румынией и Россией, Республика Молдова занимает более-менее приемлемые позиции в глобальной цепочке добавленной стоимости,

инициированной производителями (producer-driven) – показатели VS1 составляют 14,59% и 10,09% соответственно. Менее привлекательные позиции в глобальной цепочке добавленной стоимости Республика Молдова занимает в сотрудничестве с такими странами-партнерами как Германия, Италия, Болгария, Греция, Нидерланды и Польша. В сотрудничестве со всеми остальными странами-экспортными партнерами (принятыми нами для анализа) показатель VS1 составляет меньше 1%, что говорит о том, что Республика Молдова практически не участвует в цепочках с позиции разработчика продукта (высокотехнологичные отрасли).

Оценивая развернутые показатели VS и VS1 по экономике Республики Молдова соответственно по отраслям и по странам-партнерам, можно отметить, что:

- 1) в основном экономика Республики Молдова, ориентированная на экспорт, основывается на отраслях, производящих добавленную стоимость с низким уровнем национальной составляющей, то есть в системе глобальных цепочек добавленной стоимости Республика Молдова располагается внизу цепочки и в основном экономика сосредоточена в средне и низко технологичных секторах – горнодобывающая промышленность; производство резиновых и пластмассовых изделий; производство текстильных изделий; металлургическая промышленность; производство древесины и деревянных изделий; производство бумаги и картона; производство прочих неметаллических минеральных продуктов; производство электрических машин и оборудования; издательское дело, типографское дело, воспроизведение информационных материалов; производство готовых металлических изделий;
- 2) в основном Республика Молдова практически не задействована в высокотехнологичных отраслях и не выступает в глобальных цепочках добавленной стоимости с позиции страны инициатора цепочки в качестве разработчика продукта (этап на котором создается наибольшая добавленная стоимость продукта).

Согласно национальной стратегии Республики Молдова по привлечению инвестиций и продвижению экспорта 2016-2020 гг., выявлены и сформированы следующие отраслевые приоритеты:

1. Информация и коммуникации;
2. Производство машин и оборудования;
3. Административные и вспомогательные услуги;
4. Производство приборов и запчастей;

5. Производство текстильных изделий, производство одежды и обуви;
6. Электрооборудование;
7. Пищевая промышленность и сельское хозяйство.

Принимая во внимание секторальные приоритеты, определенные в национальной инвестиционной стратегии Республики Молдова, и текущие позиции Республики Молдова в глобальных цепочках добавленной стоимости, определённые выше, следует отметить, что по большинству секторов, выделенных в качестве приоритетов, наблюдается высокий показатель VS, из чего следует, что экспортируемая продукция, произведенная в данных отраслях, содержит низкую долю национальной добавленной стоимости и высокий иностранный компонент. Прибегая к классификации ПИИ, рассмотренной в первой главе, можно отметить, что поощрение инвестиций в данные отрасли будет способствовать привлечению ПИИ, ориентированных на поиск ресурсов 2-го типа (инвестор заинтересован в экспорте трудоемких производств), и ПИИ, ориентированных на поиск рынка сбыта. Таким образом, поощряя ПИИ в данные виды деятельности, мы не поощряем отрасли с высоким содержанием национальной добавленной стоимости с технологическим компонентом, которые положительно влияют на экономический рост, а поощряем участие Республики Молдова в международной производственной цепочке на совсем не ведущих позициях.

В этой связи считаем национальные отраслевые приоритеты ПИИ должны быть сформированы в области инновационных отраслей, содержащих высокий технологический компонент. Для выделения таких отраслей необходимо учитывать большие циклы Кондратьева, которые позволяют идентифицировать инновационные отрасли, которые будут находиться на подъеме в ближайшей среднесрочной перспективе. Так, согласно интерпретации Кондратьева (схема 2.4), сейчас мировая экономика проходит 5-й цикл (с 1981-83 до 2018 гг.) и на пике развития находятся такие отрасли как электроника, робототехника, вычислительная, лазерная и телекоммуникационная техника. Предполагается, что далее эти отрасли попадут в фазу понижательной волны в течение 5-6 лет. С 2018 года начинается 6-й цикл (до 2060 г.), который характеризуется развитием таких отраслей как конвергенция нано-, био-, информационных и когнитивных технологий. Если страна стремится занять ведущие позиции в глобальной цепочке добавленной стоимости инициированных производителями (producer-driven), то она должна ориентироваться на поощрение ПИИ именно в инновационные отрасли, находящиеся на стадии подъема согласно 6-му циклу Кондратьева.



Схема 3.5. Четвертый и пятый циклы Кондратьева
Источник: [24]

С учетом вышеизложенного считаем, что секторальные приоритеты ПИИ для Республики Молдова должны быть определены следующим образом:

- 1) приоритеты на ближайшую перспективу – 5-7 лет – электроника, робототехника, вычислительная, лазерная и телекоммуникационная техника;
- 2) приоритеты на долгосрочную перспективу – 10-20 лет – конвергенция нано-, био-, информационных и когнитивных технологий.

Учитывая, что отрасли, выделенные для поощрения ПИИ в долгосрочной перспективе, на данный момент находятся на стадии НИОКР, необходимо отметить, что механизмы поощрения ПИИ в выделенные отрасли должны быть структурированы по стадиям развития этих отраслей согласно уже имеющимся наработкам в мировой практике.

Структуру мер, которые используются в различных странах мира для поощрения ПИИ, можно представить в виде схемы 3.6.

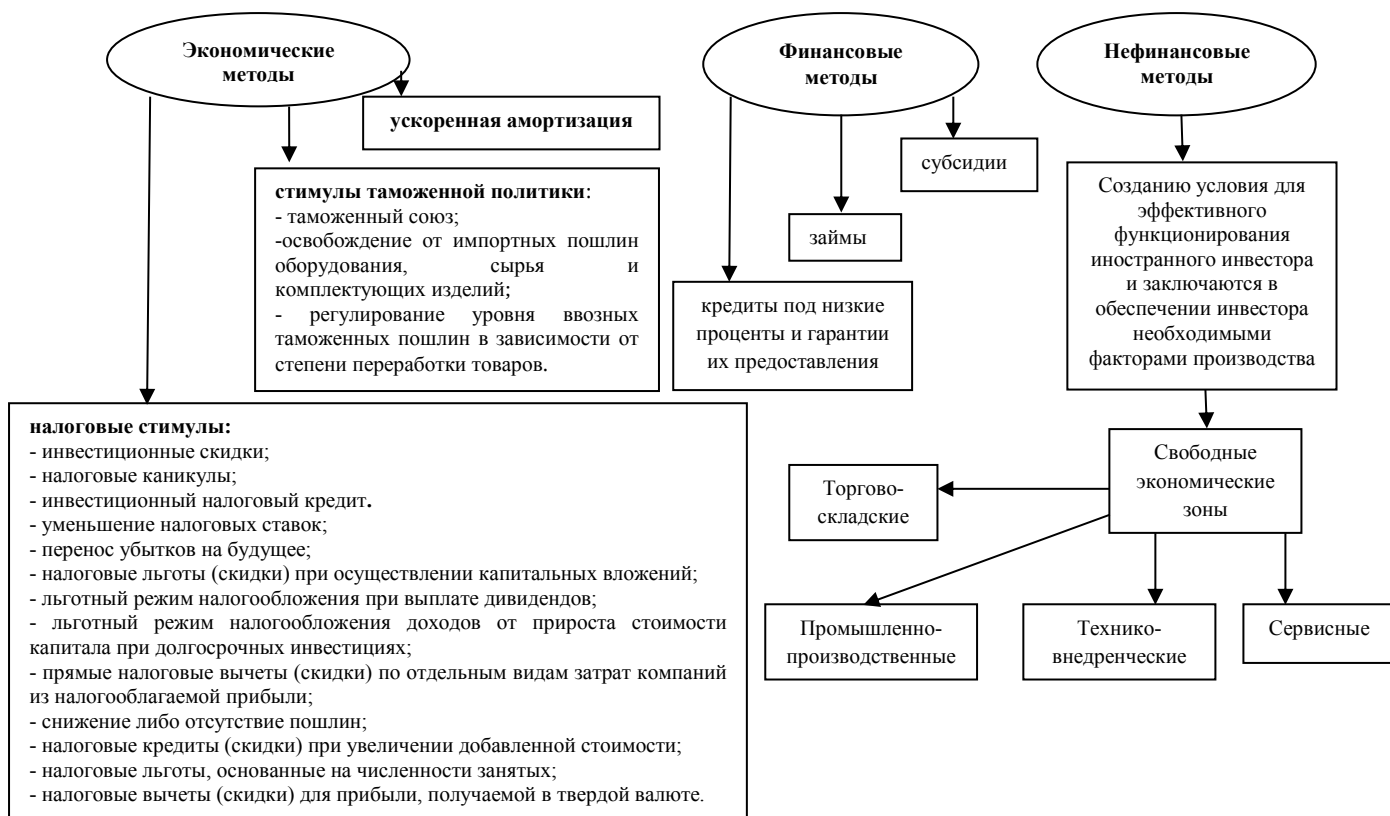


Схема 3.6. Структура мер по стимулированию ввоза ПИИ

Источник: составлено автором на базе [142]

Развитые страны отдают предпочтение финансовым методам перед экономическими, что объясняется безадресностью последних, тогда как финансовые методы позволяют правительству сконцентрировать усилия на достижении конкретных национальных целей. Развивающиеся страны предпочитают применять налоговые стимулы, что связано с недостатком у них финансовых ресурсов. Сейчас однако наметилась тенденция комплексного использования финансовых и экономических методов. В приложении 51 продемонстрировано применение мер по стимулированию ввоза иностранного капитала на примере Сербии (по нашему мнению, система мер, применяемая в Сербии, отражает наиболее полный объем возможных для применения стимулов).

Принимая во внимание рентабельность инвестиционных доходов нерезидентов в Республике Молдова и инвесторов Республики Молдова за рубежом, можно отметить существенное превышение рентабельности инвестиционных доходов нерезидентов в Республике Молдова над рентабельностью инвестиционных доходов инвесторов Республики Молдова за рубежом. (см. таблицу 3.10). Данное соотношение вызывает необходимость разработки мер поощрения более высокодоходных заграничных вложений резидентов Республики Молдова.

Таблица 3.10

Рентабельность инвестиционных доходов нерезидентов РМ и инвесторов РМ за рубежом

Год	Инвестиционные доходы нерезидентов в РМ, млн. долл.	Накопленные иностранные инвестиции, млн. долл.	Рентабельность инвестиционных доходов нерезидентов в РМ, %	Инвестиционные доходы резидентов РМ за рубежом, млн. долл.	Накопленные активы инвесторов РМ за рубежом, млн. долл.	Рентабельность инвестиционных доходов инвесторов РМ за рубежом, %
2009	202,78	6407,05	3,16	28,64	2320,73	1,23
2010	200,87	7010,51	2,87	24,02	2483,70	0,97
2011	317,85	7924,74	4,01	27,72	2658,03	1,04
2012	182,63	8635,11	2,12	39,27	3568,32	1,10
2013	247,82	9381,97	2,64	45,88	4035,92	1,14
2014	219,65	9310,13	2,36	54,07	3711,60	1,46
2015	275,81	8989,81	3,07	36,52	3335,64	1,09

Источник: рассчитано автором на базе данных [172]

При разработке таких мер можно принимать во внимание меры по стимулированию вывоза национального капитала за границу, применяемые в инвестиционной политике развитых стран. Государство стимулирует иностранные инвестиции частных компаний путем предоставления:

- налоговых льгот;
- страховых гарантий;
- государственных гарантий для получения банковских кредитов;
- субсидий и льготных кредитов;
- информационных услуг.

Налоговые льготы предполагают возможность для компаний, инвестирующих капитал за границей, создавать на определенный период времени необлагаемый налогом резервный фонд из полученной прибыли. Такой фонд используется для покрытия убытков в первые годы реализации проекта. В ряде стран используются льготы государственной поддержки государства и налоговые кредиты. Также сюда можно отнести договоры об избежании двойного налогообложения (речь о которых шла в первой главе).

Финансовые гарантии и страхование частных инвестиций в последние годы приобретает большое значение. Государство в широком плане всегда выступало гарантом экспорта частного капитала, а в настоящее время оно взяло на себя обязанности по его страхованию от различных рисков. Почти во всех развитых странах созданы специализированные организации, которые занимаются страхованием экспортных кредитов и предоставлением гарантий частному капиталу.

Наибольший размах стимулирования иностранных инвестиций получило в США. Там лидером в оказании содействия инвесторам является Государственная корпорация зарубежных частных инвестиций (ОПИК). Появившаяся в 1971 году, на данный момент

ОПИК страхует инвестиции, как в новые, так и в модернизируемые предприятия за рубежом от следующих основных политических рисков:

- Неконвертируемость валюты. Компенсирует потери инвесторов в тех случаях, когда новые валютные ограничения, вводимые в стране приложения капитала, создают препятствия для конвертации валюты и перевода прибыли. Этот вид страхования распространяется на доходы, прибыли, выплаты по основной части долга и проценты по нему, поступления от лизинга и другие операции инвесторов;
- Экспроприация. Защищает американских предпринимателей от национализации собственности и ее конфискации. Этот вид страхования не компенсирует потери инвестора вследствие законных действий иностранных правительств, в том числе спровоцированных самим инвестором. В каждом конкретном случае ОПИК принимает индивидуальные методы при выплате компенсации;
- Политические потрясения. Компенсирует потери имущества или доходов американских инвесторов, которые вызваны войнами, в том числе гражданскими, резолюциями, социальными взрывами, террористическими действиями и саботажем;
- Риск, вызываемый перерывом в работе вследствие любого из трех, выше перечисленных.

Объектами страхования по всем четырем программам могут быть акции и другие ценные бумаги и права участия; прямые инвестиции (например, связанные с проведением строительно-монтажных работ, модернизацией производства); имущественные права, связанные с лицензированием международного лизинга; ссуды и кредиты.

Условия страхования ОПИК:

- ОПИК вправе оформлять страхование инвестиций на сумму до 7,5 млрд. долл.;
- максимальный срок хранения может достигать 20 лет;
- корпорация берет на себя обязательства по страхованию 90% стоимости капиталовложений инвесторов с требованием, чтобы риски потерь в пределах, оставшихся 10% принимала на себя фирма-инвестор;
- ОПИК страхует не только первоначальные инвестиции, но и будущую отдачу от них.

Государство также может оказывать инвесторам весомую поддержку, предоставляя им льготные кредиты, участвуя через специализированные организации в акционерных капиталах компаний, субсидируя экономические проекты и т.д. И снова особо значимую роль здесь играют специальные государственные, частные и смешанные учреждения:

- ОПИК (США);

- Немецкое общество развития;
- Корпорация развития содружества (Великобритания);
- Фонд зарубежного сотрудничества (Франция);
- Эксимбанк в Японии и т.д.

Эти организации оказывают содействие частным инвесторам в основном путем приобретения акций или предоставления кредитов. Они учувствуют в акционерных капиталах фирм, как правило, в случаях, когда заранее предполагается повышенный риск и невысокая первоначальная прибыльность сооружаемого объекта. После того как предприятия начнут приносить прибыль, инвестиционные компании продают свои акции партнерам, а высвободившиеся средства используют для финансирования новых проектов.

Принимая во внимание вышеприведенный анализ и рассмотренный зарубежный опыт, считаем, что необходима разработка на государственном уровне конкретных мер по поощрению ПИИ в такие отрасли как электроника, робототехника, вычислительная, лазерная и телекоммуникационная техника; а также в перспективе необходима меры по поощрению ПИИ в отрасли нано-, био-, информационных и когнитивных технологий. Также в рамках национальной инвестиционной стратегии Республики Молдова следует сосредоточиться на поощрении вложений резидентов Республики Молдова в высокодоходные отрасли, а также создать благоприятные экономические условия, поощряющие возврат полученной заграничной прибыли в Республику Молдова для вложения в высокотехнологичные отрасли экономики с высокой национальной добавленной стоимостью.

3.3. Выводы к главе 3

По результатам третьей главы исследования считаем необходимым выделить следующие ключевые выводы:

1. Выявлено, что наиболее эффективным инструментом для оценки инвестиционных рисков и инвестиционного потенциала Республики Молдова являются индексы BERI, а в частности индекс BRS, который является комплексным индикатором оценки делового климата, политической стабильности, возможности возврата вложений в принимающей стране. Данный вывод исходит из того, что нами была установлена тесная связь между индексом BRS и ежегодным притоком прямых иностранных инвестиций (по 33 странам). Учитывая, что методика популярна среди инвесторов считаем, что она представляет

особенный интерес и может быть положена в основу разработки национальной рейтинговой инвестиционной системы Республики Молдова.

2. На основе проведенного анализа, считаем необходимым на основании представленной рейтинговой системы оценки индексов BERI рекомендовать создание национальной инвестиционной рейтинговой оценки Республики Молдова, основной целью которой должно стать периодическое представление независимой экспертизы работы инвестиционного механизма Республики Молдова, характеризующегося притоком в страну реальных инвестиций с учетом существующих измеримых рисков. Создание национальной инвестиционной рейтинговой оценки позволит государству выполнять задачу по контролю за деятельностью инвестиционного механизма Республики Молдова, а также осуществлению своевременной корректировки объектов, целей инвестиционного механизма и прибегать к необходимым мероприятиям по внесению изменений в законодательную и институциональную базу инвестиционного механизма.

3. Установлено, что Республика Молдова находится в нижней части глобальной цепочки добавленной стоимости, концентрируясь на отраслях с низким уровнем национальной добавленной стоимости в экспортной продукции, а также практически не участвует в производстве экспортной продукции стран партнеров по экспорту. Принимая во внимание текущие позиции Республики Молдова в глобальных цепочках добавленной стоимости, а также приоритетные для ПИИ отрасли, выделенные в инвестиционной стратегии Республики Молдова 2010-2016 гг., можно констатировать, что поощрение инвестиций в данные отрасли будет способствовать привлечению ПИИ, ориентированных на поиск ресурсов 2-го типа (инвестор заинтересован в экспорте трудоемких производств), и ПИИ, ориентированных на поиск рынка сбыта.

4. Учитывая, что в первой главе была доказана необходимость в получении экономикой Республики Молдова комплексных и стратегических ПИИ, а данные виды ПИИ ориентируются на отрасли с высокой долей национального компонента в добавленной стоимости экспортной продукции, в данной главе нами были предложены следующие приоритетные для ПИИ отрасли:

- приоритеты на ближайшую перспективу – 5-7 лет – электроника, робототехника, вычислительная, лазерная и телекоммуникационная техника;
- приоритеты на долгосрочную перспективу – 10-20 лет – конвергенция нано-, био-, информационных и когнитивных технологий.

ВЫВОДЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ

В результате проведенного исследования была достигнута поставленная изначально цель, а именно проведено исследование формирования и развития инвестиционного механизма в Республике Молдова, а также выявлены пути повышения эффективности работы инвестиционного механизма Республики Молдова.

Выводы

1. В первой главе исследования доказано, что инвестиции являются одним из основных элементов совокупного спроса и оказывают непосредственное влияние на экономический рост, чем и определяется актуальность темы данного исследования. На взгляд автора, среди всех рассмотренных в исследовании теорий инвестиций наиболее обоснованными и актуальными с научной точки зрения являются теория Дж. Кейнса, опровергающая автоматизм саморегулирования рынка, и теория Дж. Тобина, отражающая взаимосвязи инвестиционного процесса как в рамках национальной экономики, так и в условиях международного движения капитала. [17].
2. Анализ функционирования инвестиционного мультипликатора и акселератора применительно к Республике Молдова за 1996-2015 гг. выявил сбой в системе их взаимодействия с 2009 года. Установлено, что основными причинами произошедшего сбоя являются [55]: увеличивающийся с каждым годом дисбаланс инвестиций и сбережений в Республике Молдова; устойчивая тенденция перераспределения валового располагаемого дохода в сторону увеличения доли потребления и снижения доли сбережения; недостаточная норма валового накопления для обеспечения качественного экономического роста (несмотря на то, что по уровню этот показатель сопоставим со значением развитых стран); недоинвестирование видов промышленной деятельности сопровождающийся тенденцией снижения доли инвестиций в промышленную деятельность – экономический рост не содержит качественной компоненты связанной с повышением эффективности (снижение материалоемкости, рост производительности труда и т.д.); низкий уровень национального дохода Республики Молдова, низкие доходы производителей товаров и услуг, низкие доходы населения Республики Молдова оказывают негативное влияние на формирование сбережений.
3. Определено, что применение в Республике Молдова таких классических инструментов регулирования инвестиций как базовая процентная ставка и налоги неэффективно влияет на стимулирование инвестиционной активности в стране. В связи с этим требуется

корректировка способов применения данных инструментов для достижения эффективности их влияния на инвестиции.

4. Доказано, что причиной-первоисточником является разбалансирование элементов инвестиционного механизма Республики Молдова, а именно неправильно сформированные приоритетные направления инвестиций и ошибочно выбранные методы и инструменты финансирования инвестиционной деятельности. Сложившаяся в Республике Молдова схема покрытия дисбаланса сбережений и инвестиций содержит в себе ряд существенных рисков, среди которых можно перечислить: риск интенсификации инфляционных процессов; риск истощения резервных активов и как следствие снижение курса национальной валюты, риск повышения дефицита счета текущих операций в случае уменьшения чистого инвестиционного дохода. Все это негативно сказывается на ожидаемой инвесторами норме прибыли, что способствует оттоку иностранного капитала.

5. Выделено, что основным упущением в отношении выделенных в инвестиционной стратегии Республики Молдова (2016-2020 гг.) объектов инвестиционного механизма является то, что типология ПИИ (по Даннингу), принятая в инвестиционной стратегии Республики Молдова (2016-2020 гг.), была существенно модифицирована разработчиками, что повлекло концептуальные перекосы при выделении приоритетного для Республики Молдова типа ПИИ. Так, приоритетным типом являются ПИИ, ориентированные на эффективность, которые по сути классической типологии Даннинга соответствуют ПИИ, ориентированным на поиск ресурсов 2-го типа (экспорт трудоемких отраслей). При этом придерживаясь критерия стратегии – привлечение ПИИ, способствующих увеличению экспорта, можно заметить, что в приоритеты стратегии должны также войти такие типы ПИИ (по классической типологии Даннинга) как ПИИ, ориентированные на поиск ресурсов 1-го типа (экспорт материалоемких отраслей), ПИИ, ориентированные на поиск ресурсов 2-го типа (экспорт трудоемких отраслей), и ПИИ, ориентированные на эффективность. [143]

6. В действующей инвестиционной стратегии Республики Молдова (2016-2020 гг.) существует ряд критических на наш взгляд упущений, а именно:

- исключена необходимость поиска эффективных путей трансформации переводов граждан Республики Молдова работающих за рубежом в частные инвестиции;
- исключен из поля зрения такой стратегический инвестиционный объект инвестиционного механизма, как институциональные инвесторы.

7. Во второй главе исследования рассмотрены действующие соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений и договоры об избежании двойного налогообложения, заключенные Республикой Молдова, и определено, что они способствуют привлечению в основном рыночно-ориентированных ПИИ, преимущественно из стран ЕС. Платформа же для привлечения комплексных инвестиций очень ограничена и представлена всего несколькими странами, а именно Китаем, США, Турцией и Израилем. Признано, что ряд соглашений о поощрении и взаимной защите капиталовложений неэффективно работают с точки зрения привлечения ПИИ, а именно соглашения с такими странами, как Кувейт, Узбекистан, Азербайджан, Грузия, Чехия, Таджикистан, Киргизия, Босния и Герцеговина, Словения, Словакия, Катар, Черногория. Среди неэффективно работающих с точки зрения привлечения ПИИ договоров об избежании двойного налогообложения признаны договоры с такими странами, как Люксембург, Япония, Финляндия, Мальта, Словения, Испания, Португалия, Азербайджан, Босния и Герцеговина, Кувейт, Киргизия, Армения, Казахстан, Македония, Сербия, Таджикистан, Оман, Туркменистан, Черногория, Чехия. [12]

8. Констатируется, что ряд положений соглашения об ассоциации между ЕС и Республикой Молдова, а именно квотные импортные ограничения ЕС по отдельным группам товаров и механизм «против обхода закона» ограничивают интерес потенциальных иностранных инвесторов, способных рассматривать Республику Молдова в качестве экспортной платформы или нацеленных на вовлечение Республики Молдова в качестве участника глобальных цепочек добавленной стоимости. Положения соглашения об ассоциации между ЕС и Республикой Молдова в области взаимных преференциальных условий доступа к рынкам услуг свидетельствуют о том, что рынок Республики Молдова практически полностью открыт для экономических резидентов стран-членов ЕС – рыночно-ориентированных ПИИ в сфере услуг. При этом, установленные соглашением запреты и ограничения доступа экономических резидентов Республики Молдова к рынкам услуг стран-членам ЕС, позволили нам ранжировать перечень по группам услуг, предусматривающий размещение групп в порядке увеличения уровня ограничений и запретов. Так, группа услуг «коммуникационные услуги и строительство и инжиниринг» была определена в качестве группы с наименьшим уровнем ограничения и самым высоким интересом со стороны комплексных ПИИ с Республикой Молдова [12].

9. Выявлено, что система ресурсного обеспечения инвестиционного механизма Республики Молдова достаточно неустойчива и имеет ряд недостатков, а именно:

- основным источником финансирования основного капитала являются собственные средства предприятий, в то время как доступ экономических агентов к кредитным финансовым ресурсам ограничен (недостаточное использование кредитного потенциала банков Республики Молдова в финансировании роста производства);
- основным источником формирования бюджетных ресурсов инвестиционного характера являются налоги на товары и услуги, что существенно отличает Республику Молдова от развитых стран, где основным источником выступают прямые налоги;
- начиная с 2009 года не используется такой инструмент финансирования, как государственные ценные бумаги, выпущенные для размещения на внешних финансовых рынках (международные облигации). Основными инструментами внешнего государственного долга являются внешние государственные займы, СДР и внешние государственные гарантии;
- наблюдается отрицательная тенденция снижения удельного веса средств иностранных инвесторов (прямые иностранные инвестиции), что свидетельствует о снижении уровня устойчивых источников финансирования, способствующих развитию и качественному экономическому росту в стране.

10. Определено, что доля источников финансирования основного капитала в Республике Молдова за счет источников фондового рынка мала. Однако анализ международного опыта привлечения инвестиционных ресурсов через фондовый рынок для Республики Молдова показал, что в этом направлении существует огромный потенциал. Особенную роль для компаний Республики Молдова в части привлечения инвестиционных ресурсов на международном рынке капитала играет возможность выйти на IPO на биржах, которые предоставляют специализированные предложения с дифференцированными требованиями к МСП.

11. В третьей главе на основе сравнительного и корреляционного анализа выделен инструментарий для оценки инвестиционных рисков и инвестиционного потенциала, являющийся наиболее эффективным среди применяемых в мире – система индексов BRS (комплексный индикатор оценки делового климата, политической стабильности, возможности возврата вложений в принимающей стране). Данный вывод исходит из того, что нами была установлена тесная связь между индексом BRS и ежегодным притоком прямых иностранных инвестиций (по 33 странам). Учитывая, что методика популярна среди инвесторов в мире считаем, что она представляет особенный интерес при построении мотивационного блока инвестиционного механизма Республики Молдова.

12. Установлена важность прямолинейной взаимосвязи участия страны в глобальных цепочках добавленной стоимости и объема ПИИ [18]. На основании индикаторов вертикальной специализации VS и VS1 определено, что текущие позиции Республика Молдова в рамках глобальных цепочек добавленной стоимости достаточно низкие: экономические агенты Республики Молдова сосредоточены на участии в отраслях с низким уровнем национальной добавленной стоимости в экспортной продукции, а также практически не участвуют в производстве экспортной продукции стран партнеров по экспорту. Поощрение ПИИ в отрасли, выделенные в инвестиционной стратегии Республики Молдова 2010-2016 гг. в качестве приоритетных, будет способствовать привлечению ПИИ, ориентированных на поиск ресурсов 2-го типа (инвестор заинтересован в экспорте трудоемких производств) и ПИИ, ориентированных на поиск рынка сбыта.

Предложения

Среди основных методов оптимизации работы инвестиционного механизма Республики Молдова нами было предложено:

1. Применить при разработке инвестиционной стратегии Республики Молдова предложенную автором методологию построения эффективного инвестиционного механизма для отдельной страны, в том числе для Республики Молдова, которая предполагает ряд этапов [143]:

- выделение в качестве объектов инвестиционного механизма видов инвестиций, категорий инвесторов, типов хозяйствующих субъектов, отраслей, приоритетных для инвестиций и стран стратегических партнеров как с точки зрения привлечения инвестиций, так и с точки зрения направления инвестирования;
- формирование целей инвестиционного механизма по каждому выделенному объекту инвестиционного механизма;
- определение особенностей взаимодействия объектов инвестиционного механизма и объектов других локальных механизмов для выявления существующих взаимосвязей с целью подбора эффективных методов и инструментов достижения поставленных целей;
- подбор методов и инструментов инвестиционного механизма;
- определение наиболее эффективных источников и методов финансирования инвестиций;

- создание правовой, методологической и организационной основы функционирования инвестиционного механизма.

2. Принять во внимание при определении приоритетного типа ПИИ необходимость привлечения ПИИ, способствующих повышению общего технологического уровня производства в стране. Для выработки более объективных приоритетов автор предлагает помимо типологии Дж. Даннинга также принимать во внимание типологию ПИИ, предложенную К. Экхольм. Так, с учетом типологий ПИИ, предложенных Дж. Даннингом и К. Экхольм, а также принимая во внимание анализ структуры ПИИ в Республике Молдова по видам экономической деятельности и странам-партнерам, автор предлагает следующую иерархию целей по приоритетным типам ПИИ [143]:

- прирост комплексных ПИИ, стратегических ПИИ и ресурсо-ориентированных ПИИ (1-го и 2-го типа) в Республику Молдова;
- снижение доли офшоро-ориентированных ПИИ в общей сумме накопленных ПИИ в Республике Молдова;
- прирост ПИИ, ориентированных на поиск ресурсов 3-го типа, размещенных резидентами Республики Молдова за границей.

3. Направить усилия на улучшение фундаментальных факторов инвестиционного климата, с учетом выявленного в Республике Молдова отсутствия корреляции между изменениями налогового бремени и инвестициями. Таким образом, применение этого инструмента в качестве инструмента регулирования инвестиций в Республике Молдова требует существенных изменений. Можно предположить, что использование налоговых льгот по прямым налогам для привлечения иностранных инвесторов, ставшее весьма распространенным явлением с приходом эры глобализации производства, не является панацеей, по крайней мере, в силу двух причин. Во-первых, оно непосредственно способствует росту неравенства через регрессивное перераспределение доходов. А во-вторых, приводит к усилению неравенства, возникающему в результате уменьшения способности государства обеспечить благосостояние всему населению. В целях восстановления эффективности налогов как инструмента привлечения инвестиций предлагаем использование альтернативного налогового инструмента – снижение НДС. Это обеспечит дополнительный спрос и, как следствие, экономический рост. При этом, главными получателями выгод должны стать инвесторы в отрасли с высокой добавленной стоимостью, что сделает их «локомотивами» экономического роста. Одновременно в качестве инвестиционной поддержки можно предложить целевое финансирование под

обеспечение бумаг приоритетных прогрессивных отраслей. Это позволит обеспечить приток необходимых финансовых ресурсов в отрасли новой экономики, рост которых будет увеличивать ВВП.

4. Включить в инвестиционную стратегию Республики Молдова механизмы трансформации переводов граждан Республики Молдова, работающих за рубежом, в частные инвестиции, а также определить роль институциональных инвесторов в рамках этих механизмов. Среди частных способов для привлечения в страну денежных заработков граждан Республики Молдова, работающих за границей, с целью инвестирования можно предложить следующие:

- снижение комиссии по переводам в случае гарантии целевого использования переводимых денежных средств в инвестиционных целях;
- разработка линейки предложений по депозитам в валюте по привлекательным ставкам;
- разработка линейки предложений по выпуску облигаций под гарантию будущих переводов;
- освобождение от налогов на начисленные по вкладам проценты;
- применение льготных таможенных ставок по импортируемым машинам и оборудованию для граждан, работающих за рубежом и решивших инвестировать в производство в том числе в экспортно-ориентированные отрасли;
- разработка системы консультационных услуг для помощи в подготовке бизнес-плана и повышении финансовой грамотности;
- создание специализированных инвестиционных фондов для сообществ мигрантов (диаспор) наделяющих их достаточным правом при выборе направления инвестирования;
- разработка конкретных механизмов ГЧП с привлечением институциональных инвесторов для формирования пула инвестиционных проектов как инвестиционное предложение для граждан, работающих за рубежом.

При применении вышеизложенных механизмов денежные переводы граждан РМ, работающих за рубежом, будут иметь высокий инвестиционный потенциал и могут превратиться в мощный внутренний инвестиционный ресурс. Такой источник является масштабным и стабильным с точки зрения финансирования инвестиций. Еще одним преимуществом является то, что он не создает долгов для государства, получающего это финансирование.

5. Расширить перечень и заключить соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений с такими странами, как Канада, Австралия, Египет, Индия, Бангладеш,

а договоры об избежании двойного налогообложения – с такими странами, как США, Австралия, Египет, Индия, Бангладеш. В связи с тем, что доля накопленных ПИИ из этих стран была сравнительно небольшой, однако ПИИ носили постоянный характер, предлагается, что заключение соглашений будет способствовать поощрению комплексных ПИИ из этих стран.

6. Способствовать скорейшему завершению переходного периода для получения полноценного равноправного доступа экономических агентов Республики Молдова к рынку услуг стран ЕС.

7. Разработать перечень налоговых стимулов для увеличения доли доходов от поступления налогов от компаний с иностранным капиталом и налогов на международную торговлю и внешние операции. Ввиду существующих взаимосвязей налоговой политики и иностранных инвестиций именно эти составляющие, на наш взгляд, имеют резервы роста в рамках существующей структуры государственных доходов от налоговых поступлений Республики Молдова.

8. Предусмотреть в программе «Управление государственным долгом в среднесрочном периоде» альтернативную стратегию финансирования государственного долга Республики Молдова с использованием такого источника финансирования как международные облигации.

9. Активировать механизм привлечения инвестиционных ресурсов МПС Республики Молдова через фондовый рынок. Принимая во внимание анализ фондовых бирж, проведенный во второй главе исследования, рекомендуется сосредоточиться на биржах Азиатско-Тихоокеанского региона. Обоснование выбора бирж Азиатско-Тихоокеанского региона в качестве ориентира для компаний Республики Молдова заключается в том, что в результате проведенного анализа было выявлено, что за последние 10 лет наметилась устойчивая тенденция увеличения их удельного веса в общем объеме капитализации по биржам Членам Всемирной Федерации Бирж, что говорит о растущей роли этих стран в мировой финансовой системе и, соответственно, об их привлекательности с точки зрения инвестирования. Данные об объеме привлечения инвестиционного капитала через IPO также свидетельствует о растущей роли бирж Азиатско-Тихоокеанского региона. Объем сделок IPO подтверждает эту тенденцию. Еще одним немаловажным фактором является то, что преимущественно биржи Азиатско-Тихоокеанского региона дают специализированные предложения с дифференцированными требованиями для МСП. Среди наиболее популярных среди МСП бирж для листинга можно перечислить Korea Exchange, Shenzhen Stock Exchange, Japan Exchange Group и т.д.

10. Проводить активную государственную информационно-консультационную поддержку с целью стимулирования предприятий Республики Молдова финансировать инвестиционные проекты с использованием инструментов международного фондового рынка. Принимая во внимание непопулярность использования инструментов международного фондового рынка не только предприятиями Республики Молдова, но также и государством, считаем целесообразным, что первопроходцем в этом процессе должно стать государство (в части привлечения финансовых ресурсов через размещение евробондов). На следующем этапе, используя накопленный опыт и консультативную поддержку государства, предприятия Республики Молдова смогут постепенно начать привлечение финансовых ресурсов на фондовом рынке через IPO и долговые инструменты.

11. Создать на основании представленной в параграфе 3.1 рейтинговой системы оценки индексов BERI национальную инвестиционную рейтинговую систему Республики Молдова, основной целью которой должно стать периодическое оценивание работы инвестиционного механизма Республики Молдова, характеризующегося притоком в страну реальных инвестиций с учетом существующих измеримых рисков. Внедрение подобной системы позволит государственным органам своевременно оценить существующий и перспективный уровень инвестиционного риска для выработки мер для его минимизации. На наш взгляд, инструментарий, используемый для расчета индексов BERI, который был адаптирован нами для использования в качестве основы для разработки национальной рейтинговой системы Республики Молдова, должен использоваться государственными органами на постоянной основе с целью аналитического сопоставления качественных и количественных индикаторов, способных спрогнозировать крупные экономические спады, резкое изменение финансовых стратегий на рынке и краткосрочную рыночную конъюнктуру.

12. Применять на периодической основе индикаторы VS и VS1, представленные в параграфе 3.2., в качестве инструментария для определения изменений масштаба участия Республики Молдова в глобальных цепочках добавленной стоимости. Закрепить на уровне государственных стратегий механизм встраивания Республики Молдова в глобальные цепочки добавленной стоимости, полноценное участие в которых будет способствовать притоку прямых иностранных инвестиций, способствующих преодолению технологического отставания Республики Молдова и, как результат, качественному экономическому росту в стране. Как результат разработки данного механизма в государственной инвестиционной стратегии должны быть четко закреплены перечень

приоритетных производств, сформированный исходя из позиции Республики Молдова по каждой отрасли в глобальных производственных цепочках, и инструментарий, способствующий наращиванию национального производственного потенциала с целью эффективного участия предприятий Республики Молдова в глобальных производственных цепочках.

БИБЛИОГРАФИЯ

На русском языке:

1. Андрианов А. Ю., Валдайцев С. В., Воробьев П. В. [и др.]. Инвестиции – 2-е изд., перераб. и доп. Москва, 2017. 592 с.
2. Афонцев, С. А. Мировая экономика в поисках новой модели роста. В: Мировая экономика и международные отношения. 2014, № 2, с. 3-12.
3. Багратуни К.Ю., Данилина М.В. Иностранные инвестиции и совместное предпринимательство. Учеб. пособие. Москва: Русайн, 2016.
4. Бланк И. А. Основы инвестиционного менеджмента. В 2-х т. Т. 2. К.: Эльга; Ника-Центр, 2004, с. 618.
5. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе. Москва: Дело ЛТД, 1996. 720 с.
6. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. Москва, 2008. 576 с. ISBN 978-0073-530-74-1.
7. Букина И. С., Маневич В. Е. Теоретические основы эконометрического моделирования российской экономики. Инвестиционная функция. Доклад. М.: Институт экономики РАН, 2014. 106 с.
8. Булатов А. С. Воздействие экспорта и импорта капитала на валовое накопление в Российской Федерации. Деньги и кредит, 2011, № 9, с. 1-16.
9. Вашингтонская конвенция 1965 г. "О порядке разрешения инвестиционных споров между государствами и иностранными лицами другого государства".
10. Внутренние отчетные материалы компании Business Environment Risk Intelligence. Risk Ratings. Analyses and Forecasts for over 140 countries. In: www.beri.com
11. Герман Екатерина. Анализ показателей прогнозирования налоговых поступлений. În: Studia Universitatis. Seria. Științe Exacte și Economice, 2010, nr. 2 (32) p. 169-173. ISSN 1857-2073.
12. Герман Екатерина. Система правового обеспечения управления прямыми иностранными инвестициями в Республике Молдова. În: Studia Universitatis Moldaviae. Seria. Științe Exacte și Economice 2017, nr. 2 (102), p. 190-201. ISSN 1857-2073.
13. Герман Екатерина. Обеспечение налоговой безопасности при оптимальном налоговом планировании. În: Economică: SIBIU- Chișinău, 2009, nr. 2 (45), p.118-122.
14. Герман Екатерина. Налоговое планирование в современных экономических теориях. În: Creșterea economică – prioritate națională în contextul integrării în Uniunea Europeană. Conf. șt. intern., 29-30 octombrie 2008. Chișinău: Universitatea de Stat din Moldova, 2008, p. 120-122. ISBN 978-9975-70-779-4.

15. Герман Екатерина. Возможность минимизации налогового бремени посредством осуществления различных вариантов распределения доходов между странами. În: Dezvoltarea economică în contextul aspirației de integrare europeană. Perspective și realizări. Conf. șt. intern. 23-24 octombrie 2009. Chișinău: Universitatea de Stat din Moldova, 2009, p. 445-448. ISBN 978-9975-70-915-6.
16. Герман Екатерина. Международная налоговая конкуренция как фактор международного налогового планирования. În: Politici financiare de relansare a creșterii economice în condițiile crizei economice mondiale. Conf. șt. intern., 29-30 aprilie 2010. Chișinău: ASEM, 2010, Vol.2, p. 136-141. ISBN 978-9975-9956-4-1.
17. Герман Екатерина. Инвестиции как фактор экономического роста: теоретический аспект анализа. În: Perspectivele și problemele integrării în Spațiul European al Învățământului superior. Conf. șt.-practică intern., 5 Iunie. Cahul, 2014, vol II. p. 254-259. ISBN 978-9975-914-92-5.
18. Герман Екатерина. Влияние глобальных цепочек распределения добавленной стоимости на развитие инвестиций. În: Inovații, performanță și competitivitate în sectorul financiar. Conf. șt. intern., oct. 30-31 2015. Chișinău, 2015, p. 48-52. ISBN 978-9975-71-712-0.
19. Гид инвестора в государственные ценные бумаги. В: <http://www.bnm.org.ru/content/rynok-gosudarstvennyh-cennyh-bumag>.
20. Гоголева Т. Н. Спрос на промежуточную продукцию на высокотехнологичных рынках с несовершенной конкуренцией. В: Вестник Воронежского государственного университета. Серия. Экономика и управление. 2014, № 4, с. 166-173.
21. Гончаренко Л. М., Олейников Е. А. Инвестиционный менеджмент. Учеб. Пособие. М.: КноРус, 2005, с. 294.
22. Гусарова С. А. Роль иностранных инвестиций в модернизации экономик стран БРИКС. В: Международная экономика, 2014, № 9, с. 53-64.
23. Гуржиева Кристина Олеговна. Классификация прямых иностранных инвестиций по способам ведения международной хозяйственной деятельности. В: Научный журнал КубГАУ, 2013, №88(04), с. 17.
24. Девяткин Д. В., Толмачев П. И. Инновации: анализ потенциала и рисков. Челябинск: Челябинский дом печати, 2015 г. 352 с.
25. Дементьев, В. Ловушка технологических заимствований и условия ее преодоления в двухсекторной модели экономики. В: Экономика и математические методы, 2006, № 4, с. 17-32.

26. Дежина И. Технологические платформы и инновационные кластеры: вместе или порознь? – М.: Издательство Института Гайдара, 2013. 124 с.
27. Лернер Джош, Энн Лимон, Фельда Хардимон. Венчурный капитал, прямые инвестиции и финансирование предпринимательства. Москва: Издательство Института Гайдара, 2016. 784 с. ISBN 978-5-93255-439-5.
28. Моррис Джон, Кэри Дэвид. Король капитала. История невероятного взлета, падения и возрождения Стива Шварцмана и Blackstone, 2017. 378 с. ISBN 978-5-9614- 6411-5.
29. Стадвелл Джо. Азиатская модель управления: удачи и провалы самого динамичного региона в мир Альпина. Москва: ПАБЛИШЕР, 2017, 536 с. ISBN 978-5-9614-6128-2.
30. Гурриа Анхель, Лами Паскаль, Панитчпакди Супачаи. Последствия глобальных цепочек создания стоимости для торговли, инвестиций, развития и занятости. Доклад ОЭСР, ВТО и ЮНКТАД, 6 августа 2013. 34 с. В: [http:// economy.gov.ru/](http://economy.gov.ru/)
31. Стиглиц Джозеф Юджин. Доклад Стиглица о реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса. Москва: Международные отношения, 2010. 328 с. ISBN 978-5-7133-1387-6.
32. Евлахова Ю. С. Регулирование финансового рынка в США. В: Финансовые исследования, 2008, № 1, с. 3-8.
33. Ершов М. В. Мировой финансовый кризис. Что дальше? Москва: Экономика, 2011. 95 с. ISBN 978-5-282-03130-0.
34. Ерошкин, А. Механизмы государственной поддержки инноваций: зарубежный опыт. В: Мировая экономика и международные отношения, 2011, № 10, с. 21-29.
35. Закон Республики Молдова «О концессиях». №534-XIII от 13 июля 1995. Publicat: 30.11.1995 în Monitorul Oficial al Republicii Moldova, nr. 67, art. 572.
36. Закон Республики Молдова «О частно-государственном партнерстве». №179-XVI от 10 июля 2008. Publicat: 02.09.2008 în Monitorul Oficial al Republicii Moldova, nr. 165-166, art. 605.
37. Закон Республики Молдова «Об инвестициях в предпринимательскую деятельность». №81-XV от 18.03.2004. Publicat: 23.04.2004 în: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, nr. 64-66, art. 344.
38. Закон Республики Молдова «О долге публичного сектора, государственных гарантиях и государственном рекредитовании». №419-XVI от 22.12.2006. Publicat: 31.12.2014 în Monitorul Oficial al Republicii Moldova, nr. 397-399, art. 704.

39. Закон Республики Молдова «О научно-технологических парках и инновационных инкубаторах». №138-XVI от 21.07.2007. Publicat: 27.07.2007 în Monitorul Oficial al Republicii Moldova, nr. 107-111, art. 476.
40. Жданов В. П. Инвестиции и промышленная политика в регионе. Монография. Калининград: Изд-во КГУ, 2005. 377 с.
41. Железнова Н., Хынку Р., Железнова Е. Основы функционирования рынка капитала. Кишинев: МЭА, 2011. 318 с.
42. Ибраев Р. Х., Сорокина А. В., Трунин П. В. Анализ опыта функционирования суверенного фонда благосостояния Норвегии. Москва: Издательский дом Дело, 2015.
43. Ивасенко А. Г., Никонова Я. И. Никонова. Иностранные инвестиции. Учебное пособие. Москва: КНОРУС, 2015. 270 с.
44. Игнатенко А. С., Идрисова В. В., Литвинова Ю. О. Анализ глобальных цепочек в моделях международной торговли. Москва: Издательский дом Дело, 2017.
45. Игонина Л. Л. Инвестиции. Учебное пособие. Москва, 2005. 480 с.
46. Измалков С., Сонин К., Юдкевич М. Теория экономических механизмов (Нобелевская премия по экономике 2007). В: Вопросы экономики, 2008, №1, с. 4-26.
47. Инвестиционный менеджмент. Учебник под ред. Н. И. Лахметкиной. М.: КНОРУС, 2016. 262 с.
48. М. В. Кангро, В. Н. Лазарев. Инвестиционное проектирование на предприятии. Учебное пособие. Ульяновск: УлГТУ, 2013. 164 с.
49. Индикаторы инновационной деятельности: 2015. Статистический сборник / Н. В. Городникова, Л. М. Гохберг, К. А. Дитковский и др.; Нац. Исслед. Унив. Высшая Школа Экономики. М.: НИУ ВШЭ, 2015. 320 с.
50. Инновационный потенциал: современное состояние и перспективы развития: монография / В. Г. Матвейкин, С.И. Дворецкий, Л. В. Минько, В. П. Таров, Л. Н. Чайникова, О. И. Летунова. М.: «Издательство Машиностроение-1», 2007. 284 с.
51. Постановление Правительства Республики Молдова об утверждении Инновационной стратегии Республики Молдова на период 2013-2020 гг. «Инновации для конкурентоспособности». №952 от 28.11.2013. Publicat: 06.12.2013 în: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, nr. 284-289, art. 1063.
52. Кадырова Г. М. Инвестиционная деятельность РФ: международный аспект (опыт статистического анализа). Москва: Анкил, 2010.
53. Киреев А. Прикладная макроэкономика. Москва: Из-во: Международные отношения, 2006. 455 с.

54. Киреев А. Международная макроэкономика. Учебник. М.: Международные отношения, 2014. 592 с.
55. Кобзарь Людмила, Герман Екатерина. Эффективность инвестиционного механизма как основа обеспечения воспроизводственного процесса. În: Rolul investițiilor în dezvoltarea economiei digitale în contextul globalizării financiare: Conferința Științifică Internațională din 22-23 dec. 2016. Chișinău, 2016, p. 179-180. ISBN 978-9975-75-866-6.
56. Комаров В. В., Литвина Н. И. Мировая экономика. Прямые иностранные инвестиции. Учебное пособие. М.: Изд-во ФГБОУ ВПО РГАЗУ, 2012. 246 с.
57. Республика Молдова. Парламент. Конституция Республики Молдова от 29.07.1994. Publicat: 12.08.2014 în Monitorul Oficial al Republicii Moldova, nr. 1.
58. Кондратьев В. Политика локализации производства как инструмент модернизации. В: Мировая экономика и международные отношения, 2017, т. 61, № 1, с. 67–77.
59. Корда Н. И., Брянцева Л. В., Ахмедов А. Э. Иностранные инвестиции. Москва: КноРус, 2016. 120 с.
60. Костюнина Г. М. Иностранные инвестиции (вопросы теории и практики зарубежных стран). Учебное пособие. Москва: ИНФРА-М, 2017. 304 с.
61. Липчиу Н. В., Павлова Е. А. Оценка оптимизации структуры источников финансирования организаций в современных условиях. В: Научный журнал Куб ГАУ, 2012, № 76(02), с. 1-12. <http://ej.kubagro.ru/2012/02/pdf/08.pdf> (vizitat 15.03.2016)
62. Лукасевич И. Я. Инвестиции. Учебник. Москва: Вузовский учебник: ИНФРА-М 2011. 413 с. ISBN 978-5-9558-0129-2.
63. Лукашов А., Могин А. IPO от I до O. Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков. Москва: Альпина Бизнес Букс, 2008. 35 с. ISBN 978-5-9614-0875-1.
64. Маневич В. Е. Денежная политика и экономический рост: модель Тобина. В: Бизнес и банки, 2007, №1, с. 1-16.
65. Маневич В. Е. Монетарная динамическая модель Тобина и анализ российской экономики. В: Вопросы экономики, 2009, №3, с. 1-22.
66. Маневич В. Е. Кейнсианская теория и российская экономика. М., 2015. 224 с.
67. Хану Дрзейник Маргарета, Гейгер Тьерри. Глобальный Индекс Конкурентоспособности. (Основные Положения). В: Оценка конкурентоспособности наций. Глава 1, с. 1-9. http://www.feg.org.ua/docs/metodologia2008_RUS.pdf (vizitat 01.02. 2017).

68. Модельная конвенция ОЭСР по избежанию двойного налогообложения доходов и капитала (1963 г.).
69. Модельная налоговая конвенция ООН по двойному налогообложению между развитыми и развивающимися государствами (1980 г.).
70. Мокий М. С., Никифоров А. Л, Мокий В. С. Методология научных исследований. Учебник для магистратуры. Москва: Издательство Юрайт, 2017. 255 с. ISBN 978-5-9916-1036-0.
71. Московкин В. М., Цзэн Юань. Трансформация взаимной торговли в системе стран БРИКС+Иран. В: Успехи современного естествознания, 2013, №1. <https://natural-sciences.ru/ru/article/view?id=31302> (vizitat 14.03.2016)
72. Миловидов В. Философия финансового рынка. В: Мировая экономика и международные отношения, 2012, № 8, с. 3–13.
73. Миркин Я. М. Рейтинговые агентства и рейтинговая оценка ценных бумаг. В: Деловой партнер. 2006, Пилотный номер, с. 5-15.
74. Войнаренко Михаил, Пономарева Наталья, Фалтинский Рудольф, Асаул Анатолий. Корпоративные ценные бумаги как инструмент инвестиционной привлекательности компаний. М., 2008. 288 с. ISBN 978-5-91460-005-8.
75. Мехлис, К. Анализ мотивов прямых иностранных инвестиций в мировой экономике. В: Международная экономика, 2013, № 12, с. 63-69.
76. Налоговый Кодекс Республики Молдова. Nr.1163XIII от 24.04.97. În: Monitorul Oficial al Republicii Moldova, 18.09.1997, nr. 62.
77. Нарышкин С. Е. Инвестиционные аспекты модернизации. В: Журнал российского права, 2010, № 12, с. 26.
78. Постановление Правительства Республики Молдова. Национальная стратегия привлечения инвестиций и продвижения экспорта на 2016-2020 гг. и Плана действий по ее внедрению. №511 от 25 апреля 2016 года. Publicat: 29.04.16 în Monitorul Oficial al Republicii Moldova nr. 114-122.
79. Новиков А. М., Новиков Д. А. Методология. М.: СИНТЕГ, 2007. 668 с.
80. Нгуен, Х. Т. Инвестиции во вспомогательные производства как фактор подъёма индустрии развивающихся стран. В: Международная экономика, 2014, № 2, с. 73-80.
81. Нуреев Р. Теория развития: кейнсианские модели становления рыночной экономики. В: Вопросы экономики, 2000, № 4, с. 137-145.
82. Орлова Е. Р., Зарянкана О. М. Иностранные инвестиции в России. Учеб. пособие. Москва: Из-во: Омега-Л, 2009. 240 с.

83. Особенков О., Щегорцов М. Альянс государства и капитала. Монография. Москва, 2011. 326 с. ISBN 978-5-88149-495-7.
84. Отчет о промышленном развитии – 2016: Роль технологий и инноваций во всеохватывающем и устойчивом промышленном развитии Организация Объединенных Наций по промышленному развитию. В: http://www.unido.org/fileadmin/user_media_upgrade/Resources/Publications/IDR/EBOOK_IDR2016_OVERVIEW_RUSSIAN.pdf (vizitat 11.02.2017).
85. Гохан, Патрик. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. Альпина, 2017. 744 с.
86. Пичков, Олег. США в международном движении прямых инвестиций. Монография. Москва: Издательство «МГИМО-УНИВЕРСИТЕТ», 2015. 240 с.
87. Пичков, О. Б., Раков, Е. Д. Прямые иностранные инвестиции и национальные интересы государства. Москва: МГИМО (У) МИД России, МГИМО-Университет, 2016. 214 с.
88. Положения международных инвестиционных соглашений, посвященных поощрению инвестиций. В: Конференция ООН по торговле и развитию. http://unctad.org/ru/docs/iteit20077_ru.pdf. (vizitat 17.04.2017).
89. Полтерович В. Принципы формирования национальной инновационной системы. В: Проблемы теории и практики управления, 2008, № 11, с. 8-19.
90. Программа «Управление государственным долгом в среднесрочном периоде (2015-2017гг)».
91. Программа «Управление государственным долгом в среднесрочном периоде (2016-2018)».
92. Программа «Управление государственным долгом в среднесрочном периоде (2017-2019гг.)».
93. Прокопьев М. Г. Агрегированная матрица внешней торговли и ее приложение в экономических исследованиях: моделирование. В: Вестник РГНФ, 2005, №3(40), с. 44-48.
94. Пестова А. А., Сухарева И. О., Солнцев О. Г. О стимулировании притока прямых иностранных инвестиций в российскую экономику с целью повышения «качества» экономического роста. В: Проблемы прогнозирования, 2011, № 1, с. 136-154.
95. Погорлецкий А. И. Налоговое планирование внешнеэкономической деятельности. Учеб. пособие. СПб.: Изд-во Михайлова В. А., 2006. 320 с.
96. Погорлецкий А. И. Международное налогообложение. Учебник. СПб: Из-во Михайлова В. А., 2006. 197 с.

97. Подшиваленко Г. П. Иностранные инвестиции. Москва: Из-во: КНОРУС, 2006. 200 с.
98. Ример М. И. (ред.). Экономическая оценка инвестиций. Санкт-Петербург: ПИТЕР, 2009. 416 с.
99. Слепов В. А., Звонова Е. А. (ред.). Международный финансовый рынок. Москва: Магистр, 2011. 255 с.
100. Хэгстром Роберт Дж. Инвестирование. Последнее свободное искусство. М.: Олимп – Бизнес, 2005. 288 с.
101. Розинский И. Международные финансовые центры: мировой опыт и возможности для России. В: Вопросы экономики, 2008, № 9, с. 25.
102. Геддес Росс. IPO и последующие размещения акций. М.: Олимп – Бизнес, 2008. 352 с.
103. Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки. Учебное пособие для вузов. Москва: Альпина Паблишер, 2007. 926 с.
104. Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции (шестое издание РПБ 6), Международный валютный фонд 2009. <https://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/bop/2007/bopman6r.pdf> (vizitat 04.01.2016).
105. Рынки капитала в 2025 году: Будущее фондовых рынков. В: Аналитические материалы PWC. https://www.pwc.ru/en/capital-markets/publications/assets/capital_markets_in_2025_rus.pdf (vizitat 13.03.2017).
106. Салимов Л. Н. Инвестиционный механизм: сущность, компоненты и классификация. В: Вестник ТИСБИ, 2003, вып. 3.; 2004, вып. 1.
107. Сеульская конвенция 1985 г. о создании Международного агентства по гарантиям инвестиций (МАГИ). В: Международное частное право. Сборник нормативных документов. М.: Манускрипт, 1994.
108. Соглашение об ассоциации между Европейским Союзом и Европейским сообществом по атомной энергии и их государствами-членами, и Республикой Молдова. <http://www.gov.md/europa/sites/default/files> (vizitat 21.05.2017).
109. Соглашение по торговым аспектам инвестиций (ТРИМС). https://www.wto.org/ENGLISH/DOCS_E/legal_e/18-trims_e.htm (vizitat 14.02.2017).
110. Спивак С. И., Чернятьева Р. Р., Чернятьев, К. А. Математическое моделирование процесса государственной поддержки инвестиций. В: Вестник Воронежского государственного университета. Серия. Экономика и управление, 2008, № 1, с. 25-31.
111. Спицын С. Ф. О роли кредитных организаций в развитии экономики. В: Деньги и кредит, 2010, № 11, с. 19-22.

112. Столбов М. И. Финансовый рынок и экономический рост: контуры проблемы. М.: Научная книга, 2006. 201 с.
113. Стратегия привлечения инвестиций и продвижения экспорта на 2001-2005 годы. № 234 от 27.02.2002. В: Официальный бюллетень Республики Молдова, 07.03.2002, № 33-35.
114. Стратегия привлечения инвестиций и продвижения экспорта на 2006-2015 годы. № 1288 от 09.11.2006. В: Официальный бюллетень Республики Молдова, 24.11.2006, № 181-183.
115. Стратегия привлечения инвестиций и продвижения экспорта на 2016-2020 годы. № 511 от 25.04.2016. В: Официальный бюллетень Республики Молдова, 29.04.2016, № 114-122.
116. Стратегии развития сектора малых и средних предприятий на 2012-2020 годы. № 709 от 03.06.2016. В: Официальный бюллетень Республики Молдова, 10.06.2016, № 157-162.
117. Сутырин С. Р., Погорлецкий А. И. Налоги и налоговое планирование в мировой экономике. Санкт-Петербург, 1998 г. 58 с.
118. Сухарева, И. О. «Компрессор» для экономики – эффекты притока прямых иностранных инвестиций. В: Банковское дело, 2013, № 4, с. 30-38.
119. Сухович А. Режимы регулирования иностранных инвестиций в контексте обеспечения национальных приоритетов развития: международный опыт и национальная практика. In: Republica Moldova: 20 de ani de reforme economice: conf. şt. intern., 23-24 sept. 2011. Chişinău: ASEM, 2011, vol. 2, p. 161-168.
120. Сухович А. Инвестиционные риски и инвестиционный потенциал молдавских регионов. In: Culegere de articole elaborate în cadrul proiectului „Cercetarea riscurilor investiţionale în sectorul real al economiei”. Chişinău: ASEM, 2009, p. 25-35.
121. Теплова Т. В. Инвестиции: учебник для бакалавров. Москва: Издательство Юрайт, 2011. 724 с.
122. Галпин Тимоти Дж., Хэндон М. Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний: методы и процедуры интеграции на всех уровнях организационной иерархии. Москва: Вильямс, 2005. 237 с.
123. Тобин Дж. Денежная политика и экономический рост. Москва: Издательство Юрайт, 2009. 154 с.
124. Толмачев П. И., Герман Е. Использование инструментов фондового рынка в целях финансирования ГЧП-проектов. In: Potenţialul de finanţare al pieţei financiare nebancare şi perspectivele dezvoltării acesteia: conf. şt. intern., 27-28 noiem., 2015. Chişinău: ASEM, 2015, p. 70-74.

- 125.Хабриева Т. Я., Доронина Н. Г. Создание международного финансового центра: системный подход к решению правовых проблем. В: Журнал российского права, 2010, № 11, с. 5-17.
- 126.Ходыревская В. Н. Методологические аспекты управления собственным капиталом организации с использованием критерия стоимости. В: Auditorium: электронный научный журнал, 2014, № 2, с. 32-39.
- 127.Холмецкий, К. А. Проблемы моделирования межотраслевой диффузии технологий. В: Вестник Воронежского государственного университета: Серия: Экономика и управление, 2006, № 1, с. 162-168.
- 128.Хуснутдинов А. З. Государственное воздействие на эффективность использования инновационно-инвестиционного механизма в рыночной экономике. Москва, 2016. <https://cyberleninka.ru/article/n/gosudarstvennoe-vozdeystvie-na-effektivnost-ispolzovaniya-innovatsionno-investitsionnogo-mehanizma-v-rynochnoy-ekonomike> (vizitat 12.12.2016).
- 129.Хынку Р., Сухович А., Лукиян И. Основы инвестиционной деятельности: учебник. Кишинев: МЭА, 2008. 309 с.
- 130.Хынку Р., Сухович А. Основы инвестиционной деятельности: практическое пособие. Изд. 2-е. Кишинев: МЭА, 2010. 185 с.
- 131.Черкасова В. А. Оценка выгод государства от участия в инвестиционном процессе. В: Финансы и кредит, 2010, № 6, с. 44-46.
- 132.Шамрай Л. В., Леденева М. В. Глобальные цепочки добавленной стоимости в мировом воспроизводственном процессе. В: Бизнес. Образование. Право. Вестник Волгоградского института бизнеса, 2015, № 3, с. 114-120.
- 133.Шарп У., Александер Г., Бэйли Ф. Инвестиции: перевод с английского. Москва: ИНФРА-М, 1998. 874 с.
- 134.Шафиев, Р. М. Иностранные инвестиции: мирохозяйственный аспект. В: Международная экономика, 2014, № 10, с. 63-69.
- 135.Шваб К. Четвертая промышленная революция: перевод с английского. Москва: Издательство «Экономика», 2017. 208 с.
- На английском языке:**
- 136.Backer K., Miroudot S. Mapping Global Value Chains. In: European Central Bank. Working Paper Series, 2014, № 1677, p. 40.
- 137.Taglioni D. Making Global Value Chains Work for Development World Bank Group. Washington, 2016. <http://www.worldbank.org/en/topic/trade/publication/book-making-global-value-chains-work-for-development>. (vizitat 12.12.2016).

138. Doing Business 2016: Measuring Regulatory Quality and Efficiency. 13th Edition. Washington, 2016. 338 p.
139. Helpman E. A Simple Theory of International Trade with Multinational Corporations. In: Journal of Political Economy, 1984, vol. 92, No. 3, p. 451-471.
140. Global IPO press release and Global IPO. Update slides – 2015 Q4. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-2015-q4-global-ipo-update/\\$FILE/EY-2015-q4-global-ipo-update.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-2015-q4-global-ipo-update/$FILE/EY-2015-q4-global-ipo-update.pdf) (vizitat 02.06.2017).
141. Gereffi Gary, Fernandez-Stark Karina. Global Value Chain Analysis. Center of globalization, Governance and competitiveness at the Social Science Research Institute, 2016. http://www.cggc.duke.edu/pdfs/2011-05-31_GVC_analysis_a_primer.pdf (vizitat 22.05.2017).
142. Gherman Ecaterina. Methodological aspects of investment management. În: Scientific Symposium of Young Researchers, 8th ed, April 23-24, 2015. Chişinău: ASEM, 2015, vol. 1, p. 53-57. ISBN 978-9975-75-753-9.
143. Gherman Ecaterina, Methodological Provision of Investment Mechanism Management in the Republic of Moldova. În: ECOFORUM: Revista stiintifică Vol. 6, Nr. 3 (2017), Universitatea "Ştefan cel Mare" din Suceava, Suceava, Romania, p. 432, 0,45 c.a. ISSN 2344 – 2174
144. Investing Guide Moldova 2014. <http://www.pwc.com/md> (vizitat 17.05.2017).
145. Alleman James, Noam Eli. The New Investment Theory of Real Options and Its Implication for Telecommunications Economics. Kluwer Academic Publishe, 2002. 296 p. ISBN: 0-7923-7734-6 2002.
146. Markusen James R. Multinational Firms and the Theory of International Trade. In: Journal of International Economics, 1998, vol. 46, p. 183-204.
147. Dunning John H., Lundan, Sarianna M. Multinational Enterprises and the Global Economy. 2nd ed. Northampton, 2008. 920 p.
148. Ekholm Karolina, Forslid Rikard, Markusen James R. Export-Platform of Foreign Direct Investment. In: Journal of the European Economic Association, 2007, vol. 5(4), p. 776-795.
149. Muradov Kirill. Input-Output Calculus of International Trade. НИУ Высшая школа Экономики, June 2015
www.hse.ru/data/2015/08/13/1083115340/Muradov%20HIOA%20paper_TeX.pdf (vizitat 04.02.2017).
150. Backer Koen, Miroudot Sébastien. Mapping global value chains. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1677.pdf> (vizitat 24.03.2017).

151. Gupta Varsha, Saini Jasmer Singh. IPO Financing: an alternative source of financing for SMEs in current era. In: IOSR Journal of Business and Management, 2016, vol. 18 (7), p. 119-125. e-ISSN: 2278-487X, p-ISSN: 2319-7668. <http://www.iosrjournals.org> (vizitat 22.04.2017).
152. Nguyen, T. D. The great migration. How FDI is moving to ASEAN and India. Working paper. HSBC, 2013.
http://www.hsbc.com.vn/1/PA_ES_Content_Mgmt/content/vietnam/abouthsbc/newsroom/attached_files/FDI_migration_to_ASEAN_2013_en.pdf (vizitat 07.03.2017).
153. Primary Market Activity and the Cost of Going and Being Public. http://www.cefs.de/files/200810_dbag_studie.pdf (vizitat 17.06.2017).
154. Qiu L. D., Wang S. FDI Policy, Greenfield Investment and Cross-border Mergers In: Review of International Economics, 2011. 19(5), p. 836-851.
155. Koopman Robert, Wang Zhi, Wei Shang-Jin. The Value-added Structure of Gross Exports and Global Production Network. United States International Trade Commission. / http://www.wiod.org/conferences/groningen/Paper_Koopman_Wang_Wei.pdf (vizitat 03.02.2017).
156. Robertson P., Langlois B. Innovation, Networks, and Vertical Integration. In: Research Policy, 1995, vol. 24(4), p. 543-562.
157. SME Financing and Equity Market. In: World Federation of Exchange. Investment Policy: Navigating Foreign Investment Policy. World Bank Group, 2014
158. Ledyeva Svetlana et al. Round-trip investment between offshore financial centres and Russia: An empirical analysis. http://www.smithschool.ox.ac.uk/events/Ledyeva_Karhunen.pdf (vizitat 17.07.2017).
159. World Federation of Exchanges. Report on SME Exchanges. [https:// www.world-exchanges.org/](https://www.world-exchanges.org/) (vizitat 11.03.2017).
160. World Investment Report 2013. <http://unctad.org/en> (vizitat 14.03.2017).
161. World Investment Report 2014. <http://unctad.org/en> (vizitat 22.03.2017).
162. World Investment Report 2015. <http://unctad.org/en> (vizitat 22.03.2017).
163. World Investment Report 2016. <http://unctad.org/en> (vizitat 15.05.2017).
164. World Investment Report 2017. <http://unctad.org/en> (vizitat 17.05.2017).
165. Zhang K. H., Zhao Z. Multinational Corporations and Technology Transfers in Developing Countries In: International Economics, 2007, nr. 2, p. 249-264.

Электронные ресурсы:

166. Агентство по привлечению инвестиций и продвижению экспорта Сербии. www.siepa.gov.rs (vizitat 04.05.2017)
167. Государственная Налоговая Служба Республики Молдова [http:// www.fisc.md](http://www.fisc.md) (vizitat 15.06.2017)
168. Министерство Финансов Республики Молдова. <http://www.mf.gov.md/> (vizitat 17.04.2017).
169. Министерство Экономики Республики Молдова. <http://www.mec.gov.md/> (vizitat 12.04.2017).
170. Национальная комиссия по финансовому рынку. <http://www.cnpf.md/> (vizitat 12.04.2017).
171. Национальное бюро статистики Республики Молдова. <http://www.statistica.md/> (vizitat 22.05.2017).
172. Национальный банк Республики Молдова. <https://www.bnm.md> (vizitat 20.05.2017).
173. Официальный сайт Комиссии Таможенного Союза. <http://www.tsouz.ru> (vizitat 20.06.2017).
174. Фондовая биржа Республики Молдова [http:// www.moldse.md](http://www.moldse.md) (vizitat 22.03.2017)
175. Bank for International Settlements [http:// www.bis.org](http://www.bis.org) (vizitat 11.02.2017)
176. Doing Business <http://www.doingbusiness.org/> (vizitat 0.05.2017)
177. Eurostat. Your key to european statistics. <http://ec.europa.eu/eurostat> (vizitat 17.05.2017).
178. International Monetary Fund. <http://www.imf.org> (vizitat 17.05.2017).
179. Investment Policy Hub/UNCTAD [http:// investmentpolicyhub.unctad.org](http://investmentpolicyhub.unctad.org) (vizitat 24.05.2017)
180. Moldova Investment and Export Promotion Organization [http:// www.miepo.md/](http://www.miepo.md/) (vizitat 10.003.2017)
181. Organization for Economic Co-operation and Development Statistics [http:// stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=BTDIXE_I4](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=BTDIXE_I4) (vizitat 30.06.2017)
182. World Federation of Exchanges. [https:// www.world-exchanges.org/home/](https://www.world-exchanges.org/home/) (vizitat 19.02.2017)
183. World Economic Forum. [http:// reports.weforum.org](http://reports.weforum.org) (vizitat 21.01.2017)
184. World Input-Output Database [http:// www.wiod.org/home](http://www.wiod.org/home) (vizitat 12.04.2017)

ПРИЛОЖЕНИЯ

Макроэкономические показатели Республики Молдова за 1996-2015 гг.

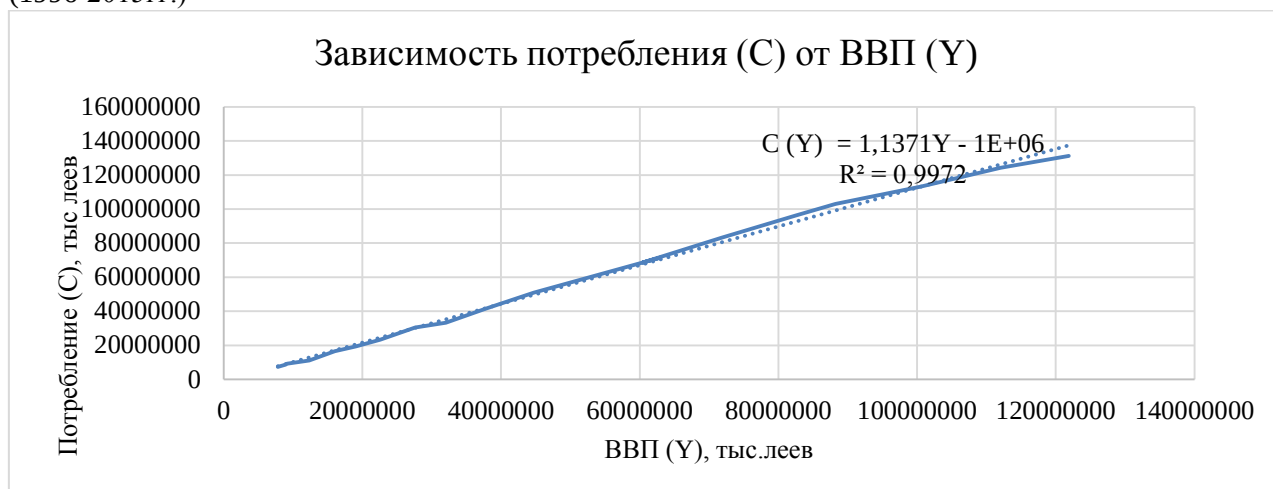
тыс. леев

Период	ВВП	ВНРД	Сбережения	Конечное потребление	Валовое накопление	Валовое накопление основного капитала	Чистый экспорт	Экспорт	Импорт
1996	7797562	8386475	1030593	7355882	1890547	1539894	-1448867	4314255	5763122
1997	8916975	9609958	929584	8680374	2123448	1774214	-1886847	4743841	6630688
1998	9122113	9716723	513339	9203384	2360176	2011571	-2441447	4106733	6548180
1999	12321554	13475531	2385192	11090339	2819609	2271950	-1588394	6446437	8034831
2000	16019558	18608868	2106174	16502694	3836197	2472468	-4319333	7945719	12265052
2001	19051531	22486368	3223690	19262678	4435646	3189965	-4646793	9536252	14183045
2002	22555858	26906131	3616858	23289273	4885640	3681781	-5619055	11833682	17452737
2003	27618918	35074716	4 624 146	30 450 570	6401421	5127275	-9233073	14724570	23957643
2004	32031777	40909786	7 612 074	33297712	8443163	6 786 848	-9709298	16 398 434	26 107 732
2005	37651869	49932115	8563679	41368436	11606441	9 257 932	-15323008	19 264 113	34 587 121
2006	44754367	60305074	9332582	50972492	14656076	12 691 495	-20874201	20 254 021	41 128 222
2007	53429571	72228631	11610568	60618063	20359789	18 221 720	-27548290	24 353 647	51 901 937
2008	62921545	85479065	14027697	71451368	24682991	21 391 380	-33212814	25 683 973	58 896 787
2009	60429803	76874299	8300260	68574039	13984603	13 654 952	-22128839	22 281 751	44 410 590
2010	71885474	93555994	10315707	83240287	16910655	16 262 593	-28265468	28 197 232	56 462 700
2011	82348703	106103682	10013158	96090524	19904013	19 178 764	-33645834	37 033 615	70 679 449
2012	88227753	117212397	14149811	103062586	20860883	20 864 127	-35695716	38 364 049	74 059 765
2013	100510471	131748613	18579583	113169030	24783252	23 061 652	-37441811	43 564 775	81 006 586
2014	112049578	145281582	20982802	124298780	29201485	27 706 738	-41450687	46 537 911	87 988 598
2015	121850947	X	X	131230010	27540098	29492316	-36919160	52919253	89838413

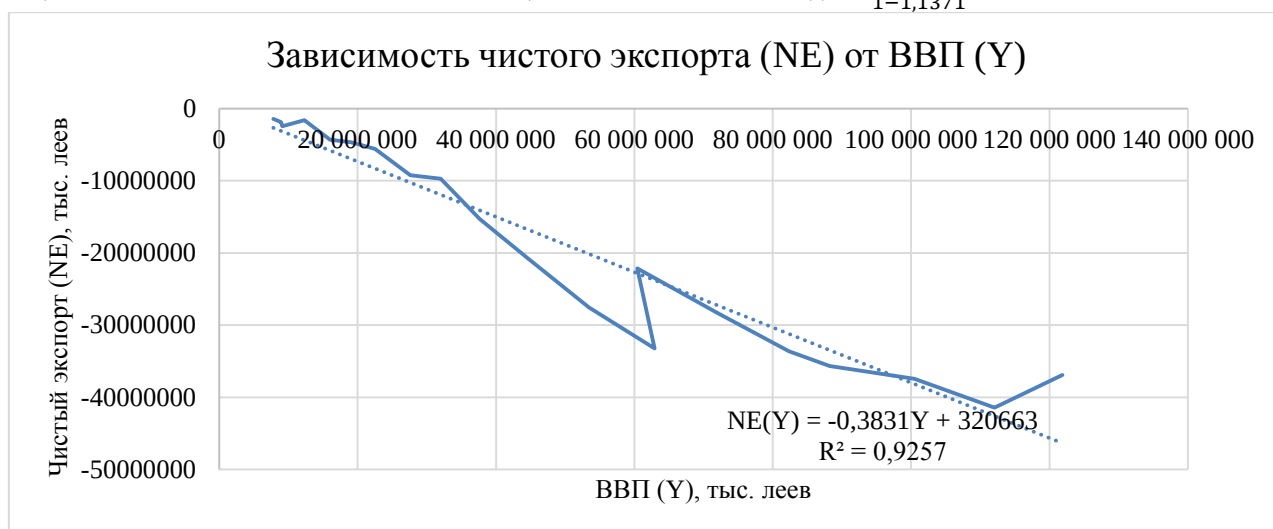
Источник: [171]

X – данные недоступны

Расчет инвестиционного мультипликатора применительно к экономике Республики Молдова (1996-2015гг.)²⁸



$$K \text{ (инвестиционный мультипликатор (закрытая экономика))} = \frac{1}{1-1,1371} = -7,2929$$



MPC (предельная склонность к потреблению) = 1,1371

MPNE (предельная норма чистого экспорта) = -0,3831

$$K \text{ (инвестиционный мультипликатор (открытая экономика))} = \frac{1}{1-1,1371+0,3831} = 1,9223$$

Расчет коэффициента эластичности ВВП по инвестициям в Республике Молдова

$$E = \frac{1-APC-APNE}{1-MPC-MPNE}, \text{ где}$$

APC (средняя норма потребления) = 1,1127 (рассчитано автором на базе данных НБС РМ – приложение 1)

APNE (средняя норма чистого экспорта) = -0,3766 (рассчитано автором на базе данных НБС РМ – приложение 1)

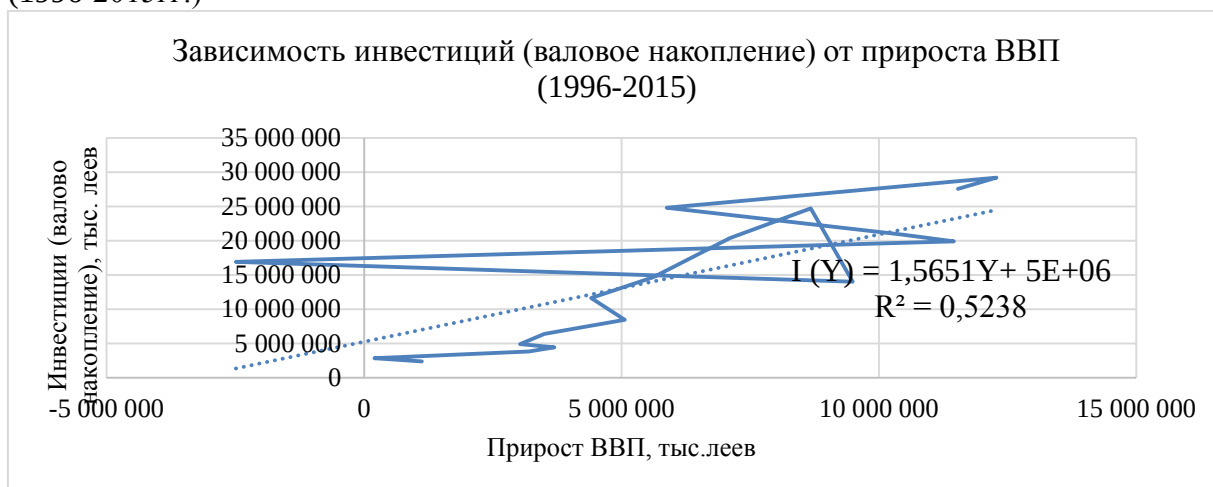
MPC (предельная склонность к потреблению) = 1,1371

MPNE (предельная норма чистого экспорта) = -0,3831

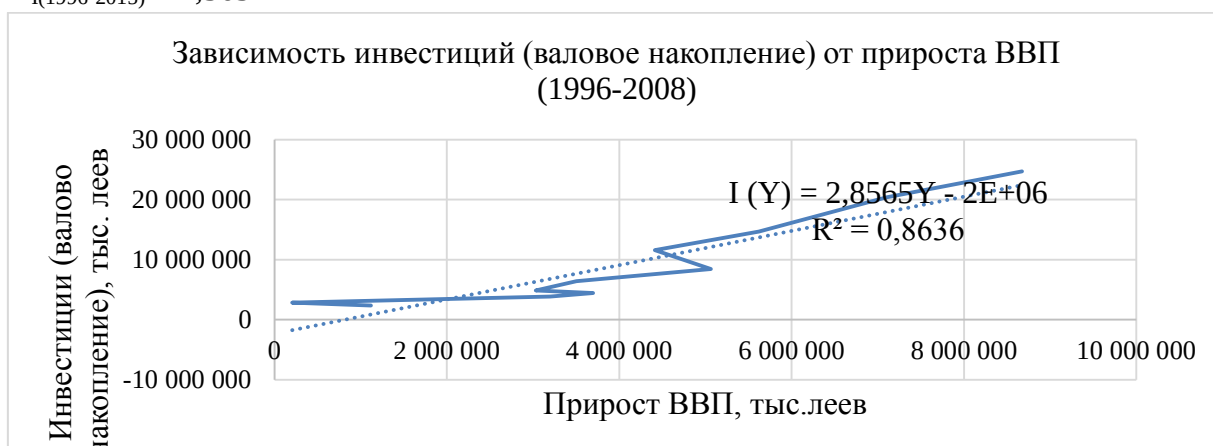
$$E = \frac{1 - 1,1127 + 0,3766}{1 - 1,1371 + 0,3831} = 0,9405$$

²⁸ Источник: рассчитано автором на базе данных [166] (приложение 1)

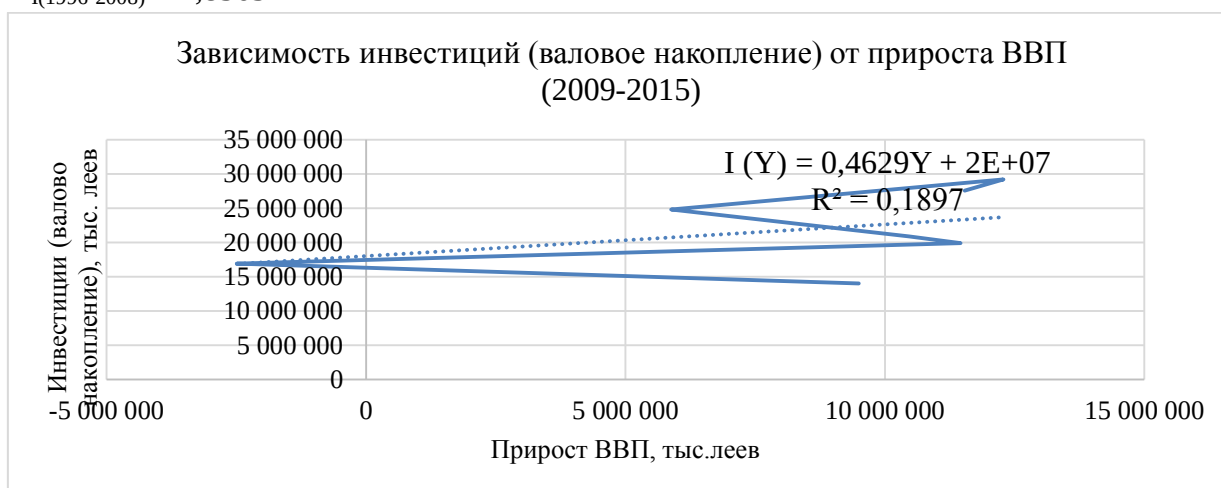
Расчет инвестиционного акселератора применительно к экономике Республики Молдова (1996-2015гг.)²⁹



$$A_{I(1996-2015)} = 1,5651$$



$$A_{I(1996-2008)} = 2,8565$$



$$A_{I(2009-2015)} = 0,4629$$

²⁹ Источник: рассчитано автором на базе данных [166] (приложение 1)

Приложение 4

Норма валового накопления основного капитала ведущих экономик мира и Республики Молдова, % от ВВП

Страна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Германия	19,06	19,82	20,12	20,33	19,16	19,44	20,27	20,11	19,71	20,01	19,91
Великобритания	17,39	17,60	18,05	17,33	15,57	15,62	15,67	15,93	16,11	16,60	16,94
США	22,77	22,85	22,11	21,00	18,54	18,66	18,28	18,97	19,21	19,64	19,83
Франция	21,72	22,39	23,13	23,56	22,04	22,07	22,41	22,48	22,06	21,77	21,51
Япония	22,34	22,68	22,57	20,11	20,80	19,98	20,59	21,04	21,65	22,00	-
Бразилия	17,22	17,26	18,07	19,49	19,21	20,59	20,64	20,00	21,00	20,00	-
Аргентина	17,31	18,27	19,54	19,05	15,50	16,71	17,22	15,65	16,30	16,05	15,61
Китай	39,93	39,18	38,29	39,45	44,24	44,31	44,19	44,51	44,73	44,29	-
Канада	21,91	22,95	23,40	23,53	22,36	23,52	23,57	24,55	23,93	23,81	23,32
Страны евро-зоны	22,05	22,77	23,19	22,99	21,17	20,67	20,79	20,25	19,63	19,67	19,79
Страны ЕС	21,26	21,94	22,53	22,47	20,53	20,07	20,20	19,75	19,28	19,41	19,56
Молдова	24,59	28,36	34,10	34,00	22,60	22,62	23,29	23,65	22,94	24,73	-

Источник: рассчитано автором на базе данных ОЭСР (<https://data.oecd.org/>) и Национального Бюро Статистики Республики Молдова (<http://www.statistica.md/>)

Валовое накопление основного капитала на душу населения ведущих экономик мира и Республики Молдова, тыс. долл.

Страна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Германия	7,43	8,02	8,42	8,61	7,68	8,12	8,78	8,92	8,58	8,98	9,07
Великобритания	7,09	7,29	7,57	7,20	6,14	6,13	6,19	6,27	6,39	6,78	7,08
США	11,10	11,33	11,05	10,37	8,82	8,70	8,91	9,39	9,53	9,87	10,11
Франция	8,76	9,18	9,65	9,79	8,84	8,98	9,27	9,27	9,10	8,97	8,88
Япония	9,45	9,75	9,90	9,74	8,53	8,58	8,82	9,17	9,60	9,77	9,68
Бразилия	1,61	1,67	1,83	2,05	1,99	2,28	2,36	2,39	2,47	2,36	2,03
Аргентина	1,48	1,67	1,93	1,94	1,47	1,73	1,87	1,66	1,75	1,67	1,64
Китай	1,09	1,23	1,34	1,53	1,86	2,03	2,19	2,39	2,59	2,67	-
Канада	1,03	1,10	1,14	1,14	1,04	1,12	1,14	1,20	1,18	1,19	1,17
Молдова	0,34	0,41	0,51	0,55	0,34	0,37	0,40	0,41	0,43	0,49	0,48

Источник: рассчитано автором на базе данных Группы Всемирного Банка [185] и Национального Бюро Статистики Республики Молдова [171]

Приложение 5

Структура инвестиций в основной капитал по видам экономической деятельности в Республике Молдова в 2004-2014 году, %

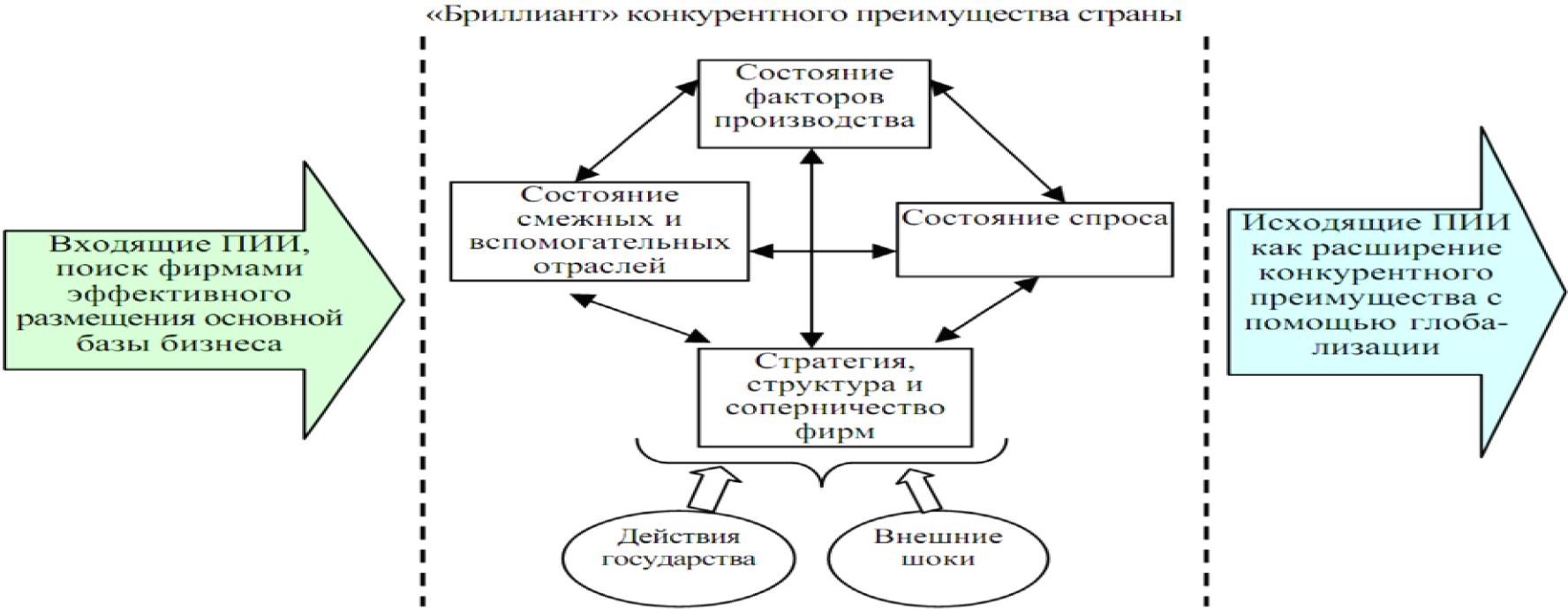
2004 год		2005 год		2006 год		2007 год	
1. Транспорт и хранение	22,5	1. Транспорт и хранение	21,3	1. Транспорт и хранение	26,3	1. Операции с недвижимым имуществом	22,5
2. Обрабатывающая промышленность	22,3	2. Обрабатывающая промышленность	21,0	2. Операции с недвижимым имуществом	20,9	2. Транспорт и хранение	20,6
3. Оптовая и розничная торговля	15,4	3. Операции с недвижимым имуществом	16,9	3. Обрабатывающая промышленность	15,3	3. Обрабатывающая промышленность	15,6
4. Операции с недвижимым имуществом	12,6	4. Оптовая и розничная торговля	11,6	4. Оптовая и розничная торговля	11,2	4. Оптовая и розничная торговля	14
5. Производство и обеспечение электро и теплоэнергией, газом и горячей водой	10,6	5. Производство и обеспечение электро и теплоэнергией, газом и горячей водой	7,9	5. Производство и обеспечение электро и теплоэнергией, газом и горячей водой	8,4	5. Производство и обеспечение электро и теплоэнергией, газом и горячей водой	7,6
6. Сельское, лесное и рыбное хозяйство	6,0	6. Сельское, лесное и рыбное хозяйство	5,9	6. Сельское, лесное и рыбное хозяйство	4,5	6. Сельское, лесное и рыбное хозяйство	4,8
7. Др	2,5	7. Др	3,9	7. Др	2,9	7. Строительство	3,5
8. Строительство	1,7	8. Государственное управление и оборона	3,8	8. Строительство	2,5	8. Государственное управление и оборона	2,8
9. Государственное управление и оборона	1,6	9. Строительство	2,6	9. Образование	2,2	9. Здравоохранение	2,2
10. Здравоохранение	1,5	10. Образование	1,4	10. Государственное управление и оборона	1,8	10. Др	2,2
11. Финансовая и страховая деятельность	1,4	11. Финансовая и страховая деятельность	1,4	11. Здравоохранение	1,5	11. Образование	1,8
12. Образование	1,1	12. Здравоохранение	1,0	12. Искусство, развлечение и отдых	1	12. Искусство, развлечение и отдых	1,2
13. Искусство, развлечение и отдых	0,4	13. Искусство, развлечение и отдых	0,9	13. Финансовая и страховая деятельность	1	13. Финансовая и страховая деятельность	0,9
14. Добыча полезных ископаемых	0,4	14. Добыча полезных ископаемых	0,4	14. Добыча полезных ископаемых	0,5	14. Добыча полезных ископаемых	0,3
2008 год		2009 год		2010 год		2011 год	
1. Операции с недвижимым имуществом	21,7	1. Операции с недвижимым имуществом	33,9	1. Операции с недвижимым имуществом	33,1	1. Операции с недвижимым имуществом	32,8
2. Транспорт и хранение	18,7	2. Транспорт и хранение	13,8	2. Транспорт и хранение	16,3	2. Транспорт и хранение	14,4
3. Оптовая и розничная торговля	14,9	3. Обрабатывающая промышленность	11	3. Обрабатывающая промышленность	10	3. Обрабатывающая промышленность	10,4
4. Обрабатывающая промышленность	14,5	4. Оптовая и розничная торговля	8,6	4. Оптовая и розничная торговля	8,9	4. Сельское, лесное и рыбное хозяйство	7,8
5. Производство и обеспечение электро и теплоэнергией, газом и горячей водой	6,5	5. Сельское, лесное и рыбное хозяйство	7	5. Сельское, лесное и рыбное хозяйство	7,3	5. Оптовая и розничная торговля	7,7
6. Сельское, лесное и рыбное хозяйство	5,6	6. Производство и обеспечение электро- и теплоэнергией, газом и горячей водой	6,7	6. Водоснабжение, очистка и обработка отходов и восстановительные работы	6,3	6. Производство и обеспечение электро и теплоэнергией, газом и горячей водой	7,7
7. Строительство	4	7. Др	4,6	7. Др	4,7	7. Др	4,8
8. Здравоохранение	2,8	8. Образование	4,2	8. Образование	4,4	8. Образование	4,6
9. Государственное управление и оборона	2,7	9. Строительство	3,2	9. Здравоохранение	3,5	9. Строительство	3,3
10. Образование	2,4	10. Здравоохранение	3,1	10. Строительство	2,6	10. Здравоохранение	3,1
11. Финансовая и страховая деятельность	2,3	11. Искусство, развлечение и отдых	2	11. Государственное управление и оборона	1,6	11. Искусство, развлечение и отдых	1,6
12. Др	2,3	12. Государственное управление и оборона	1,7	12. Искусство, развлечение и отдых	1	12. Государственное управление и оборона	1,2
13. Искусство, развлечение и отдых	1,4	13. Финансовая и страховая деятельность	0,2	13. Финансовая и страховая деятельность	0,3	13. Финансовая и страховая деятельность	0,4
14. Добыча полезных ископаемых	0,2					14. Добыча полезных ископаемых	0,1

продолжение приложения 5

2012 год		2013год		2014 год	
1. Операции с недвижимым имуществом	25,2	1. Обрабатывающая промышленность	15	1. Операции с недвижимым имуществом	13,5
2. Транспорт и хранение	15,9	2. Операции с недвижимым имуществом	12,8	2. Оптовая и розничная торговля	11,9
3. Оптовая и розничная торговля	10,8	3. Оптовая и розничная торговля	11,6	3. Строительство	11,3
4. Обрабатывающая промышленность	10,5	4. Транспорт и хранение	11,3	4. Обрабатывающая промышленность	11,1
5. Водоснабжение, очистка и обработка отходов и восстановительные работы	9,4	5. Строительство	11,1	5. Сельское, лесное и рыбное хозяйство	11
6. Сельское, лесное и рыбное хозяйство	7,3	6. Сельское, лесное и рыбное хозяйство	9,7	6. Транспорт и хранение	10,5
7. Др	4,8	7. Производство и обеспечение элестро и теплоэнегией, газом и горячей водой	5,4	7. Здравоохранение	6,1
8. Строительство	4,6	8. Здравоохранение	4,8	8. Производство и обеспечение элестро и теплоэнегией, газом и горячей водой	5,5
9. Здравоохранение	3,8	9. Водоснабжение, очистка и обработка отходов и восстановительные работы	3,8	9. Образование	4,4
10. Образование	3,5	10. Государственное управление и оборона	3,7	10. Водоснабжение, очистка и обработка отходов и восстановительные работы	4,2
11. Искусство, развлечение и отдых	2	11. Образование	3,3	11. Государственное управление и оборона	3,8
12. Государственное управление и оборона	1,7	12. Др	2,7	12. Искусство, развлечение и отдых	2
13. Финансовая и страховая деятельность	0,3	13. Искусство, развлечение и отдых	1,5	13. Деятельность по размещению и общественному питанию	1,2
14. Добыча полезных ископаемых	0,1	14. Финансовая и страховая деятельность	1,4	14. Финансовая и страховая деятельность	1
		15. Деятельность по размещению и общественному питанию	1,2	15. Профессиональная, научная и техническая деятельность	0,7
		16. Добыча полезных ископаемых	0,4	16. Добыча полезных ископаемых	0,4
		17. Профессиональная, научная и техническая деятельность	0,3	17. Административная деятельность	0,3
		18. Административная деятельность	0,1	18. Др	0,3

Источник: рассчитано автором на базе данных Национального Бюро Статистики Республики Молдова [171]

Теория конкурентных преимуществ стран (Портер)



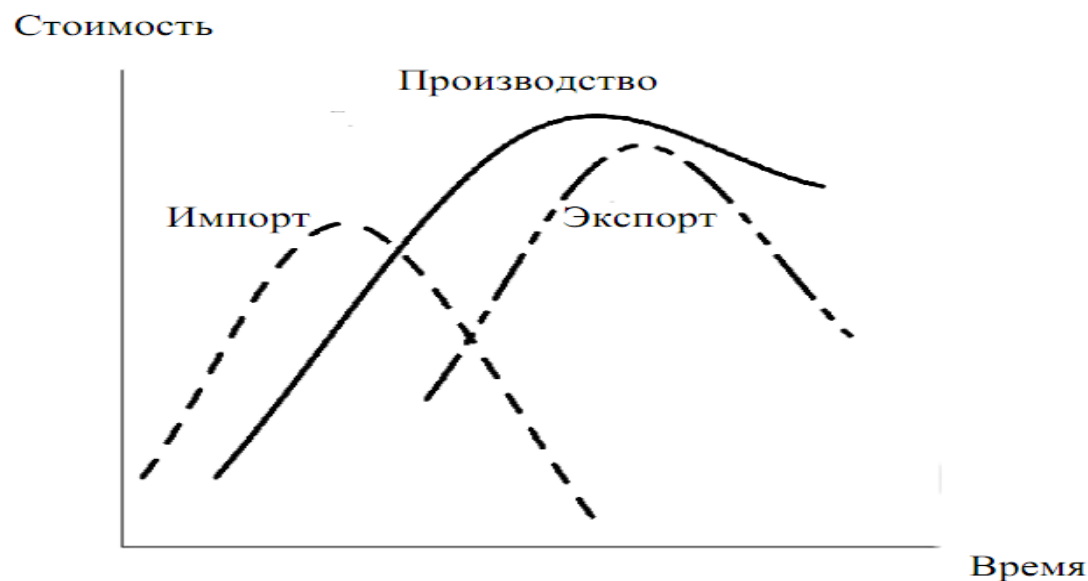
Источник: [94, стр.138]

Теория жизненного цикла товара (Вернон)



Источник: разработано автором на базе научной статьи [94, стр.138]

Концепция «летающих гусей» (Акамацу)



1 стадия – импорт продукции из-за рубежа вследствие невозможности удовлетворения национального спроса за счет внутреннего производства. Отсутствие исходящих инвестиционных потоков в стране.

2 стадия – открытие производств на внутреннем рынке для удовлетворения растущего национального спроса. Появление исходящих ПИИ в результате растущих трудовых издержек.

3 стадия – экспорт излишков произведенной продукции на новые зарубежные рынки, развитие наукоемких способов производства. Технологические факторы и факторы спроса – основа инвестиционных потоков.

Источник: [94, стр.142]

Эклектическая теория – OLI (Ownership-Location-Internalization)



Источник: составлено автором на базе [40].

Перечень факторов, оказывающих влияние на ПИИ, в соответствии с теориями прямых иностранных инвестиций

Фактор	Теория
Ожидаемая норма прибыли от ПИИ	Концепция зависимости ПИИ от ожидаемой нормы прибыли
Размер внутреннего рынка страны-реципиента: - объем продаж ТНК в стране - объем ВВП страны	Концепция размера внутреннего рынка
Уровень сложности входа на внутренний рынок страны - реципиента	Концепция олигополистических реакций
«Психологическое расстояние» от потенциальных инвесторов	Концепция поведения фирмы
Уровень налоговых ставок на внутреннем рынке страны-реципиента	Концепция налоговой политики
Препятствия осуществлению портфельных инвестиций	Теория диверсификации с учетом барьеров для международных потоков капитала
Торговые барьеры, ограничивающие экспорт продукции на рынок страны-реципиента	Концепция торговых барьеров
Финансовые риски осуществления вложений	Концепция диверсификации портфеля инвестиций
Социальные риски в стране-реципиенте	Теория политического и странового рисков
Дестимулирующее государственное регулирование на рынке страны-реципиента Стимулирующее государственное регулирование на рынке страны-реципиента	Концепция государственного регулирования
Прибыльность иностранных компаний, действующих на внутреннем рынке страны-реципиента Налогообложение репатриированных доходов от дочерних иностранных компаний	Концепция внутреннего финансирования
Макроэкономические риски в стране-реципиенте Политические риски в стране-реципиенте	Теория политического и странового рисков
Переоценка или недооценка стоимости национальной валюты страны-реципиента	Концепция валютных зон и эффект

Устойчивое повышение или понижение национальной валюты страны-реципиента	обменного курса
Состояние факторов производства в стране-реципиенте	Теория конкурентных преимуществ стран М. Портера
Развитие промышленных комплексов взаимосвязанных производств (кластеров) Издержки использования факторов производства	
Доля расходов на НИОКР в ВВП	Теория жизненного цикла товара
Уровень экономического развития страны ВВП на душу населения	Теория пути инвестиционного развития
Уровень человеческого капитала в стране-реципиенте	Эклектическая теория Д. Даннинга

Система факторов, определяющих спрос на инвестиции в реальный капитал и альтернативные активы.



Источник: составлено автором на базе [64, стр. 1-21]

Приложение 12

Сводные данные платежного баланса Республики Молдова за период 2011-2015 годы

млн. долл. США

	2011	2012	2013	2014	2015		2011	2012	2013	2014	2015
Счет текущих операций	-851,95	-636,38	-516,48	-569,08	-414,84	Финансовый счет	- 746,20	- 487,61	- 363,25	- 563,66	- 443,72
						Прямые инвестиции	- 314,15	- 253,00	- 248,84	- 314,44	-227,94
1. Товары и услуги	- 2825,50	- 2958,90	- 2991,48	- 2918,14	- 1956,99						
2. Первичные доходы	577,52	816,27	870,96	823,12	457,89	Портфельные инвестиции	0,97	-21,34	-9,76	-13,74	-2,27
3. Вторичные доходы	1396,03	1506,25	1604,04	1525,94	1084,26	Производные финансовые инструменты	-0,19	0,24	-0,11	-0,61	-0,70
						Прочие инвестиции	- 707,88	- 712,16	- 386,59	303,58	93,68
Счет операций с капиталом	31,99	21,23	57,92	96,78	22,88	Резервные активы	275,05	498,65	282,05	- 538,45	-306,49
						Чистые ошибки и пропуски	73,76	127,54	95,31	-91,36	- 51.76
Чистое заимствование 2011						-819,96					
Чистое заимствование 2012						-615,15					
Чистое заимствование 2013						-458,56					
Чистое заимствование 2014						-472,30					
Чистое заимствование 2015						-391,96					

Источник: данные [171]

Классификация инвестиций

Классификационный признак	Вид
По объекту вложения	Финансовые
	Реальные
По характеру участия инвестора в инвестиционном процессе	Прямые
	Портфельные
По периоду осуществления инвестиций	Долгосрочные (более 3 лет)
	Среднесрочные (1-3 года)
	Краткосрочные (менее года)
По степени риска	Надежные
	Рисковые
По характеру инвестора	Частные
	Государственные
По характеру использования капитала	Инвестиции
	Реинвестиции
	Дезинвестиции
По источникам привлечения капитала	Отечественные
	Иностранные

Источник: [1]

Классификация инвесторов

Классификационный признак	Категория
По менталитету инвестиционного поведения	Консервативный инвестор
	Умеренный инвестор
	Агрессивный инвестор
По принадлежности к резидентам	Отечественный инвестор
	Иностранный инвестор
По целям инвестирования	Стратегический инвестор
	Портфельный инвестор
По ориентации на инвестиционный эффект	Инвестор, ориентированный на текущий инвестиционный доход
	Инвестор, ориентированный на прирост капитала в долгосрочном периоде
	Инвестор, ориентированный на внеэкономический инвестиционный эффект
По направлению основной хозяйственной деятельности	Институциональный инвестор
	Индивидуальный инвестор

Источник: [1]

Классификация хозяйствующих субъектов

Классификационный признак	Тип предприятия
1. По размеру	Микропредприятие
	Малое предприятие
	Среднее предприятие
	Крупное предприятие
2. По организационно-правовой форме	Индивидуальное предприятия
	Товарищество (полное, коммандитное)
	Общество (акционерное, ООО)
	Производственный кооператив
	Предпринимательский кооператив
	Государственное (муниципальное)
	Арендное предприятие
	Филиал и представительство предприятия
	Объединение предприятий (малых)
3. По видам экономической деятельности	Согласно КЭДМ* выделяют 17 групп по отраслям экономики, которые включают подгруппы по видам экономической деятельности, группированные по отраслевому признаку.
4. По степени участия в производственных циклах	Предприятие отраслей первичного цикла**
	Предприятие отраслей вторичного цикла***
	Предприятие отраслей третичного цикла****
	Предприятие отраслей четвертичного цикла*****
5. По форме собственности	Частное
	Государственное
	Государственно-частное партнерство (ГЧП)
6. По участию иностранного капитала	Совместное
	Предприятие с иностранным капиталом
	Филиал предприятия-нерезидента
	Представительство предприятия-нерезидента
	ТНК (транснациональная корпорация) *****
7. По способам объединения	Концерн
	Промышленный холдинг
	Финансовая группа
	Консорциум
	Кластер
	Виртуальная организация

* КЭДМ – классификатор видов экономической деятельности Республики Молдова

** Отрасли первичного цикла – добыча сырья, в том числе организация сельского, лесного и рыбного хозяйства и т.д.

*** Отрасли вторичного цикла – обрабатывающая промышленность: машиностроение, металлургия автомобилестроение

**** Отрасли третичного цикла – услуги для нормальной жизнедеятельности первых двух отраслей: банки, страховые компании, образовательные учреждения, розничная торговля, турагентства и пр.

***** Отрасли четвертичного цикла – все организации и институты, занимающиеся информационными технологиями; сектор сформировался сравнительно недавно

***** ТНК представляет собой компанию, которая включает головные (материнские) предприятия в стране базирования (материнская страна) и зарубежные филиалы (к числу которых относятся компании, предприятия и имущество), расположенные в принимающих странах

Принципиальная схема структурных составляющих инвестиционного механизма



Источник: доработано автором на базе [40, стр. 95]

Анализ целей инвестиционного механизма Республики Молдова

Объект		Инвестиционная стратегия	Формулировка цели
Инвестиции	Приоритетные для РМ виды инвестиций	2006-2015	1) ↑ Прямые иностранные инвестиции (в частности greenfield инвестиции ³⁰) 2) Трансформация переводов граждан РМ работающих за рубежом в частные инвестиции 3) Интенсификация государственных инвестиций 4) Интенсификация рискованных инвестиций
		2016-2020	1) ↑ Прямые иностранные инвестиции, а именно прямые иностранные инвестиции, направленные на эффективность ³¹ 2) Местные инвестиции
Инвесторы	Инвестиционная политика государства направлена на привлечение следующих категорий инвесторов	2006-2015	1) Иностранный инвестор 2) Институциональный инвестор (инвестиционные, пенсионные фонды, венчурные фонды, банки и страховые компании) 3) Государство
		2016-2020	Иностранный инвестор
Хозяйствующий субъект	Типы хозяйствующих субъектов, активно вовлеченные в инвестиционные процессы	2006-2015	ГЧП (а именно: концессия, совместные предприятия, трастовое управление) – в рамках инвестиций в инфраструктуру
		2016-2020	Необходимо определить типы хозяйствующих субъектов (приложение 14), которые будут являться приоритетными участниками инвестиционных процессов, и определить их место в этом процессе – не определены
Отрасли	Отрасли инвестиций, приоритетные для страны	2006-2015	1) Услуги на экспорт 2) Отрасли с высокой добавленной стоимостью (за счет интеллектуальных ресурсов) 3) Отрасли импортозамещения 4) Инфраструктура (информационные технологии, связь, логистика, банковское кредитование, страхование, инвестиционное посредничество и т.д.)

³⁰ Greenfield инвестиции – размещение капитала за пределами материнской страны инвестора с целью осуществления хозяйственной деятельности с самого начала, то есть процесс инвестирования в проект, который начинается «с нуля» и, в отличие от покупки существующего предприятия, предусматривает создание нового объекта.

³¹ Согласно Национальной стратегии привлечения инвестиций и продвижения экспорта на 2016-2020 гг. принята типология ПИИ описанная в John H. Dunning, 1993. "Multinational enterprises and the global economy". Wokingham, England: Addison-Wesley, а именно: 1) прямые иностранные инвестиции, ориентированные на освоение природных ресурсов; 2) прямые иностранные инвестиции, ориентированные на рынок; 3) прямые иностранные инвестиции, ориентированные на достижение максимальной эффективности.

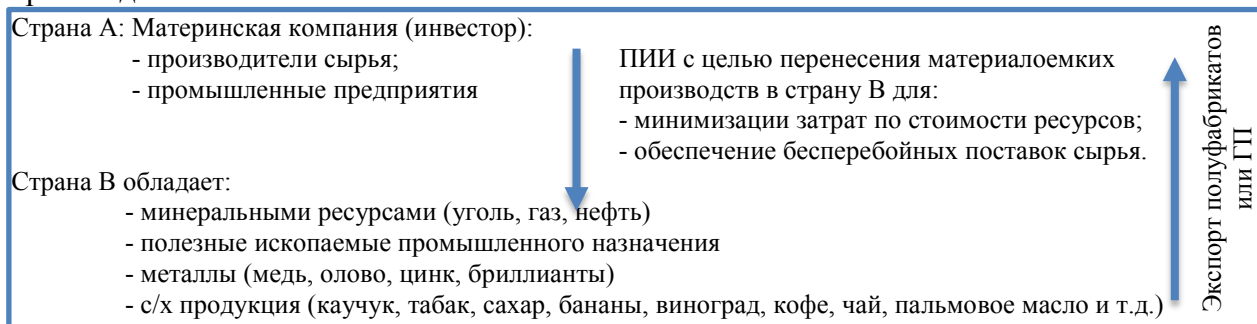
		2016-2020	1) Информация и коммуникации 2) Производство машин и оборудования 3) Административные и вспомогательные услуги 4) Производство приборов и запчастей 5) Производство текстильных изделий, одежды и обуви 6) Электрооборудование 7) Пищевая промышленность и сельское хозяйство
Территория	Стратегические инвестиционные партнеры РМ по процессу привлечения инвестиций и направлениям инвестирования	2006-2015	Страны ЕС и СНГ – РМ рассматривается как место упрощенной диспетчеризации размещения капитала между странами ЕС и СНГ
		2016-2020	По приоритетности: 1) Страны ЕС 2) Страны СНГ 3) Турция – в рамках развития сельскохозяйственного сектора и пищевой промышленности

Источник: составлено автором на базе [114] и [115].

Типология ПИИ по Дж. Даннингу (группа 1 и 2) и по К.Экхольму

Типология ПИИ по Дж. Даннингу

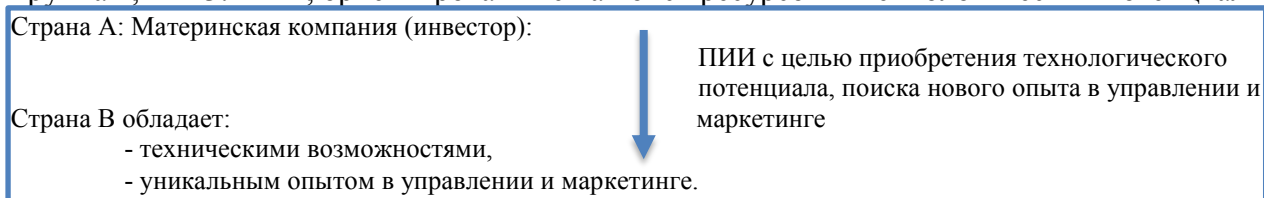
Группа 1, тип 1: ПИИ, ориентированные на поиск ресурсов – экспорт материалоемких производств



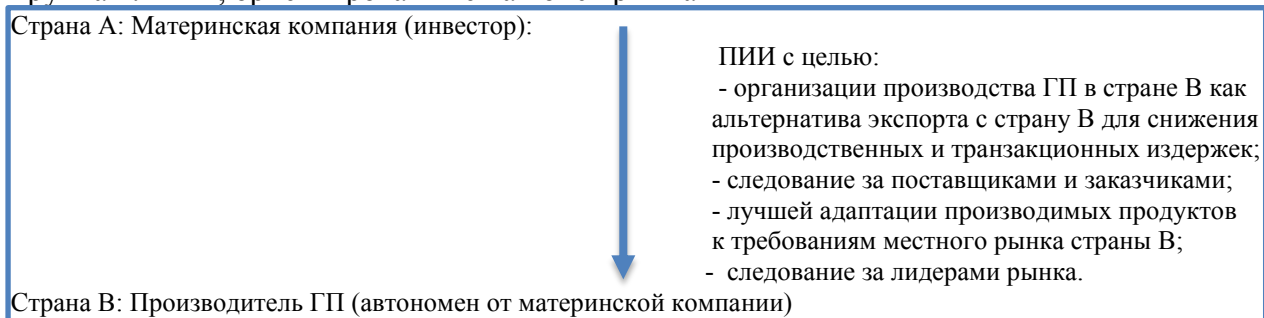
Группа 1, тип 2: ПИИ, ориентированные на поиск ресурсов – экспорт трудоемких производств.



Группа 1, тип 3: ПИИ, ориентированные на поиск ресурсов – технологический потенциал



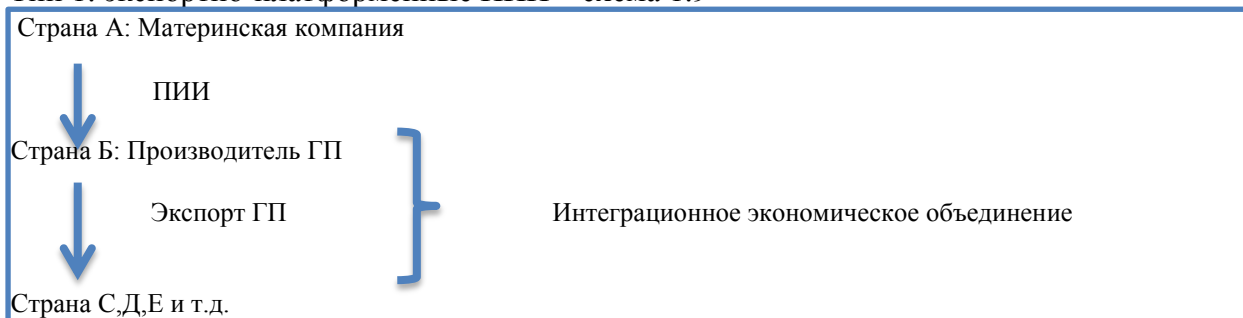
Группа 2: ПИИ, ориентированные на поиск рынка



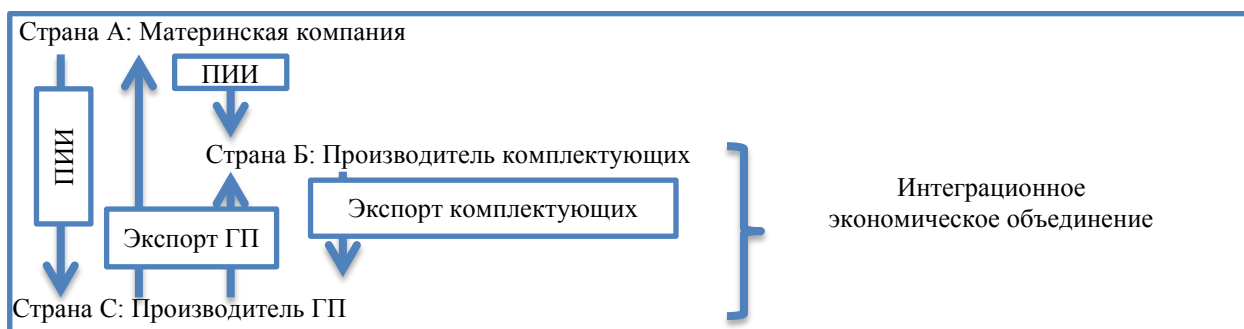
Источник: составлено автором на базе [147]

Типология комплексных ПИИ по К.Экхольму

Тип 1: экспортно-платформенные ПИИ – схема 1.9



Тип 2: комплексно-вертикальные ПИИ



Источник: составлено автором на базе [148].

Мотивы, определяющие осуществление различных видов ПИИ согласно теории OLI и типологии ПИИ Дж. Даннинга

	Преимущества собственности (O)	Преимущества размещения (L)	Преимущества интернационализации (I)	Стратегические цели ПИИ	Виды деятельности
ПИИ, ориентированные на поиск ресурсов	Капитал, технологии, доступ к рынкам, комплементарные активы, размер рынка	Обработка природных ресурсов, транспортная и коммуникационная инфраструктура, налоговые и другие стимулы	Обеспечение стабильного предложения по справедливой цене, контроль рынка	Получение привилегированного доступа к ресурсам по сравнению с конкурентами	а) Нефть, медь, бокситы, какао, рекреационные ресурсы б) Экспортная обработка, трудоемкие производства в) Экспорт услуг
ПИИ, ориентированные на поиск рынка	Капитал, технологии, управленческий опыт, научные исследования и разработки, эффект масштаба	Материальные и трудовые затраты, размер и характеристики рынка, государственная политика (в отношении регулирования и импортного контроля, инвестиционных стимулов и т.д.)	Удовлетворение потребности в снижении транспортных и информационных затрат, возмещение незнаний потребностей покупателя, защита прав собственности	Защита существующих рынков, противодействие поведению конкурентов, устранение конкурентов или потенциальных конкурентов при выходе на новые рынки	Вычислительная техника, фармацевтика, автомобильная промышленность, табачная промышленность, производство продуктов питания, финансовые услуги, авиакомпании
ПИИ, ориентированные на эффективность а) производства б) процессов	Как указано выше, а также доступ на рынки, сокращение затрат за счет расширения ассортимента, географическая диверсификация	а) Специализация и концентрация б) Низкий уровень трудовых затрат, стимулы для местных производителей в принимающей стране, благоприятная инвестиционная среда	а) То же что и для ПИИ, ориентированных на поиск рынка, а также экономия на общем управлении; б) Экономия на вертикальной интеграции и горизонтальной диверсификации	Получение преимуществ от специализации в рамках осуществления процесса региональной или глобальной рационализации	а) Автомобильная промышленность, электрическое оборудование, бизнес-услуги, научные исследования и разработки б) Бытовая электроника, производство одежды и текстильное производство, фармацевтика
Стратегические ПИИ	Любые факторы, перечисленные для первых трех видов ПИИ предусматривающие возможности для синергии существующих активов	Любые факторы, перечисленные для первых трех видов ПИИ, предусматривающие технологические, организационные и другие активы в которых фирма испытывает недостаток	Экономия от общего управления, повышение конкурентных и стратегических преимуществ; снижение или диверсификация рисков	Усиление глобальной инновационной и производственной конкурентоспособности; получение новых рынков и запуск новых производственных линий	Научеёмкие отрасли с высоким уровнем накладных расходов и предлагающие существенную экономию на масштабе, синергию и доступ к рынку

Источник: [147, стр. 104-105]

Интеграционные объединения, в которых состоит Республика Молдова

Интеграционное объединение	Страны, входящие в объединение кроме Молдовы
Углубленная и всеобъемлющая зона свободной торговли со странами ЕС	28 стран ЕС (Австрия, Бельгия, Болгария, Венгрия, Великобритания, Греция, Германия, Дания, Италия, Ирландия, Испания, Республика Кипр, Люксембург, Латвия, Литва, Мальта, Нидерланды, Португалия, Польша, Румыния, Словения, Словакия, Франция, Финляндия, Хорватия, Чехия, Швеция, Эстония)
Ассоциация свободной торговли со странами СНГ	Армения, Азербайджан, Беларусь, Казахстан, Кыргызстан, Россия, Таджикистан, Узбекистан
Ассоциация свободной торговли с Турцией	Турция
Соглашение о свободной торговле в Центральной Европе	Македония, Албания, Сербия, Черногория, Босния и Герцеговина, Косово
Организация за демократию и экономическое развитие	Грузия, Украина, Азербайджан

Источник: [180].

Приложение 20

ПИИ, накопленные в Республике Молдова за период 2009-2015 гг. (по странам)/Наличие соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений между Республикой Молдова и страной инвестора

2009		Наличие соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений по состоянию на 2009 год (+ есть, - нет)	2010		Наличие соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений по состоянию на 2010 год (+ есть, - нет)
Россия	23,50%	+	Россия	22,25%	+
Нидерланды	12,30%	+	Нидерланды	14,25%	+
Франция	8,37%	+	Кипр	8,83%	+
Кипр	7,39%	+	Франция	8,10%	+
Румыния	6,82%	+	Испания	6,80%	+
Испания	6,52%	+	Румыния	6,44%	+
Италия	5,66%	+	Великобритания	4,90%	+
Германия	4,58%	+	Германия	4,76%	+
Великобритания	4,48%	+	Италия	3,92%	+
США	3,56%	+	США	3,45%	+
Лихтенштейн	1,91%	-	Лихтенштейн	1,92%	-
Виргинские острова (Великобритания)	1,83%	-	Виргинские острова (Великобритания)	1,78%	-
Израиль	1,54%	+	Швейцария	1,49%	+
Швейцария	1,28%	+	Австрия	1,32%	+
Турция	1,02%	+	Израиль	1,20%	+
Австрия	1,01%	+	Турция	1,16%	+
Венгрия	0,95%	+	Украина	0,95%	+
Украина	0,92%	+	Греция	0,80%	+
Бразилия	0,84%	-	Венгрия	0,74%	+
Греция	0,78%	+	Австралия	0,55%	-
Китай (+), Болгария (+), Латвия (+), Албания (+), Ирак (+, но не вступило в действие), Чехия (+), Хорватия (+), Беларусь (+), Бельгия (+), Люксембург (+), Словакия (+) ОАЭ (-), Вьетнам (-), Багамские острова (-), Эстония (-), Бермудские острова (-), Иордания (-), Ирландия (-), Канада (-), Гибралтар (-), Дания (-), Либерия (-), Сейшелы (-), Египет (-), Парагвай (-), Ливан (-), Австралия (-), Мавритания (-), Сингапур (-)			Болгария (+), Латвия (+), Беларусь (+), Хорватия (+), Албания (+), Финляндия (+), Чехия (+), Азербайджан (+), Бельгия (+), Люксембург (+), Эстония (+) Сейшелы (-), ОАЭ (-), Сингапур (-), Багамские острова (-), Белиз (-), Вьетнам (-), Гибралтар (-), Бермудские острова (-), Ирландия (-), Иордания (-), Канада (-), Дания (-), Либерия (-), Ливан (-), Панама (-), Египет (-), Парагвай (-), Бангладеш (-), Сан-Марино (-)		

продолжение приложения 20

2011		Наличие соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений по состоянию на 2011 год (+ есть, - нет)	2012		Наличие соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений по состоянию на 2012 год (+ есть, - нет)
Россия	21,59%	+	Россия	22,89%	+
Нидерланды	15,70%	+	Нидерланды	16,07%	+
Кипр	7,90%	+	Франция	7,83%	+
Франция	7,47%	+	Кипр	7,33%	+
Испания	7,32%	+	Испания	7,26%	+
Румыния	6,71%	+	Германия	5,93%	+
Германия	5,32%	+	Румыния	5,25%	+
Италия	4,47%	+	Италия	4,68%	+
Великобритания	3,82%	+	Великобритания	3,42%	+
США	2,61%	+	США	2,62%	+
Лихтенштейн	1,95%	-	Виргинские острова (Великобритания)	2,19%	-
Виргинские острова (Великобритания)	1,90%	-	Лихтенштейн	1,88%	-
Швейцария	1,66%	+	Швейцария	1,47%	+
Израиль	1,44%	+	Израиль	1,38%	+
Австрия	1,26%	+	Украина	1,17%	+
Украина	1,15%	+	Бельгия	0,84%	+
Турция	1,00%	+	Австрия	0,84%	+
Венгрия	0,85%	+	Греция	0,74%	+
Бельгия	0,72%	+	Турция	0,73%	+
Греция	0,62%	+	Венгрия	0,73%	+
Польша (+), Эстония (+), Болгария (+), Хорватия (+), Китай (+), Латвия (+), Албания (+), Финляндия (+), Чехия (+), Словакия (+), Люксембург (+), Австралия (-), ОАЭ (-), Белиз (-), Вьетнам (-), Панама (-), Сингапур (-), Сейшелы (-), Гибралтар (-), Иордания (-), Бермудские острова (-), Канада (-), Ирландия (-), , Дания (-), Либерия (-), Ливан (-), Бангладеш (-), Парагвай (-), Португалия (-), Армения (-), Сан-Марино (-), Египет (-)			Польша (+), Болгария (+), Эстония (+), Латвия (+), Хорватия (+), Китай (+), Литва (+), Албания (+), Финляндия (+), Люксембург (+), Белиз (-), Австралия (-), ОАЭ (-), Панама (-), Канада (-), Ирландия (-), Сингапур (-), Гибралтар (-), Иордания (-), Бермудские острова (-), Вьетнам (-), Дания (-), Либерия (-), Ливан (-), Бангладеш (-), Сейшелы (-), Парагвай (-), Швеция (-), Армения (-), Сан-Марино (-)		

продолжение приложения 20

2013		Наличие соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений по состоянию на 2013 год (+ есть, - нет)	2014		Наличие соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений по состоянию на 2014 год (+ есть, - нет)
Россия	24,02%	+	Россия	25,80%	+
Нидерланды	16,09%	+	Нидерланды	12,87%	+
Франция	7,81%	+	Кипр	8,81%	+
Испания	7,38%	+	Франция	7,75%	+
Германия	6,36%	+	Испания	7,27%	+
Кипр	6,17%	+	Германия	5,87%	+
Румыния	5,28%	+	Румыния	5,64%	+
Италия	5,25%	+	Италия	4,94%	+
Великобритания	3,68%	+	Великобритания	3,54%	+
США	1,81%	+	США	1,73%	+
Виргинские острова (Великобритания)	1,76%	-	Лихтенштейн	1,57%	-
Лихтенштейн	1,69%	-	Украина	1,45%	+
Швейцария	1,65%	+	Швейцария	1,38%	+
Израиль	1,37%	+	Израиль	1,35%	+
Бельгия	1,08%	+	Австрия	1,30%	+
Австрия	1,04%	+	Бельгия	1,03%	+
Турция	0,97%	+	Виргинские острова (Великобритания)	0,87%	-
Белиз	0,88%	-	Турция	0,84%	+
Греция	0,83%	+	Белиз	0,76%	-
Венгрия	0,67%	+	Латвия	0,75%	+
Украина (+), Болгария (+), Эстония (+), Польша (+), Латвия (+), Хорватия (+), Беларусь (+), Китай (+), Литва (+), Албания (+), Финляндия (+), Люксембург (+) ОАЭ (-), Австралия (-), Канада (-), Ирландия (-), Панама (-), Вьетнам (-), Иордания (-), Сингапур (-), Гибралтар (-), Бермудские острова (-), Либерия (-), Ливан (-), Парагвай (-), Дания (-), Бангладеш (-), Португалия (-), Швеция (-), Индия (-), Сирия (-), Армения (-), Сан-Марино (-)			Греция (+), Венгрия (+), Эстония (+), Болгария (+), Польша (+), Хорватия (+), Беларусь (+), Литва (+), Китай (+), Албания (+), Словакия (+), Финляндия (+), Люксембург (+) ОАЭ (-), Ирак (-), Австралия (-), Канада (-), Иордания (-), Ирландия (-), Сингапур (-), Гибралтар (-), Вьетнам (-), Панама (-), Сейшелы (-), Бермудские острова (-), Либерия (-), Парагвай (-), Дания (-), Индия (-), Бангладеш (-), Ливан (-), Сан-Марино (-), Сирия (-)		

2015		Наличие соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений по состоянию на 2015 год (+ есть, - нет)
Россия	28,33%	+
Нидерланды	12,36%	+
Кипр	8,51%	+
Испания	8,05%	+
Франция	7,83%	+
Румыния	5,53%	+
Италия	5,02%	+
Германия	5,01%	+
Великобритания	3,12%	+
США	2,08%	+
Австрия	1,49%	+
Лихтенштейн	1,47%	-
Украина	1,36%	+
Израиль	1,27%	+
Турция	1,14%	+
Швейцария	0,86%	+
Виргинские острова (Великобритания)	0,80%	-
Латвия	0,77%	+
Греция	0,70%	+
Венгрия	0,65%	+
Болгария (+), Эстония (+), Польша (+), Хорватия (+), Литва (+), Китай (+), Беларусь (+), Узбекистан (+), Албания (+), Бельгия (+) Белиз (-), ОАЭ (-), Ирак (-), Канада (-), Иордания (-), Сингапур (-), Ирландия (-), Швеция (-), Австралия (-), Либерия (-), Бермудские острова (-), Ливан (-), Парагвай (-), Бангладеш (-), Дания (-), Сан-Марино (-), Панама (-)		

Источник: составлено автором на базе данных [178] и [179].

Юрисдикции признанные оффшорными, по мнению МВФ и ОЭСР

Страна	МВФ	ОЭСР
1. Аруба (Нидерланды)	+	+
2. Андорра	+	+
3. Ангилья (Великобритания)	+	+
4. Антигуа и Барбуда	+	+
5. Барбадос (Великобритания)	+	-
6. Белиз (Великобритания)	+	+
7. Багамские о-ва (Великобритания)	+	+
8. Бахрейн	+	+
9. Бермуды (Великобритания)	+	+
10. Каймановы о-ва (Великобритания)	+	+
11. Виргинские о-ва (Великобритания)	+	+
12. Острова Кука (Великобритания)	+	+
13. Коста-Рика	+	+
14. Кипр	+	-
15. Доминика	+	+
16. Гибралтар (Великобритания)	+	+
17. Гонконг (Китай)	+	-
18. Гренада (Великобритания)	+	+
19. Остров Мэн (Великобритания)	+	+
20. Гернси (Великобритания)	+	+
21. Джерси (Великобритания)	+	+
22. Ирландия	+	—
23. Ливан	+	-
24. Либерия	-	+
25. Лихтенштейн	+	+
26. Люксембург	+	-
32. Малайзия	+	-
33. Макао (Китай)	+	-
35. Мальта	+	+
36. Монтсеррат (Великобритания)	+	+
37. Маршалловы о-ва	+	+

38. Маврикий	+	+
39. Монако	+	+
40. Науру	+	+
41. Нидерланды (включая Карибские Нидерланды)	+	+
43. Ниуэ (Новая Зеландия, Великобритания)	+	+
44. Палау	+	-
45. Панама	+	+
47. Вануату	+	+
49. Самоа	+	+
50. Сан-Марино	-	+
51. Сейшельские о-ва	+	+
52. Сингапур	+	-
54. Сент-Китс и Невис	+	+
55. Сент-Люсия	+	+
56. Сент-Винсент и Гренадины	+	+
57. Швейцария	+	-
59. Теркс и Кайкос (Великобритания)	+	+

Перечень юрисдикций, не отвечающих международным стандартам прозрачности (принятый в Республике Молдова)

1. Андорра	35. Сейшельские о-ва
2. Ангвилла	36. Туркс и Кайкос о-ва
3. Антигуа и Барбуда	37. Виргинские о-ва
4. Аруба	38. Иран
5. Багамы	39. Кения
6. Бахрейн	40. Либерия
7. Барбадос	41. Макао
8. Белиз	42. Малайзия
9. Бермуда-Даруссалам	43. Мальта
10. Кампионе	44. Маврикий
11. Северный Кипр	45. Микронезия
12. Коста-Рика	46. Монсеррат
13. Джибути	47. Мьянма
14. Доминика	48. Науру
15. Эквадор	49. Нигерия
16. ОАЭ	50. Ниуи
17. Эфиопия	51. Пакистан
18. Филиппины	52. Панама
19. Гибралтар	53. Порто Рико
20. Гренада	54. Корейская Народно-Демократическая Республика
21. Гуама	55. Самоа
22. Гернси	56. Сан-Томе и Принсипи
23. Гаити	57. Св. Китс и Невис
24. Гонконг	58. Св. Лючия
25. Индонезия	59. Сент Винсент
26. Антильские о-ва (голл.)	60. Сингапур
27. Бермуды о-ва	61. Сирия
28. Каймановы о-ва	62. Шри-Ланка
29. Кука о-ва	63. Танжер
30. Джерси о-ва	64. Танзания
31. О-ва Мадейра	65. Уругвай
32. Мэн о-в	66. Вануату
33. Марианские о-ва	67. Вьетнам
34. Маршалловы о-ва	68. Йемен

Источник: [172]

Схема правового обеспечения инвестиционного механизма Республики Молдова



Источник: составлено автором на базе [12].

Структура типового соглашения о поощрении и взаимной защите капиталовложений

1. Правила и условия допуска и осуществления иностранных инвестиций	• Фиксируется суверенное право каждой страны допускать инвестиции на свои территории в соответствии со своим законодательством.
2. Режим для иностранных инвестиций	• Национальный режим (равенство в правовом отношении национальных и иностранных инвесторов) • Режим наибольшего благоприятствования (страна, принимающая иностранные инвестиции, должна предоставить другой стране инвестиционный режим, не менее благоприятный, чем она предоставляет любой третьей стране)
3. Конкретные нормы защиты иностранных инвестиций от возможной экспроприации (национализации)	• Обычно перечисляются причины, по которым может осуществляться экспроприация (например, общественные интересы). Оговаривается, что экспроприация осуществляется в соответствии с законодательством, без дискриминации и с выплатой компенсации. Единой формулы определения суммы компонент нет. Обычно указывается, что его компенсация должна быть быстрой достаточной и эффективной. Ее размер должен соответствовать справедливой рыночной стоимости.
4. Гарантии беспрепятственного перевода за границу платежей в связи с капиталовложениями	• Выделяют три вида основных платежей: 1. репатриация капитала; 2. перевод доходов от инвестиций; 3. текущие платежи, связанные с операционной деятельностью инвестора. • Оговаривается возможность применения законодательства, требующего предоставление сведений о переводе валюты и предусматривающего обложение таких переводов налогом, а также защиту прав кредиторов. • Предусматриваются ограничения в отношении перевода доходов, если страна реципиент испытывает валютные трудности.
5. Порядок урегулирования споров между договаривающимися сторонами.	• Путем переговоров; • В судебном порядке (судебная система реципиента, независимый арбитраж ad hoc, институциональный арбитраж - МЦУИС - ИКСИД, Международная торговая палата, Торговая палата в Стокгольме, Международный суд)

Источник: составлено автором

Метод налоговых освобождений построен на принципе исключения из налоговой базы в стране резидентства определенных видов зарубежных доходов, т.е. передачи прав на их взимание в страну – источник данных доходов

Полное освобождение

	Страна А	Страна В
Для компании М – резидента А	1. Доходы в стране А = X	1. Доходы в стране В = Y
	2. Налог, взимаемый по принципу резидентства в стране А = $X \cdot \text{ставка налога}$, соответствующая доходу X в стране А = C	2. Налог, взимаемые по принципу территориальности в стране В = $Y \cdot \text{ставка налога}$ в стране В = Z
	Совокупные налоговые платежи компании М = C+Z	

Освобождение с прогрессией

	Страна А	Страна В
Для компании М – резидента А	1. Доходы в стране А = X	1. Доходы в стране В = Y
	2. Налог, взимаемый по принципу резидентства в стране А = $X \cdot \text{ставка налога}$, соответствующая совокупному доходу (X+Y) в стране А = C	2. Налог, взимаемые по принципу территориальности в стране В = $Y \cdot \text{ставка налога}$ в стране В = Z
	Совокупные налоговые платежи компании М = C+Z	

Источник: составлено автором на базе [95].

Метод налоговых кредитов гарантирует зачет налоговых платежей, уже уплаченных в зарубежных юрисдикциях – источниках доходов, при расчете суммы совокупных налоговых обязательств по глобальным доходам (подлежащей уплате в стране резидентства налогоплательщика)

Полный налоговый кредит

	Страна А	Страна В
Для компании М – резидента А	1. Доходы в стране А = X	1. Доходы в стране В = Y
	2. Налог, взимаемый по принципу резидентства в стране А = $(X+Y) \cdot \text{ставка налога}$, соответствующая доходу $(X+Y)$ в стране А – $Z = C$	2. Налог, взимаемые по принципу территориальности в стране В = $Y \cdot \text{ставка налога в стране В} = Z$
	Совокупные налоговые платежи компании М = $C+Z$	

Обыкновенный налоговый кредит

	Страна А	Страна В
Для компании М – резидента А	1. Доходы в стране А = X	1. Доходы в стране В = Y
	2. Налог, взимаемый по принципу резидентства в стране А = $(X+Y) \cdot \text{ставка налога}$, соответствующая совокупному доходу $(X+Y)$ в стране А – $Z = C$ где Z не больше L, а $L = Y \cdot \text{ставка налога}$, соответствующая совокупному доходу $(X+Y)$ в стране А	2. Налог, взимаемые по принципу территориальности в стране В = $Y \cdot \text{ставка налога в стране В} = Z$
	Совокупные налоговые платежи компании М = $C+Z$	

Источник: составлено автором на базе [95].

Структура типовой модельной налоговой конвенции ОЭСР

Глава	Статьи	Критерии
1. Область применения налогового соглашения	1. Лица, к которым применяется соглашение	Резиденты договаривающихся государств
	2. Налоги, на которые распространяется соглашение	Подходный налог с физических лиц
		Налог на прибыль корпораций
		Налог на имущество
2. Определения	3. Общие положения	Лицо, компания, предприятие договаривающегося государств, международные перевозки, компетентный орган, бизнес и т.д.
	4. Резидент	Для физ. лиц: - постоянное жилище (правило 183 дней); - центр жизненных интересов; - государство обычного проживания; - гражданство.
		Для юрлиц: место расположения фактических руководящих органов предприятия (штаб - квартира)
	5. Постоянное представительство	Оговариваются обстоятельства образования постоянного представительства. Наличие постоянного представительства означает налогооблагаемое присутствие юридического лица – иностранного резидента на территории страны-источника образования дохода и служит основанием для удержания налогов у источника возникновения доходов постоянного представительства. Далеко не все виды деятельности приводят к образованию постоянного представительства.
3. Налогообложение доходов и капиталов	6. Доходы от недвижимого имущества	Облагаются в стране его местонахождения
	7. Прибыль от предпринимательской деятельности	Прибыль от предпринимательской деятельности облагается в стране резидентства юридического лица, но при этом облагается и прибыль постоянного представительства, полученная им в стране-источнике. Дочерние (ассоциированные) компании являясь резидентами страны своей регистрации, несут полную налоговую ответственность в этой стране. Филиал является постоянными представительствами иностранной компании в принимающей стране. Постоянное представительство не считается юридическим лицом, поскольку не является резидентом страны своего местонахождения. Следовательно, филиал зарубежной компании обладает ограниченной налоговой ответственностью.
	9. Доходы от международных морских и воздушных перевозок	Облагаются в стране, резидентом которой является транспортная компания.
	10. Ассоциированные предприятия	Ограничения на использование трансфертного ценообразования.
	11. Дивиденды.	В стране резидентства получателя (при этом допускаются ограничительные

	12. Проценты	удержания в стране источнике данных доходов)
	13. Роялти	Исключительно в стране резидентства их получателя.
	14. Прирост стоимости капитала (доходы от отчуждения им-ва)	В стране резидентства лица, отчуждающего имущество/ продавца (кроме недвижимости: недвижимость в стране своего местонахождения)
	15. Доходы от работы по найму	По месту (в стране) работы
	16. Тантёмы (вознаграждения членов советов директоров и управляющих)	В стране резидентства компании
	17. Доходы артистов и спортсменов	В стране осуществления профессиональной активности
	18. Пенсии	В стране резидентства пенсионера
	19. Доходы от осуществления государственной службы	В стране – источнике данных доходов
	20. Доходы студентов	В стране резидентства студентов
	21. Прочие доходы	В стране резидентства получателя
	22. Имущество	В стране резидентства владельца имущества (недвижимость в стране своего местонахождения)
4. Методы устранения двойного налогообложения	Рассмотрены по тексту работы	
5. Специальные положения	24. Недопущение налоговой дискриминации	Равный характер налогообложения резидентов обоих государств на территории друг друга
	25. Взаимосогласительная процедура	При возникновении несоответствия фактического налогообложения с положениями соглашения
	26. Обмен информацией	Предполагает обмен информацией относительно налогов, подпадающих под действие соглашения
	27. Помощь в сборе налогов	Сотрудничество в сборе налогов
	28. Дипломатические и консульские привилегии	Предусмотрено действие специальных конвенций для налогообложения дип. представительств.
	29. Территориальная юрисдикция	Уточнение территории, на которую распространяется юрисдикция (иногда исключают СЭЗ)

Источник: составлено автором на базе [95].

Налоговые ставки на дивиденды, проценты и роялти, применяемые согласно договорам об избежании двойного налогообложения между Республикой Молдова и другими странами (всего 48 договоров)

Страна		Дивиденды, %	Проценты, %	Роялти, %
1.	Республика Албания	5(25)/10	5	10
2.	Республика Армения	5(25)/15	10	10
3.	Австрийская Республика	5(25)/15	5	5
4.	Азербайджанская Республика	8 (250 тыс.долл)/15	10	10
5.	Республика Беларусь	15	10	16
6.	Королевство Бельгия	15	15	0
7.	Босния и Герцеговина	5(25)/10	10	10
8.	Республика Болгария	5(25)/15	10	10
9.	Канада	5(25)/15	10	10
10.	Чешская Республика	5(25)/15	5	10
11.	Китайская Республика	5(25)/10	10	10
12.	Республика Кипр	5(25)/10	5	5
13.	Республика Хорватия	5(25)/10	5	10
14.	Греческая Республика	5(25)/15	10	8
15.	Швейцарская Конфедерация	5(25)/15	10	0
16.	Эстонская Республика	10	10	10
17.	Финляндская Республика	5(25)/15	5	3/7
18.	Германия	15	5	0
19.	Ирландия	5(25)/10	5	5
20.	Государство Израиль	5(25)/10	5	5
21.	Япония	15	10	0/10
22.	Республика Казахстан	10(25)/15	10	10
23.	Кыргызская Республика	5(25)/15	10	10
24.	Латвийская Республика	10	10	10
25.	Литовская Республика	10	10	10

26.	Великое Герцогство Люксембург	5(20)/10	5	5
27.	Республика Македония	5(25)/10	5	10
28.	Соединённое Королевство Великобритании и Северной Ирландии	0(50)/5(20)/10	5	5
29.	Черногория	5(25)/15	10	10
30.	Султанат Оман	5	5	10
31.	Республика Польша	5(25)/15	10	10
32.	Португальская Республика	5(25)/10	10	8
33.	Румыния	10	10	10/15
34.	Российская Федерация	10	0	10
35.	Республика Сербия	5(25)/15	10	10
36.	Словения	5(25)/10	5	5
37.	Словакия	5(25)/15	10	10
38.	Королевство Испания	0(50)/5(25)/10	5	8
39.	Республика Таджикистан	5(25)/10	5	10
40.	Турецкая Республика	10(25)/15	10	10
41.	Королевство Нидерландов	5(25)/15	5	2
42.	Украина	5(25)/15	10	10
43.	Венгрия	5(25)/15	10	0
44.	Республика Узбекистан	5(10)/15	10	15
45.	Итальянская Республика	5(25)/15	5	5
46.	Кувейт	5	2	10
47.	Туркменистан	10	10	10
48.	Республика Мальта	5	5	5

Источник: составлено автором на базе данных [172].

Ранжированный (по уровню максимальной предельной налоговой ставки на дивиденды) перечень договоров об избежании двойного налогообложения Республики Молдова

Предельная ставка, %	Страны
0(50)/5(20)/10	Великобритания
0(50)/5(25)/10	Испания
5	Кувейт, Республика Мальта, Султанат Оман
5(10)/15	Республика Узбекистан
5(20)/10	Люксембург
5(25)/10	Босния и Герцеговина, Государство Израиль, Ирландия, Китайская Республика, Португальская Республика, Республика Албания, Республика Кипр, Республика Македония, Республика Таджикистан, Республика Хорватия, Словения
5(25)/15	Австрийская Республика, Венгрия, Греческая Республика, Итальянская Республика, Канада, Королевство Нидерландов, Кыргызская Республика, Республика Армения, Республика Болгария, Республика Польша, Республика Сербия, Словакия, Украина, Финляндская Республика, Черногория, Чешская Республика, Швейцарская Конфедерация
8 (250 тыс.долл)/15	Азербайджанская Республика
10	Латвийская Республика, Литовская Республика, Российская Федерация, Румыния, Туркменистан, Эстонская Республика
10(25)/15	Республика Казахстан, Турецкая Республика
15	Германия, Королевство Бельгия, Республика Беларусь, Япония

Источник: составлено автором на базе данных [167].

Ранжированный (по уровню максимальной предельной налоговой ставки на роялти) перечень договоров об избежании двойного налогообложения Республики Молдова

Предельная ставка, %	Страны
0	Венгрия, Германия, Королевство Бельгия, Швейцарская Конфедерация
0/10	Япония
2	Королевство Нидерландов
3/7	Финляндская Республика
5	Австрийская Республика, Люксембург, Государство Израиль, Ирландия, Итальянская Республика, Республика Кипр, Республика Мальта, Словения, Великобритания
8	Греческая Республика, Королевство Испания, Португальская Республика
10	Республика Албания, Азербайджанская Республика, Босния и Герцеговина, Канада, Китайская Республика, Кувейт, Кыргызская Республика, Латвийская Республика, Литовская Республика, Республика Армения, Республика Болгария, Республика Казахстан, Республика Македония, Республика Польша, Республика Сербия, Республика Таджикистан, Республика Хорватия, Российская Федерация, Словакия, Султанат Оман, Турецкая Республика, Туркменистан, Украина, Черногория, Чешская Республика, Эстонская Республика
10/15	Румыния
15	Республика Узбекистан
16	Республика Беларусь

Источник: составлено автором на базе данных [167].

Доля ПИИ, накопленных в Республике Молдова в 2015 г. (по странам)/Наличие договора об избежании двойного налогообложения между Республикой Молдова и страной инвестора

2015		Наличие договора об избежании двойного налогообложения по состоянию на 2015 год (+ есть, - нет)
Россия	28,33%	+
Нидерланды	12,36%	+
Кипр	8,51%	+
Испания	8,05%	+
Франция	7,83%	-
Румыния	5,53%	+
Италия	5,02%	+
Германия	5,01%	+
Великобритания	3,12%	+
США	2,08%	-
Австрия	1,49%	+
Лихтенштейн	1,47%	-
Украина	1,36%	+
Израиль	1,27%	+
Турция	1,14%	+
Швейцария	0,86%	+
Виргинские острова (Великобритания)	0,80%	-
Латвия	0,77%	+
Греция	0,70%	+
Венгрия	0,65%	+
Болгария (+), Эстония (+), Польша (+), Хорватия (+), Литва (+), Китай (+), Беларусь (+), Узбекистан (+), Албания (+), Бельгия (+), Канада (+), Ирландия (+) Белиз (-), ОАЭ (-), Ирак (-), Иордания (-), Сингапур (-), Швеция (-), Австралия (-), Либерия (-), Бермудские острова (-), Ливан (-), Парагвай (-), Бангладеш (-), Дания (-), Сан-Марино (-), Панама (-)		

Источник: составлено автором на базе данных [178] и [179].

Условия преференциального доступа к рынкам стран-членам ЕС отдельных групп товаров, произведенных в Республике Молдова в рамках Соглашения об ассоциации между Европейским Союзом и Европейским сообществом по атомной энергии и их государствами-членами, и Республикой Молдова

1. Республика Молдова — Импорт → страны-члены ЕС

Освобождены от импортных таможенных пошлин следующие группы (классификация ТН ВЭД) товаров в пределах установленных квот:

070200	– томаты свежие или охлажденные	– 2000 тонн
070320	– лук, чеснок, луковые овощи свежие или охлажденные	– 220 тонн
080610	– виноград свежий, сушеный	– 10000 тонн
080810	– яблоки, груши, айва свежие	– 40000 тонн
080940	– абрикосы, вишня, черешня, персики, сливы, терн	– 10000 тонн
200961	} соки фруктовые, соки овощные, несброженные и не содержащие добавок спирта	} 500 тонн
200969		

Импорт из Молдовы в страны-члены ЕС товаров вышеперечисленных позиций сверх квот облагается по ставке применяемой в рамках РНБ (режима наибольшего благоприятствования).

2. Республика Молдова — Импорт → страны-члены ЕС

Облагаются импортной таможенной пошлиной (по ставке применяемой в рамках РНБ), но исключая адвалорную часть ставки, следующие группы (классификация ТН ВЭД) товаров:

070700 – огурцы
 070991 – артишоки
 070993 – тыква, кабачки, овощи семейства тыквенных
 080510 – апельсины
 080520 – мандарины
 080550 – лимоны
 080830 – груши
 080910 – абрикосы
 080921 – вишня и черешня (кислая)
 080929 – вишня и черешня
 080930 – персики
 220430 - вина виноградные натуральные, включая крепленые; сусло виноградное

Механизм «Против обхода закона», предусмотренный Соглашением об ассоциации между Европейским Союзом и Европейским сообществом по атомной энергии и их государствами-членами, и Республикой Молдова в отношении сельскохозяйственной продукции и переработанной сельскохозяйственной продукции, импортируемой из Республики Молдова на территорию стран-членов ЕС

Условия и алгоритм действий

- 1) Импорт товаров из Республики Молдова в страны-участницы ЕС группы I и II > 70% установленных квот - ЕС информирует Республику Молдова о достигнутых объемах импорта
- 2) Импорт товаров из Республики Молдова в страны-участницы ЕС группы I и II > 80% установленных квот- Республика Молдова предоставляет обоснование увеличения импорта
- 3) Импорт товаров из Республики Молдова в страны-участницы ЕС группы I и II = 100% установленных квот- временно приостанавливается преференциальный режим для товаров, по которым зафиксировано превышение квоты

<u>Группа товаров I</u> - Сельскохозяйственная продукция (квоты)	<u>Группа товаров II</u> - Переработанная сельскохозяйственная продукция (квоты)
Свинина – 4500 тонн Мясо птицы – 600 тонн Молочные продукты – 1700 тонн Яйца куриные – 7000 тонн Яйца без скорлупы (сушеные) – 400 тонн Пшеница – 75000 тонн Ячмень – 70000 тонн Кукуруза – 130000 тонн Сахар – 37400 тонн	Продукты из зерновых культур, спирт этиловый, напитки алкогольные дистиллированные, клей – 2500 тонн Сигареты – 1000 тонн Переработанные молочные продукты (масло сливочное, шоколад и пищевые продукты с содержанием какао) – 500 тонн Переработанный сахар – 4200 тонн Сахарная кукуруза – 1500 тонн

Источник: составлено автором на базе [108].

Условия преференциального доступа к рынку Республики Молдова отдельных групп товаров в рамках Соглашения об ассоциации между Европейским Союзом и Европейским сообществом по атомной энергии и их государствами-членами, и Республикой Молдова (620 товарных позиций по ТН ВЭД)

Код ТН ВЭД		Условия
02. Мясо и пищевые мясные субпродукты	0203	TRQ1 * (4000 тонн)
	0207	TRQ2 * (4000 тонн)
	0206	10-S *
	0210	10-A *
04. Молочная продукция; яйца птиц; мед натуральный; пищевые продукты животного происхождения, в другом месте не поименованные или не включенные	0401	TRQ3 * (1000 тонн)
	0405	
	0402	10-A *
	0406	5-A *, 3-A *
07. Овощи и некоторые съедобные корнеплоды и клубнеплоды	0702	5-A *
	0703	
	0704	
	0706	
	0707	
	0708	
	0709	
08. Съедобные фрукты и орехи; кожура и корки цитрусовых или дынь	0806	10-S *
	0808	
	0809	5A *
	0810	
	0811	
16. Готовые продукты из мяса, рыбы или ракообразных, моллюсков или прочих водных беспозвоночных	1601	TRQ4 * (1700 тонн)
	1602	10-A *, 10-S *
17. Сахар и кондитерские изделия из сахара	1701	TRQ5 * (5400 тонн)
	1702	TRQ6 * (640 тонн)
19. Готовые продукты из зерна злаков, муки, крахмала или молока; мучные кондитерские изделия		3A *, 5A *
20. Продукты переработки овощей, фруктов, орехов или прочих частей растений		3A *, 5A *
22. Алкогольные и безалкогольные напитки и уксус		5A *
25. Соль; сера; земли и камень; штукатурные материалы, известь и цемент		5 *
39. Пластмассы и изделия из них		3 *, 5 *
57. Ковры и прочие текстильные напольные покрытия		5
61. Предметы одежды и принадлежности к одежде трикотажные машинного или ручного вязания		3 *, 5 *
62. Предметы одежды и принадлежности к одежде, кроме трикотажных машинного или ручного вязания		5 *
63. Прочие готовые текстильные изделия; наборы; одежда и текстильные изделия, бывшие в употреблении		5 *
64. Обувь, гетры и аналогичные изделия; их части		5 *
70. Стекло и изделия из него		5 *
94. Мебель; постельные принадлежности; лампы и осветительное оборудование; сборные строительные конструкции		5 *

TRQ1 - 4000 тонн – 16 товарных позиций
 TRQ2 – 4000 тонн - 20 товарных позиций
 TRQ3 – 1000 тонн - 22 товарных позиций
 TRQ4 – 1700 тонн - 16 товарных позиций
 TRQ5 – 5400 тонн - 7 товарных позиций
 TRQ6 – 640 тонн - 17 товарных позиций

При превышении квоты
 применяется импортная
 таможенная пошлина по
 ставке применяемой в
 рамках РНБ

“5” – импортные таможенные пошлины ликвидируются постепенно, уменьшаясь равными долями в 6 этапов начиная с даты вступления в силу соглашения и далее каждый год 1 января в течение 5-и лет. (168 товарных позиций)

“3” - импортные таможенные пошлины ликвидируются постепенно, уменьшаясь равными долями в 4 этапа начиная с даты вступления в силу соглашения и далее каждый год 1 января в течение 3-х лет. (99 товарных позиций)

10-A - импортные таможенные пошлины ликвидируются постепенно, уменьшаясь равными долями в 10 этапов начиная с 1 января года следующего за годом вступления в силу соглашения. (41 товарная позиция)

5-A - импортные таможенные пошлины ликвидируются постепенно, уменьшаясь равными долями в 5 этапов начиная с 1 января года следующего за годом вступления в силу соглашения. (183 товарных позиций)

3-A - импортные таможенные пошлины ликвидируются постепенно, уменьшаясь равными долями в 3 этапа начиная с 1 января года следующего за годом вступления в силу соглашения. (21 товарная позиция)

10-S - импортные таможенные пошлины ликвидируются постепенно, уменьшаясь равными долями в 5 этапов начиная с 1 января пятого года следующего за годом вступления в силу соглашения. (10 товарных позиций).

Перечень трансграничных услуг, разрешенный для оказания экономическими агентами стран-членов ЕС и Республики Молдова на территории другой страны или экономическим агентам другой страны.

Группы трансграничных услуг резидентов стран-членов ЕС (по группам)	Количество позиций согласно СРС ³²	Виды трансграничных услуг резидентов Республики Молдова (по группам)	Количество позиций согласно СРС ³³
1. Коммерческие услуги	82	1. Коммерческие услуги	53
2. Коммуникационные услуги	3	2. Коммуникационные услуги	25
3. Строительные и инжиниринговые услуги	8	3. Строительные и инжиниринговые услуги	8
4. Дистрибьюторские услуги	18	4. Дистрибьюторские услуги	13
5. Услуги в области образования	5	5. Услуги в области образования	5
6. Услуги по охране окружающей среды	8	6. Услуги по охране окружающей среды	8
7. Финансовые услуги	5	7. Финансовые услуги	2
8. Услуги здравоохранения и социальные услуги	3	8. Услуги здравоохранения и социальные услуги	4
9. Туристические услуги	5	9. Туристические услуги	4
10. Развлечения, культура и спорт	5	10. Развлечения, культура и спорт	5
11. Транспортные услуги	10	11. Транспортные услуги	38
12. Вспомогательные и дополнительные транспортные услуги	48	Итого	165
13. Другие транспортные услуги	1		
14. Энергетическое обслуживание	7		
15. Остальные услуги	6		
Итого	214		

Источник: [108]

³² СРС - Классификация основных продуктов, разработанная ООН

³³ СРС - Классификация основных продуктов, разработанная ООН

Приложение 35

Количество услуг по группам услуг, по которым установлен запрет или ограничение для оказания экономическими агентами Республики Молдова на территории стран-членов ЕС и резидентам стран-членов ЕС (по странам-членам ЕС)

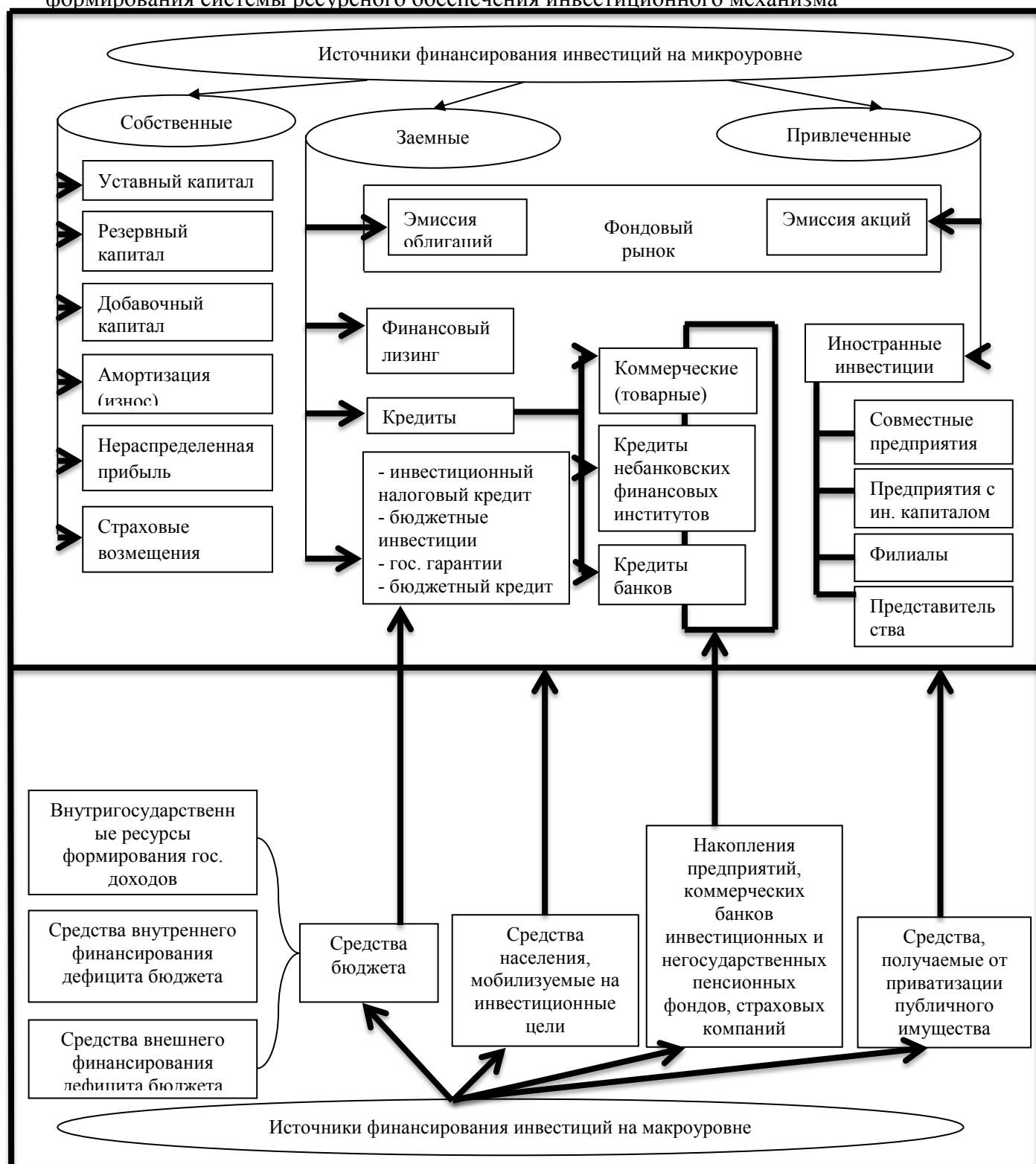
Страна-член ЕС	Коммерческие услуги	Дистрибьюторские услуги	Услуги в области образования	Услуги по охране окружающей среды	Финансовые услуги	Услуги здравоохранения и социальные услуги	Туристические услуги
Австрия	14	4	3	8	3	2	1
Англия	17	2	1	8	3	2	1
Бельгия	19	2	1	8	3	2	1
Болгария	8	7	4	8	3	2	3
Венгрия	20	2	1	6	3	2	2
Германия	20	2	1	8	3	2	1
Греция	19	2	1	8	3	2	1
Дания	16	2	1	8	3	2	1
Ирландия	29	2	1	8	3	2	1
Испания	19	2	1	8	3	2	1
Италия	24	2	1	8	5	1	2
Кипр	28	2	5	8	2	2	2
Латвия	16	1	2	7	3	1	1
Литва	15	1	1	4	3	2	2
Люксембург	16	2	1	8	3	2	1
Мальта	33	3	5	8	2	2	2
Нидерланды	18	2	1	8	3	2	1
Польша	23	5	1	6	4	2	2
Португалия	22	2	1	8	3	2	1
Румыния	31	4	5	3	3	2	1
Словакия	23	3	1	8	3	2	2
Словения	28	1	2	8	3	2	2
Финляндия	18	2	5	4	3	2	0
Франция	20	3	1	8	3	2	1
Хорватия	18	2	2	8	2	0	1
Чехия	21	2	1	8	3	2	2
Швеция	13	1	5	8	3	2	1
Эстония	16	1	1	0	0	2	0
Среднее значение	20	2	2	7	3	2	1

продолжение приложения 35

	Развлечения, культура и спорт	Транспортные услуги	Вспомогательные и дополнительные транспортные услуги	Другие транспортные услуги	Энергетическое обслуживание	Остальные услуги	Итог
Австрия	1	3	10	1	5	5	60
Англия	2	3	7	1	5	5	57
Бельгия	2	3	7	1	5	5	59
Болгария	3	4	11	1	5	5	64
Венгрия	2	4	8	1	4	5	60
Германия	2	3	9	1	5	5	62
Греция	2	3	7	1	5	5	59
Дания	2	3	7	1	5	5	56
Ирландия	2	3	7	1	5	5	69
Испания	2	3	7	1	5	5	59
Италия	2	3	7	1	5	5	66
Кипр	3	4	10	1	5	5	77
Латвия	3	3	7	1	4	5	54
Литва	2	4	10	1	5	5	55
Люксембург	2	3	7	1	5	5	56
Мальта	3	4	10	1	5	5	83
Нидерланды	2	3	7	1	5	5	58
Польша	3	3	9	1	5	5	69
Португалия	2	3	7	1	4	5	61
Румыния	3	4	10	1	5	5	77
Словакия	3	4	10	1	5	5	70
Словения	2	4	10	1	5	5	73
Финляндия	2	4	8	1	5	5	59
Франция	2	3	7	1	5	5	61
Хорватия	3	4	10	1	5	5	61
Чехия	3	4	10	1	5	5	67
Швеция	1	4	10	1	5	5	59
Эстония	3	4	8	1	4	5	45
Среднее значение	2	3	8	1	5	5	63

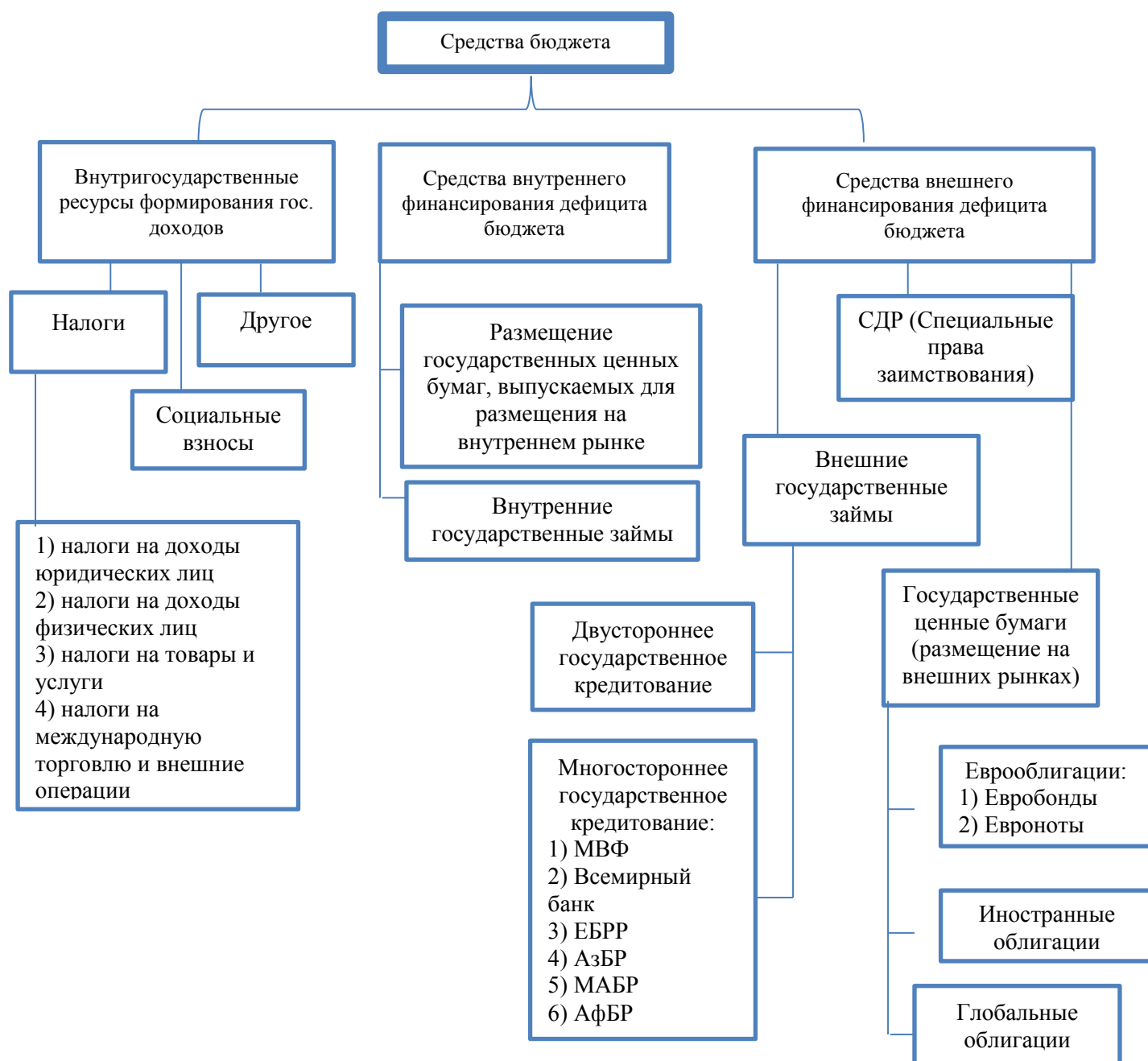
Источник: составлено автором на базе [108].

Система источников финансирования инвестиций на макро - и микроуровне в рамках формирования системы ресурсного обеспечения инвестиционного механизма



Источник: составлено автором на основании [130] и [1].

Источники формирования бюджетных средств для финансирования инвестиций в рамках формирования системы ресурсного обеспечения инвестиционного механизма



Источник: составлено автором с использованием данных [173], [162], [179], [38].

Рыночная фондовая капитализация в региональном масштабе

	МИЛ. ДОЛЛ.												
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Американс кий регион	18 041 638,6	16 450 126,3	14 852 426,1	11 931 253,0	15 657 378,9	18 205 881,4	19 894 499,2	22 652 861,4	24 320 319,8	13 748 910,4	18 933 412,9	22 172 888,1	19788729,9
Азиатско- Тихоокеанский регион	6 712 794,9	4 918 507,8	3 968 482,5	4 437 315,7	6 517 070,7	7 887 639,6	10 018 112,8	12 908 031,8	19 792 021,2	9 959 463,9	16 082 448,9	19 303 389,1	14669542,9
Европа – Африка – Ближний Восток	10 221 267,8	9 598 891,3	7 906 068,0	6 607 816,6	9 442 659,2	11 636 101,0	13 183 660,9	17 451 297,9	20 431 431,4	10 088 759,8	14 945 510,8	15 345 794,1	13725809,9
Всего по биржам Членам Всемирной Федерации Бирж	34 975 701,3	30 967 525,4	26 726 976,6	22 976 385,3	31 617 108,8	37 729 622,1	43 096 272,9	53 012 191,1	64 543 772,5	33 797 134,1	49 961 372,6	56 822 071,3	48184082,7

продолжение приложения 38

МИЛ. ДОЛЛ.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Американский регион	15672135,5	18180434,2	19457672,8	22652861,5	24320319,8	13748910,4	18933413,0	22172888,1	19788729,9	23193460,5	28298538,9	30269000,0	27943103,4
Азиатско-Тихоокеанский регион	6264497,5	7534856,6	9310151,4	11837629,1	17919776,9	9211745,9	14629728,9	17434932,4	14669542,9	16981730,0	18521133,9	21081883,2	23141192,0
Европа – Африка – Ближний Восток	6127418,3	8163058,1	13 183 660,9	12937133,8	15432856,7	7152548,1	10559096,4	11479479,7	12873675,5	13800196,7	16797808,1	15535889,8	11717077,5
Всего по биржам Членам Всемирной Федерации Бирж	28064051,3	33878348,8	38291220,1	47427624,4	57672953,3	30113204,5	44122238,3	56 822 071,3	47331948,4	53975387,1	63617480,9	66886772,9	62801372,9

Источник: рассчитано автором на базе данных [182].

Ротация фондовых бирж по уровню капитализации за период 2003 – 2015 гг.

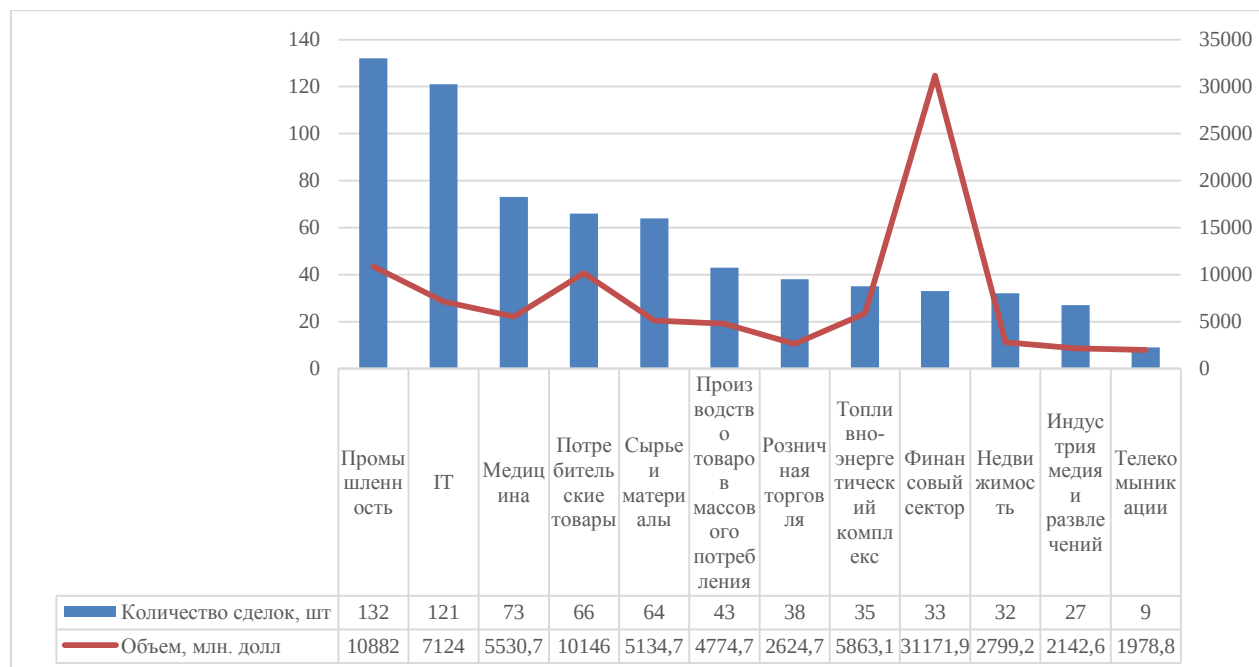
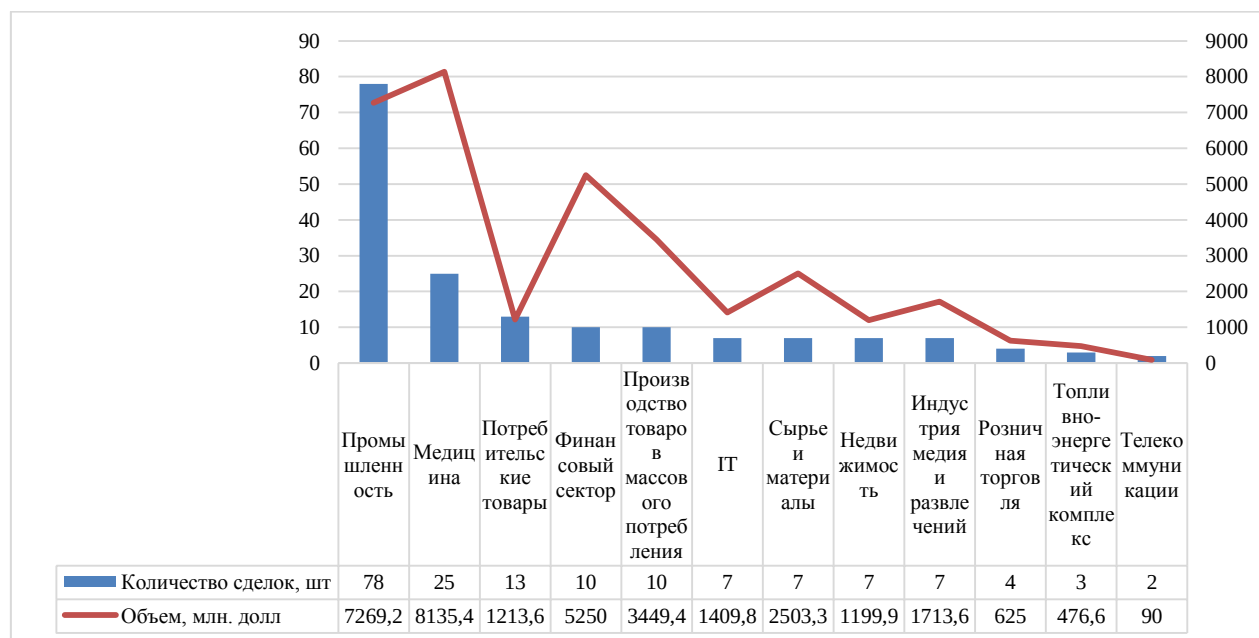
	2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010
NYSE (Американский регион)	11 328 953,1	NYSE (Американский регион)	12 707 578,3	NYSE (Американский регион)	13 310 591,6	NYSE (Американский регион)	15 421 167,9	NYSE (Американский регион)	15 650 832,5	NYSE (Американский регион)	9 208 934,1	NYSE	11 837 793,3	NYSE	13 394 081,8
Japan Exchange Group (Азиатско-Тихоокеанский регион)	2 953 098,3	Japan Exchange Group (Азиатско-Тихоокеанский регион)	3 557 674,4	Japan Exchange Group (Азиатско-Тихоокеанский регион)	4 572 901,0	Japan Exchange Group (Азиатско-Тихоокеанский регион)	4 614 068,8	Japan Exchange Group (Азиатско-Тихоокеанский регион)	4 330 921,9	Japan Exchange Group (Азиатско-Тихоокеанский регион)	3 115 803,7	Japan Exchange Group	3 306 082,0	Nasdaq - US	3 889 369,9
Nasdaq – US (Американский регион)	2 844 192,6	Nasdaq – US (Американский регион)	3 532 912,0	Nasdaq – US (Американский регион)	3 603 984,9	Nasdaq – US (Американский регион)	3 865 003,6	Euronext (Европа)	4 222 679,8	Nasdaq – US (Американский регион)	2 248 976,5	Nasdaq - US	3 239 492,4	Japan Exchange Group	3 827 774,2
Euronext (Европа)	2 076 410,2	Euronext (Европа)	2 441 261,4	Japan Exchange Group – Osaka (Азиатско-Тихоокеанский регион)	2 964 297,7	Euronext (Европа)	3 708 150,1	Nasdaq – US (Американский регион)	4 013 650,3	Euronext (Европа)	2 101 745,9	Euronext	2 869 393,1	Euronext	2 930 072,4
Deutsche Boerse (Европа)	1 079 026,2	Japan Exchange Group – Osaka (Азиатско-Тихоокеанский регион)	2 287 047,8	Euronext (Европа)	2 706 803,5	Hong Kong Exchanges and Clearing (Азиатско-Тихоокеанский регион)	1 714 953,3	Shanghai Stock Exchange (Азиатско-Тихоокеанский регион)	3 694 348,0	Shanghai Stock Exchange (Азиатско-Тихоокеанский регион)	1 425 354,0	Shanghai Stock Exchange	2 704 778,5	Shanghai Stock Exchange	2 716 470,2
TMX Group (Американский регион)	910 230,6	Deutsche Boerse (Европа)	1 194 516,8	TMX Group (Американский регион)	1 482 184,6	TMX Group (Американский регион)	1 700 708,1	Hong Kong Exchanges and Clearing (Азиатско-Тихоокеанский регион)	2 654 416,1	Hong Kong Exchanges and Clearing (Азиатско-Тихоокеанский регион)	1 328 768,5	Hong Kong Exchanges and Clearing	2 305 142,8	Hong Kong Exchanges and Clearing	2 711 316,2
SIX Swiss Exchange (Европа)	727 102,8	TMX Group (Американский регион)	1 177 517,9	Deutsche Boerse (Европа)	1 202 136,3	Deutsche Boerse (Европа)	1 637 609,8	TMX Group (Американский регион)	2 186 550,2	Deutsche Boerse (Европа)	1 110 579,6	TMX Group	1 676 814,2	TMX Group	2 170 432,7
BME Spanish Exchanges (Европа)	726 243,4	BME Spanish Exchanges (Европа)	940 672,9	Hong Kong Exchanges and Clearing (Азиатско-Тихоокеанский регион)	1 054 999,3	BME Spanish Exchanges (Европа)	1 322 915,3	Deutsche Boerse (Европа)	2 105 197,8	TMX Group (Американский регион)	1 033 448,5	BME Spanish Exchanges	1 434 540,5	BSE India Limited	1 631 829,5
Hong Kong Exchanges and Clearing (Азиатско-Тихоокеанский регион)	714 597,3	Hong Kong Exchanges and Clearing (Азиатско-Тихоокеанский регион)	861 462,9	BME Spanish Exchanges (Европа)	959 910,4	SIX Swiss Exchange (Европа)	1 212 534,3	BSE India Limited (Азиатско-Тихоокеанский регион)	1 819 100,5	BME Spanish Exchanges (Европа)	948 352,3	BM&FBOV ESPA	1 337 247,7	National Stock Exchange of India	1 596 625,3

продолжение приложения 39

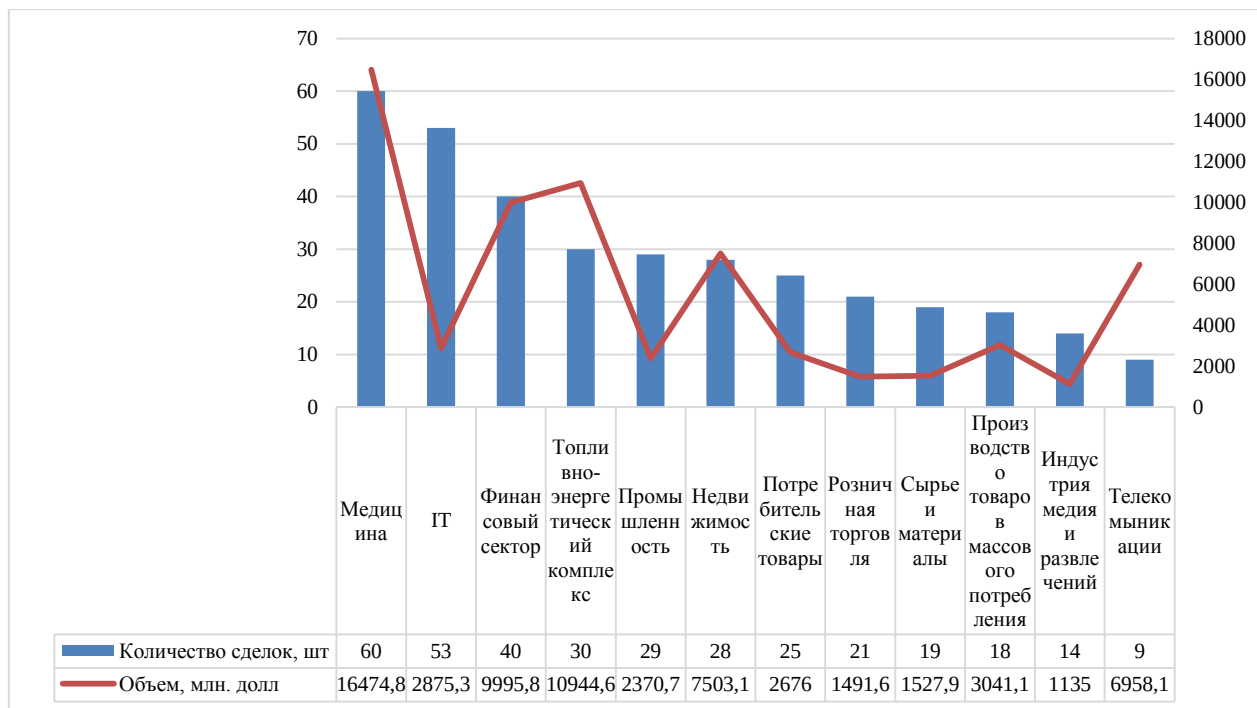
	2011		2012		2013		2014		2015
NYSE	11 795 575,5	NYSE	14 085 944,1	NYSE	17 949 883,8	NYSE	19 351 417,2	NYSE	17 786 787,4
Nasdaq - US	3 845 131,6	Nasdaq - US	4 582 389,1	Nasdaq - US	6 084 969,7	Nasdaq - US	6 979 172,0	Nasdaq - US	7 280 752,2
Japan Exchange Group - Tokyo	3 325 387,8	Japan Exchange Group - Tokyo	3 478 831,5	Japan Exchange Group - Tokyo	4 543 169,1	Japan Exchange Group	4 377 994,4	Japan Exchange Group	4 894 919,1
Euronext	2 446 767,5	Euronext	2 832 188,5	Euronext	3 583 899,7	Shanghai Stock Exchange	3 932 527,7	Shanghai Stock Exchange	4 549 288,0
Shanghai Stock Exchange	2 357 423,3	Hong Kong Exchanges and Clearing	2 831 945,9	Hong Kong Exchanges and Clearing	3 100 777,2	Euronext	3 319 062,2	Shenzhen Stock Exchange	3 638 731,3
Hong Kong Exchanges and Clearing	2 258 035,2	Shanghai Stock Exchange	2 547 203,8	Shanghai Stock Exchange	2 496 989,9	Hong Kong Exchanges and Clearing	3 233 030,6	Euronext	3 305 901,4
TMX Group	1 912 121,9	TMX Group	2 058 838,7	Euronext Paris	2 301 085,2	TMX Group	2 093 696,8	Hong Kong Exchanges and Clearing	3 184 874,2
Euronext Paris	1 553 957,0	Euronext Paris	1 808 188,7	TMX Group	2 113 821,8	Euronext Paris	2 085 895,8	Deutsche Boerse	1 715 800,5
BM&FBOVESPA	1 228 936,2	Deutsche Boerse	1 486 314,8	Deutsche Boerse	1 936 106,3	Shenzhen Stock Exchange	2 072 420,0	TMX Group	1 591 928,6
Australian Securities Exchange	1 198 187,4	Australian Securities Exchange	1 386 874,0	SIX Swiss Exchange	1 540 699,8	Deutsche Boerse	1 738 539,1	SIX Swiss Exchange	1 519 323,5

Источник: рассчитано автором на базе данных [182]

Отраслевые тренды IPO по регионам мира в 2015 году

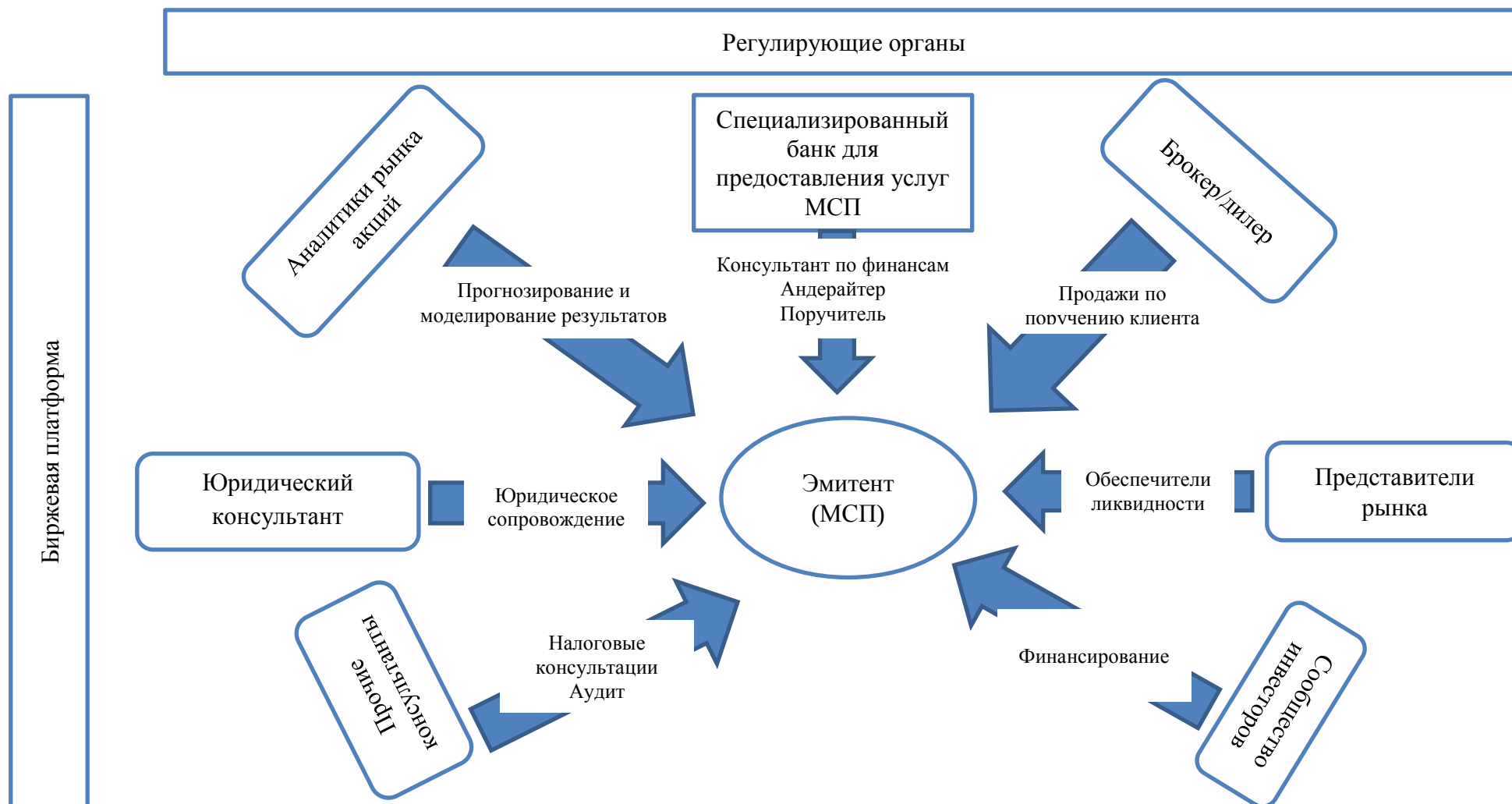
Азиатско-тихоокеанский регион*Американский регион*

Европа – Африка – Ближний Восток



Источник: данные [140]

Принципиальная схема организационной системы размещения акций МСП на фондовом рынке



Источник: [157].

Направления оценки и показатели, оцениваемые при составлении отчета Doing Business

Создание предприятий	Количество процедур
	Стоимость процедур
	Затрачиваемое время
	Размер уставного капитала
Получение разрешений на строительство	Количество процедур
	Срок (в днях)
	Стоимость
Подключение к системе электроснабжения	Количество процедур
	Срок (в днях)
	Стоимость
Регистрация собственности	Количество процедур
	Срок (в днях)
	Стоимость
Получение кредитов	Индекс юридических прав
	Индекс кредитной информации
	Количество человек, находящихся на учете в государственном реестре (% взрослого населения)
	Количество человек, находящихся на учете в частных бюро (% взрослого населения)
Защита инвесторов	Индекс открытости
	Индекс ответственности директора
	Индекс возможности подачи иска акционерами
	Индекс защиты интересов инвесторов
Налогообложение	Количество налоговых выплат
	Время
	Налог на прибыль (% прибыли)
	Налог и выплаты на зарплату (% прибыли)
	Другие налоги (% прибыли)
	Общая налоговая ставка (% прибыли)
Международная торговля	Количество документов для экспорта
	Время на экспорт (в днях)

Динамика притока ПИИ (млн.долл) и значение индекса BRS (индекс BERI) за период 2009-2015 гг. (по странам)

Страна	2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	Приток ПИИ	Индекс BRS	Приток ПИИ	Индекс BRS	Приток ПИИ	Индекс BRS	Приток ПИИ	Индекс BRS	Приток ПИИ	Индекс BRS	Приток ПИИ	Индекс BRS	Приток ПИИ	Индекс BRS
Аргентина	4 017,2	41	11 332,7	41	10 839,9	42	15 323,9	39	9 821,7	38	5 065,3	34	11 759,0	34
Австралия	31 666,9	57	36 443,3	57	58 908,4	56	59 551,6	55	56 303,1	55	40 327,8	57	19 477,3	57
Австрия	9 268,3	67	2 575,5	67	10 615,7	67	3 988,9	66	5 719,9	66	4 579,6	65	3 785,0	65
Бельгия	65 380,9	64	43 230,5	63	78 257,6	63	6 515,5	61	25 124,8	60	- 8 958,1	59	21 244,2	59
Канада	22 699,7	60	28 400,4	61	39 669,3	63	43 111,0	63	69 391,1	63	59 062,5	64	41 512,0	62
Чили	12 945,5	53	17 226,8	55	17 738,7	55	27 046,5	54	19 330,7	54	23 783,8	55	15 865,7	53
Китай	95 000,0	59	114 734,0	60	123 985,0	60	121 080,0	57	123 911,0	58	128 500,0	57	135 610,0	54
Колумбия	8 034,6	39	6 429,9	40	14 647,8	42	15 039,4	41	16 208,7	40	16 163,1	43	11 732,2	43
Египет	6 711,6	44	6 385,6	45	- 483,0	36	6 031,0	32	4 256,0	29	4 612,0	28	6 925,2	29
Франция	30 733,5	59	13 890,1	58	31 641,9	57	16 062,1	55	34 270,3	54	2 669,3	51	46 991,5	49
Германия	23 805,6	67	65 643,0	67	67 513,7	69	28 181,1	68	15 573,2	68	3 954,1	70	33 312,3	68
Греция	2 436,4	40	329,9	38	1 143,1	32	1 739,7	27	2 817,5	27	2 683,3	32	1 140,3	31
Индия	35 633,9	46	27 417,1	46	36 190,5	45	24 195,8	42	28 199,4	40	34 582,1	43	44 064,1	45
Индонезия	4 877,9	41	13 770,6	42	19 241,3	44	19 137,9	43	18 816,7	42	21 810,5	44	16 641,5	42
Иран	2 983,4	41	3 649,0	42	4 276,7	42	4 661,7	36	3 049,9	36	2 105,5	36	2 050,0	37
Ирландия	25 715,3	60	42 804,1	59	23 544,7	56	46 921,9	55	46 624,9	56	37 415,2	56	188 327,3	56
Италия	20 076,6	47	9 178,3	46	34 323,8	44	92,5	42	24 272,6	41	23 223,0	43	19 330,8	44
Казахстан	13 242,5	46	11 550,7	48	13 973,1	51	13 337,0	49	10 321,0	49	8 405,9	51	4 012,1	47
Малайзия	1 453,0	56	9 060,0	58	12 197,6	58	9 238,8	56	12 115,5	55	10 877,3	54	11 121,5	51
Нидерланды	38 751,9	72	- 7 184,5	70	24 155,8	69	25 013,0	68	51 105,3	66	53 307,1	66	68 751,3	65
Перу	6 430,7	40	8 454,6	41	7 341,1	41	11 788,2	41	9 799,7	40	4 441,0	39	8 271,6	37
Португалия	1 611,3	52	2 424,0	50	7 428,2	42	8 858,0	39	2 702,0	36	2 976,3	36	6 932,7	37
Румыния	4 665,4	35	3 041,0	35	2 362,9	34	3 198,5	33	3 601,4	35	3 211,4	35	3 838,9	34
Россия	27 752,3	44	31 668,0	47	36 867,8	50	30 187,7	48	53 397,1	46	29 151,7	41	11 857,8	36
Сингапур	23 821,3	77	55 075,8	78	49 155,8	78	56 236,5	78	64 684,6	77	73 986,7	76	70 579,5	75
Южная Африка	7 502,1	47	3 635,6	46	4 242,9	45	4 558,8	42	8 300,1	41	5 770,6	40	1 729,4	37
Испания	10 406,6	55	39 872,5	54	28 379,2	51	25 696,5	44	37 435,7	42	25 655,0	40	11 910,3	42
Таиланд	5 361,8	44	14 555,0	45	1 370,4	45	9 135,2	44	15 493,0	41	4 809,1	38	5 699,7	35
Турция	8 585,0	38	9 086,0	38	16 142,0	38	13 631,0	42	12 770,5	44	12 457,7	44	17 258,5	42
Украина	4 769,0	38	6 451,0	37	7 207,0	38	8 175,0	35	4 509,0	34	847,0	27	3 050,0	25
Великобритания	89 709,1	57	58 200,3	56	42 200,4	56	55 446,1	53	51 675,8	52	44 820,9	53	33 003,1	54
США	143 604,0	62	198 049,0	61	229 862,0	60	199 034,0	58	201 393,0	58	171 601,0	59	348 402,0	59
Венесуэла	- 983,0	40	1 574,0	39	5 740,0	40	5 973,0	38	2 680,0	35	320,0	30	1 591,0	25

Источник: составлено автором на базе данных [164] и [10].

Ранжирование ежегодного притока прямых иностранных инвестиций (X) и значений индекса BRS (Y) для расчета рангового коэффициента Спирмена

	2009				2010				2011			
	X	d _x	Y	d _y	X	d _x	Y	d _y	X	d _x	Y	d _y
Аргентина	4 017,2	6	41	9	11 332,7	16	41	7.5	10 839,9	12	42	9.5
Австралия	31 666,9	27	57	22.5	36 443,3	25	57	22	58 908,4	29	56	22
Австрия	9 268,3	16	67	30.5	2 575,5	5	67	30.5	10 615,7	11	67	30
Бельгия	65 380,9	30	64	29	43 230,5	28	63	29	78 257,6	31	63	28.5
Канада	22 699,7	21	60	26.5	28 400,4	23	61	27.5	39 669,3	26	63	28.5
Чили	12 945,5	18	53	19	17 226,8	21	55	20	17 738,7	17	55	20
Китай	95 000,0	32	59	24.5	114 734,0	32	60	26	123 985,0	32	60	26.5
Колумбия	8 034,6	14	39	4	6 429,9	10	40	6	14 647,8	15	42	9.5
Египет	6 711,6	12	44	12	6 385,6	9	45	11.5	- 483,0	1	36	3
Франция	30 733,5	26	59	24.5	13 890,1	19	58	23.5	31 641,9	22	57	24
Германия	23 805,6	22	67	30.5	65 643,0	31	67	30.5	67 513,7	30	69	31.5
Греция	2 436,4	4	40	6	329,9	2	38	3.5	1 143,1	2	32	1
Индия	35 633,9	28	46	14.5	27 417,1	22	46	14	36 190,5	24	45	15
Индонезия	4 877,9	9	41	9	13 770,6	18	42	9.5	19 241,3	18	44	12.5
Иран	2 983,4	5	41	9	3 649,0	8	42	9.5	4 276,7	6	42	9.5
Ирландия	25 715,3	24	60	26.5	42 804,1	27	59	25	23 544,7	19	56	22
Италия	20 076,6	20	47	16.5	9 178,3	15	46	14	34 323,8	23	44	12.5
Казахстан	13 242,5	19	46	14.5	11 550,7	17	48	17	13 973,1	14	51	18.5
Малайзия	1 453,0	2	56	21	9 060,0	13	58	23.5	12 197,6	13	58	25
Нидерланды	38 751,9	29	72	32	- 7 184,5	1	70	32	24 155,8	20	69	31.5
Перу	6 430,7	11	40	6	8 454,6	12	41	7.5	7 341,1	9	41	7
Португалия	1 611,3	3	52	18	2 424,0	4	50	18	7 428,2	10	42	9.5
Румыния	4 665,4	7	35	1	3 041,0	6	35	1	2 362,9	4	34	2
Россия	27 752,3	25	44	12	31 668,0	24	47	16	36 867,8	25	50	17
Сингапур	23 821,3	23	77	33	55 075,8	29	78	33	49 155,8	28	78	33
Южная Африка	7 502,1	13	47	16.5	3 635,6	7	46	14	4 242,9	5	45	15
Испания	10 406,6	17	55	20	39 872,5	26	54	19	28 379,2	21	51	18.5
Таиланд	5 361,8	10	44	12	14 555,0	20	45	11.5	1 370,4	3	45	15
Турция	8 585,0	15	38	2.5	9 086,0	14	38	3.5	16 142,0	16	38	4.5
Украина	4 769,0	8	38	2.5	6 451,0	11	37	2	7 207,0	8	38	4.5
Великобритания	89 709,1	31	57	22.5	58 200,3	30	56	21	42 200,4	27	56	22
США	143 604,0	33	62	28	198 049,0	33	61	27.5	229 862,0	33	60	26.5
Венесуэла	- 983,0	1	40	6	1 574,0	3	39	5	5 740,0	7	40	6

	2012				2013				2014				2015			
	X	d _x	Y	d _y	X	d _x	Y	d _y	X	d _x	Y	d _y	X	d _x	Y	d _y
Аргентина	15 323,9	18	39	7.5	9 821,7	11	38	8	5 065,3	14	34	5	11 759,0	15	34	5.5
Австралия	59 551,6	31	55	23	56 303,1	29	55	23.5	40 327,8	27	57	25.5	19 477,3	22	57	26
Австрия	3 988,9	4	66	30	5 719,9	8	66	30.5	4 579,6	11	65	30	3 785,0	6	65	30.5
Бельгия	6 515,5	9	61	28	25 124,8	21	60	28	- 8 958,1	1	59	27.5	21 244,2	23	59	27.5
Канада	43 111,0	27	63	29	69 391,1	31	63	29	59 062,5	30	64	29	41 512,0	26	62	29
Чили	27 046,5	24	54	21	19 330,7	19	54	21.5	23 783,8	22	55	23	15 865,7	18	53	22
Китай	121 080,0	32	57	26	123 911,0	32	58	26.5	128 500,0	32	57	25.5	135 610,0	31	54	23.5
Колумбия	15 039,4	17	41	9.5	16 208,7	17	40	10	16 163,1	19	43	15	11 732,2	14	43	16
Египет	6 031,0	8	32	2	4 256,0	6	29	2	4 612,0	12	28	2	6 925,2	10	29	3
Франция	16 062,1	19	55	23	34 270,3	23	54	21.5	2 669,3	5	51	19.5	46 991,5	28	49	20
Германия	28 181,1	25	68	31.5	15 573,2	16	68	32	3 954,1	9	70	32	33 312,3	25	68	32
Греция	1 739,7	2	27	1	2 817,5	3	27	1	2 683,3	6	32	4	1 140,3	1	31	4
Индия	24 195,8	21	42	12.5	28 199,4	22	40	10	34 582,1	25	43	15	44 064,1	27	45	18
Индонезия	19 137,9	20	43	15	18 816,7	18	42	15.5	21 810,5	20	44	17.5	16 641,5	19	42	14
Иран	4 661,7	6	36	5	3 049,9	4	36	6.5	2 105,5	4	36	7.5	2 050,0	4	37	10.5
Ирландия	46 921,9	28	55	23	46 624,9	25	56	25	37 415,2	26	56	24	188 327,3	32	56	25
Италия	92,5	1	42	12.5	24 272,6	20	41	13	23 223,0	21	43	15	19 330,8	21	44	17
Казахстан	13 337,0	15	49	19	10 321,0	12	49	19	8 405,9	16	51	19.5	4 012,1	8	47	19
Малайзия	9 238,8	13	56	25	12 115,5	13	55	23.5	10 877,3	17	54	22	11 121,5	13	51	21
Нидерланды	25 013,0	22	68	31.5	51 105,3	26	66	30.5	53 307,1	29	66	31	68 751,3	29	65	30.5
Перу	11 788,2	14	41	9.5	9 799,7	10	40	10	4 441,0	10	39	10	8 271,6	12	37	10.5
Португалия	8 858,0	11	39	7.5	2 702,0	2	36	6.5	2 976,3	7	36	7.5	6 932,7	11	37	10.5
Румыния	3 198,5	3	33	3	3 601,4	5	35	4.5	3 211,4	8	35	6	3 838,9	7	34	5.5
Россия	30 187,7	26	48	18	53 397,1	28	46	18	29 151,7	24	41	13	11 857,8	16	36	8
Сингапур	56 236,5	30	78	33	64 684,6	30	77	33	73 986,7	31	76	33	70 579,5	30	75	33
Южная Африка	4 558,8	5	42	12.5	8 300,1	9	41	13	5 770,6	15	40	11.5	1 729,4	3	37	10.5
Испания	25 696,5	23	44	16.5	37 435,7	24	42	15.5	25 655,0	23	40	11.5	11 910,3	17	42	14
Таиланд	9 135,2	12	44	16.5	15 493,0	15	41	13	4 809,1	13	38	9	5 699,7	9	35	7
Турция	13 631,0	16	42	12.5	12 770,5	14	44	17	12 457,7	18	44	17.5	17 258,5	20	42	14
Украина	8 175,0	10	35	4	4 509,0	7	34	3	847,0	3	27	1	3 050,0	5	25	1.5
Великобритания	55 446,1	29	53	20	51 675,8	27	52	20	44 820,9	28	53	21	33 003,1	24	54	23.5
США	199 034,0	33	58	27	201 393,0	33	58	26.5	171 601,0	33	59	27.5	348 402,0	33	59	27.5
Венесуэла	5 973,0	7	38	6	2 680,0	1	35	4.5	320,0	2	30	3	1 591,0	2	25	1.5

Источник: расчет автора на базе данных [164] и [10].

Расчет коэффициента Спирмена за период 2009-2015 гг.

Страна	2009			2010			2011			2012		
	d_x	d_y	$(d_x - d_y)^2$	d_x	d_y	$(d_x - d_y)^2$	d_x	d_y	$(d_x - d_y)^2$	d_x	d_y	$(d_x - d_y)^2$
Аргентина	6	9	9	16	7.5	72.25	12	9.5	6.25	18	7.5	110.25
Австралия	27	22.5	20.25	25	22	9	29	22	49	31	23	64
Австрия	16	30.5	210.25	5	30.5	650.25	11	30	361	4	30	676
Бельгия	30	29	1	28	29	1	31	28.5	6.25	9	28	361
Канада	21	26.5	30.25	23	27.5	20.25	26	28.5	6.25	27	29	4
Чили	18	19	1	21	20	1	17	20	9	24	21	9
Китай	32	24.5	56.25	32	26	36	32	26.5	30.25	32	26	36
Колумбия	14	4	100	10	6	16	15	9.5	30.25	17	9.5	56.25
Египет	12	12	0	9	11.5	6.25	1	3	4	8	2	36
Франция	26	24.5	2.25	19	23.5	20.25	22	24	4	19	23	16
Германия	22	30.5	72.25	31	30.5	0.25	30	31.5	2.25	25	31.5	42.25
Греция	4	6	4	2	3.5	2.25	2	1	1	2	1	1
Индия	28	14.5	182.25	22	14	64	24	15	81	21	12.5	72.25
Индонезия	9	9	0	18	9.5	72.25	18	12.5	30.25	20	15	25
Иран	5	9	16	8	9.5	2.25	6	9.5	12.25	6	5	1
Ирландия	24	26.5	6.25	27	25	4	19	22	9	28	23	25
Италия	20	16.5	12.25	15	14	1	23	12.5	110.25	1	12.5	132.25
Казахстан	19	14.5	20.25	17	17	0	14	18.5	20.25	15	19	16
Малайзия	2	21	361	13	23.5	110.25	13	25	144	13	25	144
Нидерланды	29	32	9	1	32	961	20	31.5	132.25	22	31.5	90.25
Перу	11	6	25	12	7.5	20.25	9	7	4	14	9.5	20.25
Португалия	3	18	225	4	18	196	10	9.5	0.25	11	7.5	12.25
Румыния	7	1	36	6	1	25	4	2	4	3	3	0
Россия	25	12	169	24	16	64	25	17	64	26	18	64
Сингапур	23	33	100	29	33	16	28	33	25	30	33	9
Южная Африка	13	16.5	12.25	7	14	49	5	15	100	5	12.5	56.25
Испания	17	20	9	26	19	49	21	18.5	6.25	23	16.5	42.25
Таиланд	10	12	4	20	11.5	72.25	3	15	144	12	16.5	20.25
Турция	15	2.5	156.25	14	3.5	110.25	16	4.5	132.25	16	12.5	12.25
Украина	8	2.5	30.25	11	2	81	8	4.5	12.25	10	4	36
Великобритания	31	22.5	72.25	30	21	81	27	22	25	29	20	81
США	33	28	25	33	27.5	30.25	33	26.5	42.25	33	27	36
Венесуэла	1	6	25	3	5	4	7	6	1	7	6	1
$\sum d^2$	2002.5			2847.5			1609			2308		
r	0,665 – связь умеренная, прямая			0,524 – связь умеренная, прямая			0,731 – связь сильная, прямая			0,614 – связь умеренная, прямая		
$T_{кр}$	0,27 < r – значение r значимо			0,31 < r – значение r значимо			0,25 < r – значение r значимо			0,29 < r – значение r значимо		

Страна	2013			2014			2015		
	d_x	d_y	$(d_x - d_y)^2$	d_x	d_y	$(d_x - d_y)^2$	d_x	d_y	$(d_x - d_y)^2$
Аргентина	11	8	9	14	5	81	15	5.5	90.25
Австралия	29	23.5	30.25	27	25.5	2.25	22	26	16
Австрия	8	30.5	506.25	11	30	361	6	30.5	600.25
Бельгия	21	28	49	1	27.5	702.25	23	27.5	20.25
Канада	31	29	4	30	29	1	26	29	9
Чили	19	21.5	6.25	22	23	1	18	22	16
Китай	32	26.5	30.25	32	25.5	42.25	31	23.5	56.25
Колумбия	17	10	49	19	15	16	14	16	4
Египет	6	2	16	12	2	100	10	3	49
Франция	23	21.5	2.25	5	19.5	210.25	28	20	64
Германия	16	32	256	9	32	529	25	32	49
Греция	3	1	4	6	4	4	1	4	9
Индия	22	10	144	25	15	100	27	18	81
Индонезия	18	15.5	6.25	20	17.5	6.25	19	14	25
Иран	4	6.5	6.25	4	7.5	12.25	4	10.5	42.25
Ирландия	25	25	0	26	24	4	32	25	49
Италия	20	13	49	21	15	36	21	17	16
Казахстан	12	19	49	16	19.5	12.25	8	19	121
Малайзия	13	23.5	110.25	17	22	25	13	21	64
Нидерланды	26	30.5	20.25	29	31	4	29	30.5	2.25
Перу	10	10	0	10	10	0	12	10.5	2.25
Португалия	2	6.5	20.25	7	7.5	0.25	11	10.5	0.25
Румыния	5	4.5	0.25	8	6	4	7	5.5	2.25
Россия	28	18	100	24	13	121	16	8	64
Сингапур	30	33	9	31	33	4	30	33	9
Южная Африка	9	13	16	15	11.5	12.25	3	10.5	56.25
Испания	24	15.5	72.25	23	11.5	132.25	17	14	9
Таиланд	15	13	4	13	9	16	9	7	4
Турция	14	17	9	18	17.5	0.25	20	14	36
Украина	7	3	16	3	1	4	5	1.5	12.25
Великобритания	27	20	49	28	21	49	24	23.5	0.25
США	33	26.5	42.25	33	27.5	30.25	33	27.5	30.25
Венесуэла	1	4.5	12.25	2	3	1	2	1.5	0.25
$\sum d^2$	1697.5			2624			1609.5		
r	0,716– связь сильная, прямая			0,561 - связь умеренная, прямая			0,731– связь сильная, прямая		
$T_{кр}$	0,25<r – значение r значимо			0,3 <r – значение r значимо			0,25<r – значение r значимо		

Источник: рассчитано автором на основании данных [164] и [10] и методики расчета коэффициента Спирмена.

Текущие и прогнозные показатели рисков инвестирования в Республику Молдова и другие страны мира по методике BERI (индекс BRS)

	Текущий момент (15.03.2016)	Прогноз на год	Прогноз на 5 лет	POR
1. Сингапур	75	74	73	1A
2. Германия	68	67	69	1B
3. Австрия	65	65	65	1B
4. Нидерланды	65	65	64	1B
5. Китай	62	63	64	1C
6. Бельгия	59	60	58	1C
7. США	59	61	64	1C
8. Австралия	57	58	60	1C
9. Ирландия	56	58	61	1C
10. Китай	54	55	59	2C
11. Великобритания	54	56	57	2C
12. Чили	53	53	56	2B
13. Малайзия	51	52	56	2B
14. Франция	49	49	54	2C
15. Казахстан	47	47	51	2B
16. Индия	45	47	50	2C
17. Италия	44	45	49	3A
18. Колумбия	43	46	49	3A
19. Индонезия	42	44	49	3A
20. Испания	42	44	47	3A
21. Турция	42	43	46	3A
22. Иран	37	39	43	3B
23. Молдова	37	37	40	3B
24. Перу	37	39	42	3B
25. Португалия	37	40	44	3B
26. Южная Африка	37	39	43	3B
27. Россия	36	38	43	3B
28. Таиланд	35	37	43	3B
29. Аргентина	34	36	42	4A
30. Румыния	34	35	40	4A
31. Греция	31	32	38	4A
32. Египет	29	32	38	4A
33. Украина	25	28	35	4A
34. Венесуэла	25	27	35	4A

Источник: [10].

Программный код для расчета индикатора вертикальной специализации VS для Республики Молдова за период 2010-2014

```

from openpyxl import load_workbook, Workbook
import numpy as np
from numpy.linalg import inv

SIZE = 43

def get_column_letter(index):
    if index < 26:
        return chr(ord('A') + index)
    else:
        return 'A' + chr(ord('A') + index - 26)

def import_matrix(wb, sheet_name, start_row, start_col, num_rows, num_cols):
    ws = wb.get_sheet_by_name(sheet_name)
    matrix = []
    for row in range(start_row, start_row + num_rows):
        new_row = []
        for col in range(start_col, start_col + num_cols):
            val = ws[get_column_letter(col)+str(row)].value
            if val is None:
                new_row.append(0.0)
            else:
                try:
                    new_row.append(float(val))
                except:
                    print("Error importing value at {}-{}".format(row, col))
        matrix.append(new_row)
    return matrix

def export_matrix(wb, sheet_name, matrix):
    ws = wb.create_sheet(sheet_name)
    if len(matrix.shape) == 1:
        rows = 1
        columns = matrix.shape[0]
    else:
        rows = matrix.shape[0]
        columns = matrix.shape[1]
    for i in range(rows):
        for j in range(columns):
            if len(matrix.shape) == 1:
                val = matrix[j]
            else:
                val = matrix[i,j]
            ws[get_column_letter(j) + str(1+i)] = val

def calculate_stats(year, out_wb):
    wb = load_workbook("{} .xlsx".format(year))

```



```

def calculate_stats(year, out_wb):

    wb = load_workbook("{}.xlsx".format(year))

    Z = np.array(import_matrix(wb, "Матрица ", 2, 1, SIZE, SIZE))
    X = np.array(import_matrix(wb, "Выпуск", 2, 1, SIZE, 1))
    IMP = np.array(import_matrix(wb, "Промежуточный импорт", 2, 1, 1,
SIZE)).transpose()
    EXP = np.array(import_matrix(wb, "Экспорт", 1, 1, SIZE, 1))

    I = np.eye(SIZE)

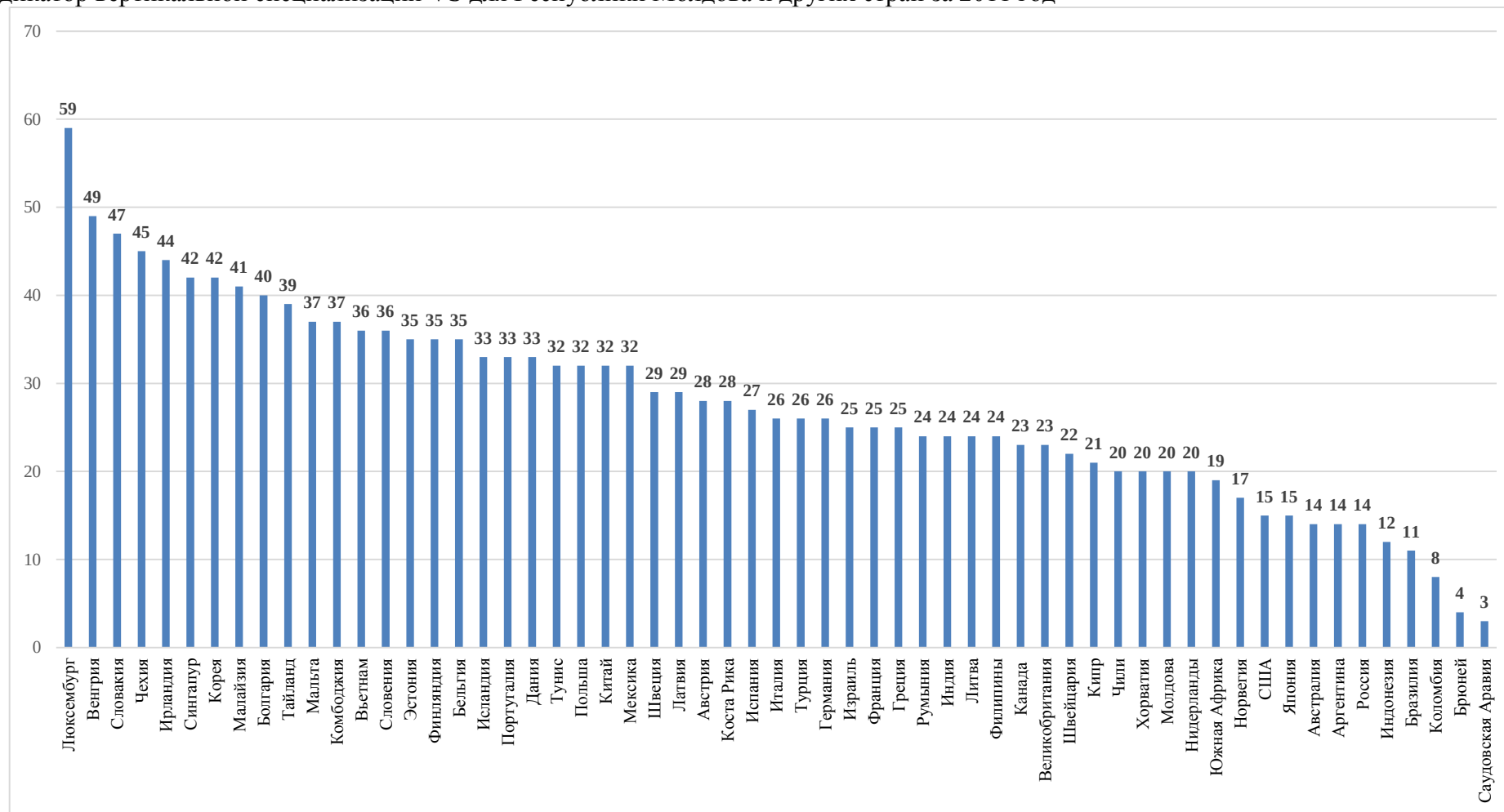
    A = Z / X.transpose()
    export_matrix(out_wb, "{}-A".format(year), A)
    MC = (IMP / X).transpose()
    export_matrix(out_wb, "{}-MC".format(year), MC)
    DIV = np.matmul(np.ones(SIZE), EXP)
    VS = np.matmul(MC, np.matmul(inv(I - A), EXP)) / DIV
    print("VS({}) = ".format(year), VS)

out_wb = Workbook()
for year in [2010, 2011, 2012, 2013, 2014]:
    calculate_stats(year, out_wb)

```

Источник: написано автором на языке программирования Python

Индикатор вертикальной специализации VS для Республики Молдова и других стран за 2011 год



Источник: данные [181] и расчет автора для Республики Молдова

Индикатор вертикальной специализации VS по видам экономической деятельности для Республики Молдова за период 2010-2014, %

2010		2011		2012		2013		2014	
Горнодобывающая промышленность	82,2	Горнодобывающая промышленность	82,27	Горнодобывающая промышленность	71,55	Горнодобывающая промышленность	68,57	Горнодобывающая промышленность	69,21
Производство резиновых и пластмассовых изделий	61,02	Производство резиновых и пластмассовых изделий	61,72	Производство резиновых и пластмассовых изделий	61,86	Производство резиновых и пластмассовых изделий	60,14	Производство резиновых и пластмассовых изделий	59,41
Производство текстильных изделий	56,5	Металлургическая промышленность	56,56	Металлургическая промышленность	56,58	Металлургическая промышленность	54,97	Производство текстильных изделий	58,12
Металлургическая промышленность	54,31	Производство текстильных изделий	54,43	Производство текстильных изделий	54,04	Производство древесины и деревянных изделий	54,33	Металлургическая промышленность	53,58
Производство древесины и деревянных изделий	51,29	Производство древесины и деревянных изделий	49,17	Производство древесины и деревянных изделий	49,22	Производство текстильных изделий	52,97	Производство древесины и деревянных изделий	52,97
Производство бумаги и картона	48,28	Производство бумаги и картона	47,45	Производство бумаги и картона	47,82	Производство бумаги и картона	42,32	Издательское дело, типографское дело, воспроизведение информационных материалов	35,92
Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	38,42	Производство электрических машин и оборудования	39,24	Производство электрических машин и оборудования	38,37	Издательское дело, типографское дело, воспроизведение информационных материалов	36,21	Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	35,4
Производство электрических машин и оборудования	36,97	Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	38,36	Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	37,38	Производство прочих неметаллических минеральных продуктов	36,11	Электро- и теплоэнергия, газ и водоснабжение	34,93
Издательское дело, типографское дело, воспроизведение информационных	35,46	Издательское дело, типографское дело, воспроизведение информационных	36,12	Издательское дело, типографское дело, воспроизведение информационных	36,63	Производство электрических машин и оборудования	35,69	Производство готовых металлических изделий	33,73

материалов		материалов		материалов					
Производство готовых металлических изделий	35,37	Электро- и теплоэнергия, газ и водоснабжение	35,78	Производство готовых металлических изделий	34,87	Электро- и теплоэнергия, газ и водоснабжение	35,04	Производство электрических машин и оборудования	33,53
Электро- и теплоэнергия, газ и водоснабжение	34,62	Производство готовых металлических изделий	35,37	Электро- и теплоэнергия, газ и водоснабжение	33,03	Производство готовых металлических изделий	34,99	Строительство	28,59
Строительство	30,98	Строительство	31,12	Строительство	30,23	Строительство	29,38	Производство машин и оборудования	23,05
Производство машин и оборудования	24,29	Производство машин и оборудования	25,71	Производство машин и оборудования	25,54	Производство машин и оборудования	25,85	Производство одежды: выделка и крашение меха	22,95
Производство одежды: выделка и крашение меха	23,78	Производство одежды: выделка и крашение меха	23,34	Производство одежды: выделка и крашение меха	21,53	Производство одежды: выделка и крашение меха	20,81	Производство бумаги и картона	19,73
Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	22,54	Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	21,62	Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	20,17	Автомобильная промышленность и производство прочего транспортного оборудования	20,35	Транспорт и вспомогательная транспортная деятельность	18,55
Транспорт и вспомогательная транспортная деятельность	19,75	Производство медицинских приборов, прецизионных и оптических инструментов	20,88	Автомобильная промышленность и производство прочего транспортного оборудования	19,51	Транспорт и вспомогательная транспортная деятельность	20,02	Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	18,52
Производство медицинских приборов, прецизионных и оптических инструментов, наручных и прочих часов	19,56	Транспорт и вспомогательная транспортная деятельность	18,49	Транспорт и вспомогательная транспортная деятельность	18,89	Производство кожи, изделий из кожи и производство обуви	19,94	Производство мебели и прочее промышленное производство	17,79
Производство мебели и прочее промышленное производство	17,52	Производство мебели и прочее промышленное	17,62	Производство мебели и прочее промышленное производство	17,17	Производство мебели и прочее промышленное	18,29	Производство медицинских приборов, прецизионных и	14,52

		производство				производство		оптических инструментов	
Гостиницы и рестораны	14,68	Автомобильная промышленность и производство прочего транспортного оборудования	17,01	Производство медицинских приборов, прецизионных и оптических инструментов	15,99	Производство медицинских приборов, прецизионных и оптических инструментов	16,94	Гостиницы и рестораны	14,43
Вычислительная техника и связанная с ней деятельность	14,53	Гостиницы и рестораны	13,57	Гостиницы и рестораны	14,55	Гостиницы и рестораны	14,61	Вычислительная техника и связанная с ней деятельность	13,86
Деятельность в областях организации отдыха и развлечений, культуры и спорта	13,54	Деятельность в областях организации отдыха и развлечений, культуры и спорта	13,39	Вычислительная техника и связанная с ней деятельность	13,32	Вычислительная техника и связанная с ней деятельность	14,42	Автомобильная промышленность и производство прочего транспортного оборудования	13,55
Финансовое посредничество	12,96	Вычислительная техника и связанная с ней деятельность	12,42	Деятельность в областях организации отдыха и развлечений, культуры и спорта	13,28	Деятельность в областях организации отдыха и развлечений, культуры и спорта	13,23	Деятельность в областях организации отдыха и развлечений, культуры и спорта	13,05
Предоставление индивидуальных услуг	11,99	Производство пищевых продуктов и напитков	12,25	Производство пищевых продуктов и напитков	12,13	Предоставление индивидуальных услуг	12,11	Производство пищевых продуктов и напитков	12,06
Автомобильная промышленность и производство прочего транспортного оборудования	11,92	Предоставление прочих видов услуг в основном предприятиям	11,25	Предоставление прочих видов услуг в основном предприятиям	11,66	Предоставление прочих видов услуг в основном предприятиям	11,83	Предоставление индивидуальных услуг	11,9
Производство пищевых продуктов и напитков	11,68	Сельское хозяйство, охота и лесоводство	8,83	Производство кокса, перегонка нефти химическая промышленность	9,72	Производство пищевых продуктов и напитков	11,21	Предоставление прочих видов услуг в основном предприятиям	11,51
Предоставление прочих видов услуг в основном предприятиям	11,64	Почта и связь	8,33	Почта и связь	8,84	Почта и связь	9,51	Почта и связь	9,57
Сельское хозяйство,	9,07	Финансовое	7,96	Сельское хозяйство,	8,72	Финансовое	9,14	Финансовое	9,05

охота и лесоводство		посредничество		охота и лесоводство		посредничество		посредничество	
Почта и связь	9,07	Производство кокса, перегонка нефти и химическая промышленность	7,4	Финансовое посредничество	8,61	Производство кокса, перегонка нефтехимическая промышленность	8,98	Производство кокса, перегонка нефтехимическая промышленность	8,95
Производство табачных изделий	8,28	Производство табачных изделий	5,76	Производство табачных изделий	5,69	Сельское хозяйство, охота и лесоводство	7,93	Сельское хозяйство, охота и лесоводство	7,76
Производство кокса, перегонка нефтехимическая промышленность	7,09	Производство оборудования и аппаратуры для радио, телевидения и связи	4,28	Производство оборудования и аппаратуры для радио, телевидения и связи	4,78	Производство оборудования и аппаратуры для радио, телевидения и связи	6,05	Производство оборудования и аппаратуры для радио, телевидения и связи	5,82
Производство оборудования и аппаратуры для радио, телевидения и связи	4,28	Производство канцелярского оборудования и вычислительной техники	4,11	Производство канцелярского оборудования и вычислительной техники	3,87	Производство канцелярского оборудования и вычислительной техники	3,69	Производство канцелярского оборудования и вычислительной техники	4,03
Производство канцелярского оборудования и вычислительной техники	4,23	Рыболовство, рыбоводство		Рыболовство, рыбоводство		Производство табачных изделий	3,55	Производство табачных изделий	4,02

Источник: расчет автора с использованием программного кода (приложение 46)

Программный код для расчета индикатора вертикальной специализации VS1 для Республики Молдова за 2011 год

```
from openpyxl import load_workbook, Workbook
import numpy as np
import os
from numpy.linalg import inv

SIZE = 33

def get_column_letter(index):
    if index < 26:
        return chr(ord('A') + index)
    else:
        return 'A' + chr(ord('A') + index - 26)

def import_matrix(wb, sheet_name, start_row, start_col, num_rows, num_cols):
    ws = wb.get_sheet_by_name(sheet_name)
    matrix = []
    for row in range(start_row, start_row + num_rows):
        new_row = []
        for col in range(start_col, start_col + num_cols):
            val = ws[get_column_letter(col)+str(row)].value
            if val is None:
                new_row.append(0.0)
            else:
                try:
                    new_row.append(float(val))
                except:
                    print("Error importing value at {}-{}".format(row, col))
        matrix.append(new_row)
    return matrix
```

```

def export_matrix(wb, sheet_name, matrix):
    ws = wb.create_sheet(sheet_name)
    if len(matrix.shape) == 1:
        columns = 1
        rows = matrix.shape[0]
    else:
        rows = matrix.shape[0]
        columns = matrix.shape[1]
    for i in range(rows):
        for j in range(columns):
            if len(matrix.shape) == 1:
                val = matrix[j]
            else:
                val = matrix[i,j]

            ws[get_column_letter(j) + str(1+i)] = val

def calculate_stats_for_country(country, out_wb):

    wb = load_workbook("countries/{ }.xlsx".format(country))

    Z = np.array(import_matrix(wb, "input - output", 2, 1, SIZE, SIZE))
    X = np.array(import_matrix(wb, "input - output", 35, 1, 1, SIZE))
    IMP = np.array(import_matrix(wb, "import", 1, 1, SIZE, 1)).transpose()
    EXP = np.array(import_matrix(wb, "export", 1, 1, SIZE, 1))

    I = np.eye(SIZE)
    A = Z / X
    MC = (IMP / X)
    wb.close()
    export_matrix(out_wb, country + "-A", A)
    export_matrix(out_wb, country + "-MC", MC.transpose())

    return np.matmul(MC, np.matmul(inv(I - A), EXP))

out_wb = Workbook()
sum = 0.0
DIV = np.array([1807222])

for c in [os.path.splitext(os.path.basename(f))[0] for f in os.scandir('countries') if
os.path.splitext(f)[1] == '.xlsx']:
    country_stats = calculate_stats_for_country(c, out_wb)
    sum += country_stats
    print("{}: {}".format(c, country_stats / DIV))

VS1 = sum / DIV
print("VS1 =", VS1)

```

Источник: написано автором на языке программирования Python

Инвестиционные стимулы в Сербии

Финансовые стимулы	Для крупных проектов выделяются гранты до 25% от суммы инвестирования
	Для стандартных проектов сумма гранта варьируется от 2000 до 10000 евро за каждое новое рабочее место
	Схемы поддержки, предлагаемые Национальной службой занятости
Налоговые стимулы	Для крупных инвестиций предусмотрен 10-и летний период налоговых каникул
	Для инвестиций в слаборазвитые регионы предусмотрен 5-и летний период налоговых каникул
	Предоставление налогового кредита по налогу на прибыль юридических лиц на сумму до 80% от общего объема инвестирования в основной капитал
	5-и летний период налоговых каникул по концессионному соглашению
	Покрытие убытков компании за счет будущей прибыли в течение пяти лет
	Избежание двойного налогообложения
	Освобождение от уплаты налогов на заработную плату и от выплаты взносов на социальное страхование
	Льготы по ежегодным отчислениям налога на прибыль составляют максимум 50% от налогооблагаемого дохода
	Освобождения от НДС в свободных экономических зонах
Другие стимулы	Беспошлинный импорт
	Программы стимулирования на региональном и местном уровнях

Источник: [166]

Acte de implementare a rezultatelor cercetării

52.1 Act de implementare a rezultatelor cercetării eliberat de MIEPO



Moldova Investment and Export
Promotion Organisation

Republica Moldova, Chișinău, MD-2009, str. A. Mateevici 65
Tel.: (+373 22) 273.654, fax: (+373 22) 224 810
E-mail: office@miepo.md, www.miepo.md

Certificat de implementare

a rezultatelor investigațiilor în cadrul tezei de doctor în științe economice „Оценка формирования и развития инвестиционного механизма Республики Молдова” / „Аprecierea formării și dezvoltării mecanismului investițional al Republicii Moldova” elaborată de către Gherman Ecaterina

Prin prezenta se confirmă că rezultatele cercetării științifice efectuate de către Gherman Ecaterina în cadrul tezei de doctor în științe economice „Оценка формирования и развития инвестиционного механизма Республики Молдова” / „Аprecierea formării și dezvoltării mecanismului investițional al Republicii Moldova” reflectă finalizarea unei investigații complexe și constituie o cercetare fundamentală cu caracter inovativ și original.

Actualitatea cercetării este determinată de necesitatea abordării științifice a perfecționării mecanismului investițional actual al Republicii Moldova în vederea creșterii eficienței proceselor de reproducție și a minimizării efectelor negative ai factorilor de influență externă asupra funcționării acestuia.

Concluziile și recomandările autorului elaborate în cadrul cercetării confirmă aplicabilitatea practică și pot fi utilizate în atingerea obiectivelor de activitate a MIEPO privind atragerea investițiilor. Printre recomandările cu impact aplicativ menționăm:

1. Instrumentarul de aplicare a indicatorilor BERI adaptat de autor, reprezentând atât un cadru de fundamentare a formării sistemului național de evaluare a riscurilor investiționale bazat pe rating, cât și unul de importanță aplicativă în etapa preinvestițională în cadrul serviciilor de consultanță pentru investitori prezenți și potențiali;
2. Sinteza rezultatelor cercetărilor se va integra în sistemul metodologic și va constitui un suport metodic-didactic utilizat în cadrul seminarelor organizate de MIEPO pentru entități din sfera investițională;
3. Modelele de corelare și metodele de evaluare obținute vor fi utilizate în cadrul investigațiilor efectuate de MIEPO în scopul elaborării propunerilor pentru Strategia națională de atragere a investițiilor și de promovare a exporturilor.

Cu respect,

Vitalie ZAHARIA,
Director MIEPO



52.2 Act de implementare a rezultatelor cercetării eliberat de CNPF



REPUBLICA MOLDOVA COMISIA NAȚIONALĂ a PIETEI FINANCIARE

Nr. 10-2064 din 20.07. 2017

*Confirmare privind implementarea
rezultatelor cercetărilor științifice*

Prin prezenta se confirmă că rezultatele științifice și recomandările obținute de către *Gherman Ecaterina* în cadrul tezei de doctor în științe economice „Оценка формирования и развития инвестиционного механизма Республики Молдова” / „Evaluarea formării și dezvoltării mecanismului investițional al Republicii Moldova” (specialitatea 522.01 – Finanțe) prezintă o abordare originală și poartă un caracter inovativ.

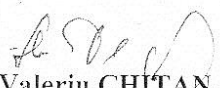
Actualitatea temei de cercetare este determinată de necesitatea unei viziuni științifice privind ajustarea mecanismului investițional existent al Republicii Moldova la cerințele mediului de afaceri autohton și global, aflat în continuă schimbare.

În cadrul cercetării autorul propune o serie de instrumente ce determină valoarea aplicativă a disertației și vizează în mod direct realizarea obiectivelor Strategiei Naționale de atragere a investițiilor și de promovare a exportului pentru anii 2016-2020, printre care subliniem:

- mecanismul și metodele de încadrare a companiilor din Republica Moldova în lanțurile globale a valorii adăugate în scopul atragerii unui volum mai mare de investiții străine în Republica Moldova;
- modelul de corelare a anumitor stipulări ale politicii investiționale și celei bugetar-fiscale a Republicii Moldova în vederea majorării volumului de investiții publice și private;
- algoritmul de utilizare a instrumentarului indicatorilor BERI drept bază de formare a sistemului național de rating privind evaluarea riscurilor investiționale în vederea realizării corlațiilor analitice a indicatorilor calitativi și cantitativi, precum și a previziunii recesiunii economice majore în Republica Moldova, a schimbărilor radicale în strategiile investiționale pe piață și a conjuncturii pieței pe termen scurt.

Considerăm că propunerile și recomandările autorului vizând perfecționarea mecanismului investițional al Republicii Moldova prezintă o valoare aplicativă incontestabilă și pot fi utilizate la fundamentarea și elaborarea noilor direcții strategice de atragere a investițiilor în economia națională și de promovare a exportului.

Cu respect,


Valeriu CHITAN,
PREȘEDINTE

52.3 Act de implementare a rezultatelor cercetării eliberat de ASEM

MINISTERUL EDUCAȚIEI
AL REPUBLICII MOLDOVA



MINISTRY OF EDUCATION OF
THE REPUBLIC OF MOLDOVA

ACADEMIA DE STUDII ECONOMICE
A MOLDOVEI



ACADEMY OF ECONOMIC
STUDIES OF MOLDOVA

Str. Mitropolit G. Bănulescu-Bodoni, 61
MD – 2005, Chișinău
Tel. 22-41-28, fax 22-19-68

61, Mitropolit G. Banulescu-Bodoni Str
Chișinău, MD – 2005,
Tel. 22-41-28, fax 22-19-68

Nr. _____
La Nr. _____ din _____



Certificat

de implementare a rezultatelor cercetărilor științifice din cadrul tezei,
elaborate de Gherman Ecaterina în vederea obținerii titlului de doctor în științe
economice cu tema „Оценка формирования и развития инвестиционного
механизма Республики Молдова” / „Evaluarea formării și dezvoltării mecanismului
investițional al Republicii Moldova”

Rezultatele cercetărilor științifice obținute în procesul elaborării tezei de doctor
în științe economice cu tema „Оценка формирования и развития инвестиционного
механизма Республики Молдова” / „Evaluare formării și dezvoltării mecanismului
investițional al Republicii Moldova” în cadrul catedrei Finanțe și Asigurări, Academia
de Studii Economice a Moldovei prezintă interes teoretic și aplicativ și pot fi utilizate
în procesul de instruire a studenților, masteranzilor și doctoranzilor:

- la ciclul I, licență, în cadrul disciplinelor „Bazele activității investiționale” și
„Sisteme complexe de finanțare a investițiilor”;
- la ciclul II, masterat, în cadrul disciplinelor „Investiții Publice și
Parteneriatul Public-Privat” și „Investiții internaționale”;
- la ciclul III, doctorat, în cadrul disciplinei de specialitate „Finanțe”.

Rezultatele cercetărilor științifice obținute de către Gherman Ecaterina
reprezintă un material științific actual care poate fi utilizat la elaborarea și
argumentarea planurilor noi de învățământ prin includerea de noi discipline de
instruire a viitorilor economiști la specialitatea „Finanțe” pentru ciclul I, licență, ciclul
II, masterat și ciclul III, doctorat în vederea corespunderii noilor realități economice.

Rector A.S.E.M.,
profesor universitar,
dr. hab., academician



Grigore Belostecnic

Декларация об ответственности

Нижеподписавшийся, заявляю под личную ответственность, что материалы, представленные в докторской диссертации, являются результатом личных научных исследований и разработок. Осознаю, что в противном случае, буду нести ответственность в соответствии с действующим законодательством.

Фамилия, имя: Герман Е.Б.

Подпись _____

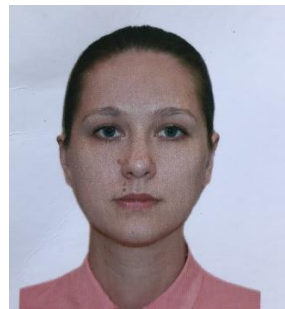
Число _____

CURRICULUM VITAE

GHERMAN Ecaterina

Născută la 14 iunie 1984,
Domiciliată în municipiul Moscova,
Tel.: +7(965)392-51-44
e-mail: germae@yandex.ru

Căsătorită



Studii:

- prezent-2007 – doctorat, specialitatea „Finanțe; monedă; credit”, Academia de Studii Economice a Moldovei;
- 2012-2009– Academia de Diplomație pe lângă Ministerul de Relații Externe a Federației Ruse;
- 2010 – Universitatea de Economie G.V.Plehanov din Federația Rusă – calificare în domeniul Contabilitate și Audit
- 2007-2006 – Academia de Studii Economice a Moldovei, specialitatea Administrarea financiar-bancară (eng), studii de masterat;
- 2006-2001 – Academia de Studii Economice a Moldovei, specialitatea „Fiscalitate și Administrare Financiară”, licență;
- 2001-1991– școala din or. Dubăsari.

Experiențe:

- Prezent-2014 – manager program masterat ”Big data systems”, Școala superioară de Economie, Moscova, Federația Rusă;
- 2014-2013 – specialist principal al Centrului de susținere a Exportului municipiului Moscova și Enterprise Europe Network – Moscova, Instituția Publică ”Micul business al municipiului Moscova”;
- 2013-2012 – Expert - consultant al proiectului Enterprise Europe Network – Moscova, Agenția Federației Ruse de susținere al micului business;
- 2009-2006 – lector universitar, catedra ”Finanțe și Asigurări”, facultatea ”Finanțe”, Academia de Studii Economice a Moldovei;
- 2008-2006 – lector universitar, catedra ”Contabilitate și Audit”, facultatea ”Științe economice”, Universitatea de Stat a Moldovei.

Publicații:

- 11 articole științifice la tema tezei de doctorat.

Competențe:

- Limba rusă: limba maternă
- Limba română: bine
- Limba franceză: bine
- Limba engleză: fluent
- utilizare avansată a PC.