

Вадим В. Цушко

ВПЛИВ ЗАХИСТУ ПРАВ ВЛАСНОСТІ НА ПРИТІК ПРЯМИХ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

У статті розглянуто вплив рівня захисту прав власності на прямі іноземні інвестиції (ПІІ). Питання про роль захисту прав власності в залученні ПІІ широко дискутується, але не знайшло однозначної відповіді. Для вирішення цієї проблеми представлено математичну модель, що підтверджує існування позитивного впливу захисту прав власності на ефективність реалізації інвестиційних проектів.

Ключові слова: захист прав власності; прямі іноземні інвестиції; інвестиційний проект; чиста приведена вартість; транзакційні витрати.

Форм. 5. Табл. 1. Літ. 19.

Вадим В. Цушко

ВЛИЯНИЕ ЗАЩИТЫ ПРАВ СОБСТВЕННОСТИ НА ПРИТОК ПРЯМЫХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

В статье рассматривается влияние уровня защиты прав собственности на прямые иностранные инвестиции (ПИИ). Вопрос о роли защиты прав собственности в привлечении ПИИ широко дискутируется, но не нашел однозначного ответа. Для решения этой проблемы представлена математическая модель, подтверждающая существование положительного влияния защиты прав собственности на эффективность реализации инвестиционных проектов.

Ключевые слова: защита прав собственности; прямые иностранные инвестиции; инвестиционный проект; чистая приведенная стоимость; транзакционные издержки.

Vadym V. Tsushko¹

THE INFLUENCE OF PROPERTY RIGHTS PROTECTION ON FOREIGN DIRECT INVESTMENT INFLOW

This paper examines the influence of property rights protection level on foreign direct investment (FDI). The role played by property rights protection in attracting FDI remains debatable and still unresolved. To address this issue, the author presents the mathematical model confirming a positive effect of property rights protection on the efficiency of investment projects implementation.

Keywords: property rights protection; foreign direct investment; investment project; net present value (NPV); transaction costs.

Постановка проблеми. Важливість добре специфікованих та надійно захищених прав власності на активи для забезпечення економічного зростання та розвитку в даний час, як видається, не викликає сумнівів ні в кого з дослідників, що займаються цією проблематикою. Однак питання про роль захисту прав власності в залученні ПІІ загрузило в дискусії і досі не має чіткої відповіді. Тому це питання потребує додаткового аналізу.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. В економічній літературі підкреслюється, що захист прав власності є вкрай важливою складовою інституційного середовища і, отже, має значення для внутрішніх та іноземних інвестицій [8; 15; 17]. У першу чергу це пояснюється тим, що незахищені чи погано регульовані права власності збільшують ризик експропріації, який в свою чергу знижує стимули для інвестицій та виробництва. Теоретичні положення про те,

¹ Lomonosov Moscow State University, Russia.

що ефективний захист прав власності сприяє іноземним та внутрішнім інвестиціям, були перевірені емпірично в багатьох міждержавних дослідженнях. Незважаючи на зростаючу згоду щодо того, що в цілому вдосконалення інституційного середовища може значно збільшити притік прямих іноземних інвестицій [4; 10], те ж саме не можна сказати про конкретні її складові. Наприклад, у той час як ряд емпіричних досліджень вказує на те, що підвищення ефективності захисту прав власності позитивно впливає на інвестиції, як внутрішні [5; 12–14; 16; 18], так і прямі іноземні [2; 6; 9; 19], в інших дослідженнях автори не знаходять надійних доказів на підтримку цієї гіпотези [3; 7].

Останнім ґрунтовним дослідженням, що вказує зокрема на позитивний зв'язок між якістю захисту прав власності та притоком прямих іноземних інвестицій, є розробка Міжнародного індексу прав власності під егідою відомої американської організації «Альянс за права власності». З 2007 р. щорічно публікуються звіти, покликані оцінити наслідки поліпшення захисту прав власності на макрорівні.

Міжнародний індекс прав власності (МІПС) складається з 3 основних компонентів та 10 змінних (субкомпонентів), використаних для його розрахунку (табл. 1).

Таблиця 1. Структура Міжнародного індексу прав власності [11]

Компоненти	Змінні
Правове і політичне середовище (ПП)	Незалежність судової системи
	Верховенство закону
	Політична стабільність
	Боротьба з корупцією
Права фізичної власності (ПФВ)	Захист прав фізичної власності
	Реєстрація власності
	Доступ до кредитів
Права інтелектуальної власності (ПІВ)	Захист прав інтелектуальної власності
	Захист патентів
	Порушення авторських прав

У щорічних звітах показується, що існує позитивний зв'язок між значенням МІПС і притоком прямих іноземних інвестицій. Країни з ефективнішим захистом прав власності залучають більше прямих іноземних інвестицій [11]. Крім того, позитивний зв'язок з притоком прямих іноземних інвестицій простежується і для кожного з компонентів індексу [11].

Метою дослідження є додаткове підтвердження цього зв'язку, для чого побудовано математичну модель, що описує вплив рівня захисту прав власності на ефективність виконання інвестиційних проектів.

Основні результати дослідження. Розглянемо багатостадійний інвестиційний проект, здійснюваний в одній і тій самій економіці, але за двох різних рівнів захисту прав власності: існуючому в країнах з перехідною економікою та функціонуючому в країнах з розвиненою економікою.

У міжнародній практиці одним з найбільш часто використовуваних показників оцінки ефективності інвестиційних проектів є чиста приведена вартість (NPV), і при прийнятті інвестиційних рішень інвестор вирішує наступну максимізаційну задачу:

$$NPV = \max \left\{ NPV_1 = \sum_{j=1}^n R_j v^{j+m} - \sum_{i=1}^m K_i v^i \right\}, \quad (1)$$

де m – тривалість інвестиційного періоду (інвестиційної фази); n – тривалість періоду надходжень доходу (експлуатаційної фази); K_i – інвестиційні витрати на стадії i , $i \in N$, $i \in [1, m]$; R_j – чистий дохід на стадії j , $j \in N$, $j \in [1, n]$; v – дисконтний множник за ставкою E (ставкою приведення, прийнятою нормою дохідності).

Однак у такому вигляді використання даного показника є доцільним лише в розвинених країнах з ефективним захистом прав власності.

Для країн з перехідною економікою необхідно брати до уваги вплив неефективності захисту прав власності, яка проявляється через: 1) додаткові бюрократичні бар'єри в рамках чинного законодавства та слабкий захист прав власності з боку держави, що відображається змінними «Реєстрація власності» та «Захист прав фізичної власності» компонента «Права фізичної власності» Міжнародного індексу прав власності; 2) існування адміністративної корупції, яке залежить від якості правового і політичного середовища – одного з компонентів міжнародного індексу прав власності.

Дослідження перуанського Інституту Свободи і Демократії та щорічні дослідження «Ведення бізнесу у світі» ("Doing Business"), що проводяться групою Світового банку, показують, що бюрократичні бар'єри при проходженні легальних процедур реєстрації, отриманні ліцензій та сертифікатів збільшують інвестиційний період і загальні інвестиційні витрати. Для того, щоб врахувати це, введемо в NPV параметр $\rho \in (0, 1]$, що відображає ефективність захисту та специфікації прав власності і від якого наближено обернено пропорційно залежить кількість стадій інвестиційного періоду. Інвестиційний період має найменшу кількість стадій при $\rho = 1$, тобто, коли права власності захищаються та специфікуються державою найбільш ефективним чином. Недосконалий захист прав власності з боку держави також породжує додаткові витрати $\gamma_t \geq 0$ та $\gamma_j \geq 0$, пов'язані з необхідністю індивідуального захисту (витрати на охорону, наймання адвокатів тощо) [1, 4] на кожній стадії інвестиційної та експлуатаційної фаз проекту відповідно. Зрозуміло, що при $\rho = 1$ ці витрати є нульовими, оскільки немає необхідності в такому додатковому приватному захисті.

Також необхідно врахувати на кожній стадії інвестиційного періоду транзакційні витрати $\delta_t \geq 0$, викликані існуванням корупції при проходженні адміністративних процедур (хабарі, «відкати» тощо).

Таким чином, в країнах з перехідною економікою інвестор вирішує таку максимізаційну задачу:

$$NPV = \max \left\{ NPV_2 = \sum_{j=1}^n (R_j - \gamma_j) v^{j+k} - \sum_{t=1}^k (K_t + \gamma_t + \delta_t) v^t \right\}, \quad (2)$$

де k – тривалість інвестиційного періоду (інвестиційної фази); n – тривалість періоду надходжень доходу (експлуатаційної фази); K_t – інвестиційні витрати на стадії t , $t \in N$, $t \in [1, k]$ $k \approx \frac{m}{\rho}$; δ_t – транзакційні витрати від адміністративної корупції на стадії t ; γ_t – транзакційні витрати, пов'язані з індивідуальним за-

хистом на стадії t ; R_j – чистий дохід на стадії j , $j \in N$, $j \in [1, n]$; γ_j – трансакційні витрати, пов'язані з індивідуальним захистом на стадії j ; v – дисконтний множник за ставкою E (ставкою приведення, прийнятою нормою дохідності).

Слід зазначити, що, оскільки розглядається один і той самий інвестиційний проект, здійснюваний в одній і тій самій економіці, але за двох різних режимів захисту прав власності, очікувані доходи в експлуатаційній фазі та її тривалість не змінюються.

Для простоти будемо вважати, що норма дисконту не змінюється, і періоди часу між стадіями рівні. Крім того, вважаємо, що при розрахунку NPV інвестор виконав завдання мінімізації по змінним γ_j , γ_t , δ_t та оптимального розподілу інвестиційної фази проекту на стадії з урахуванням заданого рівня захисту прав власності, що необхідно для того, щоб зменшити трансакційні витрати та скоротити інвестиційний період. Тому далі будемо використовувати значення NPV_1 та NPV_2 , вважаючи максимізацію вже проведеною.

Таким чином, економічні втрати внаслідок неефективності захисту прав власності можуть бути оцінені так:

$$\Delta = NPV_1 - NPV_2 = \sum_{j=1}^n (R_j (v^{m-k} - 1) + \gamma_j) v^{j+k} + \sum_{t=1}^k (K_t + \gamma_t + \delta_t) v^t - \sum_{i=1}^m K_i v^i \approx$$

$$\approx \sum_{j=1}^n \left(R_j \left(v^{m \left(\frac{1}{p} \right)} - 1 \right) + \gamma_j \right) v^{j+\frac{m}{p}} + \sum_{t=1}^{\frac{m}{p}} (K_t + \gamma_t + \delta_t) v^t - \sum_{i=1}^m K_i v^i. \tag{3}$$

Оскільки ці втрати мають дві складові, можна оцінити окремо економічні втрати від неефективного захисту та специфікації прав власності, і втрати від низької якості політичного і правового середовища за формулами (4) та (5) відповідно:

$$\Delta_b \approx \sum_{j=1}^n \left(R_j \left(v^{m \left(\frac{1}{p} \right)} - 1 \right) + \gamma_j \right) v^{j+\frac{m}{p}} + \sum_{t=1}^{\frac{m}{p}} (K_t + \gamma_t) v^t - \sum_{i=1}^m K_i v^i; \tag{4}$$

$$\Delta_c \approx \sum_{t=1}^{\frac{m}{p}} \delta_t v^t. \tag{5}$$

Оскільки $NPV_1 > 0$, $NPV_2 > 0$, $k > m$, $\gamma_j \geq 0$, $\gamma_t \geq 0$, $\delta_t \geq 0$, очевидно, що економічні втрати є завжди позитивними, тобто $\Delta > 0$. Це свідчить про неефективність роботи економічної системи в умовах, коли режим захисту прав власності стимулює збільшення кількості стадій інвестиційного проекту та створює додаткові трансакційні витрати. Даний факт відповідає відомому підходу P . Коуза, згідно з яким головну проблему для економіки представляють «провали держави» у забезпеченні захисту та специфікації прав власності. Отже, справедливим є твердження про те, що при фінансуванні інвестиційних проектів, інвестор буде по можливості обирати найбільш ефективні режими захисту прав власності, за яких він несе найменші трансакційні витрати і які не збільшують інвестиційний період.

Разом з тим, з формули (3) видно, що зі зменшенням кількості стадій (тривалості) інвестиційного проекту зменшується величина втрат. Таким чином, вірним є наступне твердження: в умовах функціонування неефективного

режиму захисту прав власності інвестор буде обирати інвестиційні проекти з найменшою кількістю стадій.

Висновки. Виходячи з усього розглянутого вище, можна стверджувати, що при виборі інвестиційних проектів інвестор буде надавати перевагу ефективним режимам захисту прав власності, тому в країнах з більш досконалішими правами власності залучається більше інвестицій.

1. Сонин К. Институциональная теория бесконечного передела // Вопросы экономики.— 2005.— №7. — С. 4—18.
2. Ali, F.A., Fiess, N., MacDonald, R. (2010). Do institutions matter for foreign direct investment? *Open Economies Review*, 21(2): 201—219.
3. Asiedu, E. (2002). On the determinants of foreign direct investment to developing countries: is Africa different? *World Development*, 30: 107—119.
4. Benassy-Quere, A., Coupet, M., Mayer, T. (2007). Institutional Determinants of Foreign Direct Investment. *The World Economy*, 30(5): 764—782.
5. Besley, T. (1995). Property Rights and Investment Incentives: Theory and Evidence from Ghana. *Journal of Political Economy*, 103(5): 903—937.
6. Biglaiser, G., Staats, J. (2010). Do Political Institutions Affect Foreign Direct Investment? A Survey of U.S. Corporations in Latin America. *Political Research Quarterly*, 63(3): 508—522.
7. Daude, C., Stein, E. (2007). The Quality Of Institutions And Foreign Direct Investment. *Economics and Politics*, 19(3): 317—344.
8. Demsetz, H. (1967). Toward a Theory of Property Rights. *American Economic Review*, 57(2): 347—359.
9. Gani, A. (2007). Governance and foreign direct investment links: Evidence from panel data estimations. *Applied Economics Letters*, 14(10): 753—756.
10. Gopherman, S., Shapiro, D. (2003). Governance infrastructure and US foreign direct investment. *Journal of International Business Studies*, 34: 19—39.
11. International Property Rights Index 2011 Report 2010 // americansfortaxreformfoundation.org.
12. Johnson, S., McMillan, J., Woodruff, C. (2002). Property Rights and Finance. *American Economic Review*, 92(5): 1335—1356.
13. Keefer, P., Knack, S. (2002). Boondoggles and Expropriation: Rent-Seeking and Policy Distortion when Property Rights are Insecure. *World Bank Policy Research Working Paper Series*, No. 2910.
14. Keefer, P., Knack, S. (2007). Boondoggles, Rent-Seeking, and Political Checks and Balances: Public Investment under Unaccountable Governments. *Review of Economics and Statistics*, 89(3): 566—572.
15. Libecap, G. (1989). *Contracting for Property Rights*. New York: Cambridge University Press.
16. Miceli, T.J., Sirmans, C.F., Kieyah, J. (2001). The Demand for Land Title Registration: Theory with Evidence from Kenya. *American Law and Economics Review*, 3(2): 275—287.
17. North, D. (1990). *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*. New York: Cambridge University Press. 152 p.
18. Svensson, J. (1998). Investment, Property Rights and Political Instability: Theory and Evidence. *European Economic Review*, 42(7): 1317—1341.
19. Wasseem, M. (2011). Property Rights Protection and FDI Flows: The MENA Experience. *Topics in Middle Eastern and African Economies*, 13(September) // www.luc.edu.

Стаття надійшла до редакції 28.02.2014.