##### Владимир Владимирович Бочаров

**Инвестиционный менеджмент**

*Серия «Краткий курс»*

Главный редактор *В. Усманов*

Заведующий редакцией *Л.Волкова*

Выпускающий редактор *В. Земских*

Редактор *А. Ермолаенкова*

Художественный редактор *В. Земских*

Верстка *А. Павлова*Корректоры *М. Одинакова, Н. Солнцева*

ББК 65.010.65я7 УДК 330.322(075) **Бочаров В. В.**

Б86 Инвестиционный менеджмент. — СПб: Питер, 2000. — 160 с.: ил. — (Се­рия «Краткий курс»).

ISBN 5-272-00085-4

В учебном пособии рассматриваются различные формы инвестиций в основной ка­питал и ценные бумаги предприятий и корпораций. Приводятся источники и порядок финансирования капитальных вложений, методы оценки инвестиционных проектов. Изла­гаются принципы и методы управления инвестиционным портфелем, оценки финансовых рисков и регулирования портфельных инвестиций.

Предназначено для студентов и аспирантов экономических вузов и бизнес-школ, а также специалистов, работающих в органах финансово-кредитной системы, на предпри­ятиях и в коммерческих организациях.

© Бочаров В. В., 2000

© Серия, оформление, Издательский дом «Питер», 2000

Все права защищены. Никакая часть книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.

SBN 5-272-00085-4

ЗЛО «Издательство “Питер”», 196105, Санкт-Петербург, Благодатная ул., 67

Лицензия ЛР №066333 от 23.02.99.

Налоговая льгота – общероссийский классификатор продукции ОК 005-93,

Том 2; 95 3000 – книги и брошюры.

Подписано в печать 14.08.2000. Формат 60 \* 90/16. Усл. п. л. 14.

Доп. тираж 5000. Заказ № 895.

Отпечатано с фотоформ в АООТ «Типография “Правда”».

191119, C.-Петербург, Социалистическая ул., 14.

**СОДЕРЖАНИЕ**

[Глава 1. Инвестиции как объект экономического](#Инвестиции)

[регулирования](#Инвестиции)

1. Экономическое содержание и формы инвестиций ……………………………...…..4
2. [Инвестиционная политика предприятий](#Политика) ……………………………………….......7
3. [Правовое регулирование инвестиционной деятельности предприятий,](#Вложения)

[осуществляемой в форме капитальных вложений](#Вложения) ………… ……………………...9

[Глава 2. Финансовая оценка эффективности](#Оценка)

[инвестиционных проектов](#Оценка)

1. [Правила инвестирования](#Правила) …………………………………………………………...14
2. [Цена и определение средневзвешенной](#Цена)

[стоимости капитала](#Цена) ………………………………………………………………...15

[2.3. Финансовые методы оценки эффективности](#Методы)

[реальных инвестиционных проектов](#Методы) ………………………………………..……...17

[2.4. Анализ чувствительности инвестиционного проекта](#Анализ) ………………………..….…24

[Глава 3. Экономическое содержание](#Назначение)

[и назначение финансовых инвестиций](#Назначение)

1. [Роль финансового рынка в мобилизации и распределении  
    денежных ресурсов предприятий](#Роль) ………………………………………………...….25
2. [Финансовые взаимоотношения между участниками  
    фондового рынка](#Участники) …………………………………………………………………..….30
3. [Основные модели классического портфельного  
    инвестирования](#Портфель) …………………………………………………………………..…..33

[Глава 4. Анализ современного состояния](#Россия)

[портфельных инвестиций в России](#Россия)

1. [Цель и задачи управления инвестиционным портфелем  
    акционерного общества](#Общество) ………………………………………………………………37
2. [Анализ состояния и перспектив развития портфельных  
    инвестиций](#Перспективы) ……………………………………………………………………...…….39
3. [Типы портфелей ценных бумаг и инвестиционных  
    стратегий](#Стратегии) …………………………………………………………………...………….44
4. [Концептуальный подход к управлению портфелем ценных  
    бумаг акционерной компании](#Бумага)…………………………………………..……………..46
5. [Практика налогообложения операций](#Практика)

[с ценными бумагами](#Практика) …………………………………………………………………..50

[Глава 5. Управление портфелем ценных бумаг](#Управление)

[акционерного общества](#Управление)

[и методы его оптимизации](#Управление)

1. [Методы оптимизации фондового портфеля](#Оптимизация) …………………………………………….53
2. [Диверсификация фондового портфеля](#Фонд) ………………………………..……...………..55
3. [Оценка эффективности фондового портфеля](#Эффект) …………………………………………..56
4. [Мониторинг портфеля ценных бумаг](#Мониторинг) ……………………………………………..…...57
5. [Оценка инвестиционной привлекательности ценных](#Акционер)

[бумаг акционерного общества (эмитента)](#Акционер) ………………………………………….....61

5.6. [Риски, связанные с портфельными инвестициями,](#Риск)

[и способы их снижения](#Риск) …………………………………………………………….…..64

5.7[. Финансовое регулирование портфельных инвестиций](#Регулирование) …………………………….…..68

[Вопросы по курсу «Инвестиционный менеджмент»](#Вопросы) …………………………………...…71

[Литература](#Литература) ……………………………………………………………………………… …72

Глава 1

ИНВЕСТИЦИИ КАК ОБЪЕКТ

ЭКОНОМИЧЕСКОГО

РЕГУЛИРОВАНИЯ

* 1. **ЭКОНОМИЧЕСКОЕ СОДЕРЖАНИЕ**

**И ФОРМЫ ИНВЕСТИЦИЙ**

Производственная и коммерческая деятельность предприятий и кор­пораций связана с объемами и формами осуществляемых инвестиций. Термин инвестиции происходит от латинского слова «invest», что означает «вкладывать».

В более широкой трактовке они выражают вложение капитала с целью его последующего увеличения. При этом прирост капитала, полученный в результате инвестирования, должен быть достаточ­ным, чтобы компенсировать инвестору отказ от имеющихся средств на потребление в текущем периоде, вознаградить его за риск и воз­местить потери от инфляции в будущем периоде.

Инвестиции выражают все виды имущественных и интеллектуальных ценностей, которые вкладываются в объекты предпринима­тельской деятельности, в результате которой образуется прибыль (доход) или достигается социальный эффект. **Инвестиционная деятельность** — вложение инвестиций и осуществление практи­ческих действий для получения прибыли или иного полезного эф­фекта.

**Инвестиции в активы предприятия** отражаются на левой сто­роне бухгалтерского баланса, а источники их финансирования — на правой (в пассиве баланса). Они могут направляться в капиталь­ные, нематериальные, оборотные и финансовые активы. Последние выступают в форме долгосрочных и краткосрочных финансовых вло­жений.

**Инвестиции в основной капитал** (основные средства) осуще­ствляются в форме капитальных вложений и включают в себя затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение оборудо­вания, инструмента и инвентаря, проектной продукции и иные расхо­ды капитального характера. Капитальные вложения неразрывно свя­заны с реализацией инвестиционных проектов. Инвестиционный проект — обоснование экономической целесообразности, объема и сроков проведения капитальных вложений, включая необходимую до­кументацию, разрабатываемую в соответствии с принятыми в России стандартами (нормами и правилами), а также описание практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план).

**Источники финансирования инвестиций** (пассив баланса) — собственные (нераспределенная прибыль) и привлеченные средства (кредиты банков, займы юридических лиц, авансы, полученные от за­казчиков проектов).

Следовательно, при рассмотрении понятия «инвестиции» следу­ет ответить на три основных вопроса:

1. Кто инвестор?

2..Что он вкладывает?

1. С какой целью и куда?

В роли инвесторов выступают юридические лица (предприятия и организации), государство, граждане. Российской Федерации, ино­странные юридические и физические лица.

Итак, что можно вкладывать?

Авансируется капитал в различных формах:

1. амортизационные отчисления и чистая прибыль (оставшаяся после налогообложения предприятий (фирм));
2. денежные ресурсы коммерческих банков, страховых компаний и иных финансовых посредников;
3. финансовые ресурсы государства, мобилизуемые в рамках бюд­жетной системы;
4. сбережения населения;
5. профессиональные способности и навыки к труду, а также здо­ровье и время вкладчика (предпринимателя).

Основу инвестирования составляет вложение средств в реальный сектор экономики, т. е. в основной и оборотный капитал предприя­тий и корпораций.

Главными этапами инвестирования являются:

1. Преобразование ресурсов в капитальные затраты, т. е. Процесс трансформации инвестиций в конкретные объекты инвестици­онной деятельности (собственно инвестирование);
2. Превращение вложенных средств в прирост капитальной сто­имости, что характеризует конечное потребление инвестиций и получение новой потребительской стоимости (зданий, со­оружений и т. д.);
3. Прирост капитальной стоимости в форме прибыли, т. е. реали­зуется конечная цель инвестирования.

Таким образом, начальная и конечная цепочки замыкаются, обра­зуя новую взаимосвязь: доход—ресурсы—конечный результат (эф­фект), т. е. процесс накопления повторяется.

Итак, источником прироста капитала и целью инвестиций явля­ется получаемая от них прибыль (доход). На практике масса прибы­ли (П) сопоставляется с инвестиционными затратами (ИЗ) и опреде­ляется их эффективность:

Эффективность инвестиций =  (1)

Процесс сравнения инвестиционных затрат и финансовых резуль­татов (прибыли) осуществляется непрерывно: до инвестирования (при разработке бизнес-плана инвестиционного проекта), в ходе его (в процессе строительства объекта) и после инвестирования (при эк­сплуатации нового объекта).

Процессы вложения капитала и получения прибыли могут проис­ходить в различной временной последовательности.

При последовательном протекании этих процессов прибыль реа­лизуется сразу после сдачи готового объекта в эксплуатацию и выхо­да его на проектную мощность, как правило, в пределах до одного года. Например, установка новой технологической линии на действу­ющем предприятии.

При параллельном их протекании получение прибыли возможно до полного завершения строительства нового предприятия. Напри­мер, при вводе в эксплуатацию первой очереди (цеха или пускового комплекса).

При интервальном протекании процессов вложения капитала и полу­чения прибыли между периодом завершения строительства предприятия и реализацией прибыли проходит длительное время (несколько лет).

Продолжительность временного лага зависит от форм инвестиро­вания и особенностей конкретных объектов, а также от финансовых возможностей застройщиков. Следует также отметить характерные неточности, допускаемые отдельными авторами при определении тер­мина «инвестиции».

*Во-первых,* к ним часто относят «потребительские» инвести­ции граждан (покупка бытовой техники, автомобилей, недвижи­мости и т. д.). Такие инвестиции не приводят к росту капитала и получению прибыли.

*Во-вторых,* встречается отождествление терминов «инвести­ции» и «капитальные вложения». Капитальные вложения — форма институциональной деятельности предприятий, связанная с аванси­рованием денежных средств в основной капитал. Инвестиции же могут осуществляться в нематериальные и финансовые активы.

*В-третьих,* во многих определениях отмечается, что инвестиции являются вложением денежных средств. На практике так бывает не во всех случаях. Инвестирование может осуществляться и в других формах, например взносов в уставный капитал предприятий движи­мого и недвижимого имущества, ценных бумаг, программного про­дукта и др.

*В-четвертых,* в ряде определений подчеркивается, что инвести­ции — это долгосрочное вложение средств.

Безусловно, капитальные вложения, связанные с новым строи­тельством, расширением и реконструкцией производственных объектов, как правило, носят долгосрочный характер. Однако час­то они бывают и краткосрочными. Например, приобретение машин и оборудования, не требующих монтажа.

Темпы роста объема инвестиций зависят от ряда факторов.

Прежде всего объем инвестиций зависит от распределения полу­чаемого дохода на потребление и накопление (сбережение). В усло­виях низких среднедушевых доходов населения основная их доля (75-80 %) расходуется на потребление.

Рост доходов граждан вызывает повышение доли, направляемой на сбережения, которые являются источником инвестиционных ре­сурсов. Следовательно, рост доли сбережений в общем доходе вызы­вает увеличение объема инвестиций, и наоборот.

На объем инвестиций оказывает влияние ожидаемая норма при­были, так как прибыль является основным побудительным мотивом для них. Чем выше ожидаемая норма прибыли, тем больше объем инвестиций, и наоборот.

Существенное влияние на объем инвестиций оказывает ставка ссудного процента, так как в процессе инвестирования используют­ся не только собственные, но и заемные средства. Если норма ожида­емой чистой прибыли оказывается выше средней ставки ссудного процента, то такие вложения выгодны для инвестора. Поэтому рост процентной ставки вызывает снижение объема инвестиций в эконо­мику страны.

На объем инвестиций также влияет предполагаемый темп инф­ляции. Чем выше этот показатель, тем в большей степени будет обесцениваться будущая прибыль инвестора и меньше стимулов к увеличению объема инвестиций (особенно в процессе долгосрочно­го инвестирования). Поэтому в разработке бизнес-планов инвести­ционных проектов указанные факторы должны учитываться при оценке эффективности их отбора для реализации.

Инвестиции в объекты предпринимательской деятельности осу­ществляются в различных формах. Для учета, анализа и планирова­ния они классифицируются по отдельным признакам.

*Во-первых,* по объектам вложения денежных средств выделяют реальные и финансовые инвестиции.

**Реальные инвестиции** (капиталовложения) — авансирование денег в материальные и нематериальные активы (инновации). Капи­тальные вложения классифицируются по:

1. Отраслевой структуре (промышленность, транспорт, сельское хозяйство и т. д.);
2. Воспроизводственной структуре (новое строительство, рас­ширение, реконструкция и расширение действующих предпри­ятий);
3. Технологической структуре (строительно-монтажные работы, приобретение оборудования, прочие капитальные затраты).

**Финансовые инвестиции** — вложения средств в ценные бума­ги: долевые (акции) и долговые (облигации).

*Во-вторых,* по характеру участия в инвестировании — прямые и косвенные инвестиции.

**Прямые инвестиции** предполагают непосредственное участие инвестора в выборе объекта для вложения денежных средств.

**Косвенные инвестиции** осуществляются через финансовых посредников — коммерческие банки, инвестиционные компании и фонды и др. Последние аккумулируют и размещают собранные средства по своему усмотрению, обеспечивая их эффективное ис­пользование.

*В-третьих,* по периоду инвестирования вложения делятся на краткосрочные (на срок до 1 года) и долгосрочные (на срок свыше 1 года). Последние из них служат источником воспроизводства ка­питала.

*В-четвертых,* по форме собственности инвестиции подразде­ляются на частные, государственные, совместные и иностранные.

**Частные инвестиции** выражают вложение средств в объекты предпринимательской деятельности юридических лиц негосудар­ственных форм собственности, а также граждан.

**Государственные инвестиции** характеризуют вложение капи­тала государственных унитарных и муниципальных предприятий, а также средств федерального и регионального бюджетов и внебюд­жетных фондов.

*В-пятых,* по региональному признаку инвестиции подразделяют­ся на вложения внутри страны и за рубежом.

*В-шестых,* по уровню инвестиционного риска выделяют следую­щие виды инвестиций.

**Безрисковые инвестиции** характеризуют вложение средств в такие объекты инвестирования, по которым отсутствует реаль­ный риск потери ожидаемого дохода или капитала, и практически гарантированно получение реальной прибыли.  
**Низко рисковые инвестиции** характеризуют вложения капитала в объекты, риск по которым ниже среднерыночного уровня.

**Средне рисковые инвестиции** выражают "вложения капита­ла в объекты, риск по которым соответствует среднерыночному уровню.

**Высокорисковые инвестиции** определяются тем, что уровень риска по объектам данной группы обычно выше среднерыночного.

Наконец, **спекулятивные инвестиции** выражают вложение капитала в наиболее рисковые активы (например, в акции моло­дых компаний), где ожидается получение максимального дохода.

Субъектами инвестиционной деятельности в России являются инвесторы (заказчики проектов, пользователи объектов, подрядчи­ки, финансовые посредники, граждане и т. д.). Они классифициру­ются по следующим признакам.

**1. По направлениям основной эксплуатационной дея­тельности** — индивидуальные и институциональные инвес­торы. В роли индивидуальных инвесторов выступают физи­ческие лица, а институциональных — юридические лица (например, финансовые посредники).

**2.По целям инвестирования** выделяют стратегических и пор­тфельных инвесторов. Первые из них ставят цель приобрести контрольный пакет акций компании или большую долю в ее ус­тавном капитале для осуществления реального управления фирмой. Они также осуществляют стратегию слияния и погло­щения других компаний. Портфельные инвесторы вкладывают свой капитал в различные финансовые инструменты с целью получения высокого текущего дохода или прироста капитала в будущем".

**3.По принадлежности к резидентам** выделяют отечествен­ных и иностранных инвесторов. В роли последних могут вы­ступать иностранные физические и юридические лица, государства и международные финансово-кредитные орга­низации (Мировой Банк, Европейский Банк реконструкции и развития и т. д.).

Классификация форм инвестиций и видов инвесторов позволяет предприятиям и корпорациям более эффективно управлять инвести­ционным портфелем.

**1.2. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА ПРЕДПРИЯТИЙ**

**Инвестиционная политика** — составная часть общей финансо­вой стратегии предприятия, которая заключается в выборе и реали­зации наиболее рациональных путей расширения и обновления про­изводственного потенциала.

При выработке инвестиционной политики целесообразно руко­водствоваться следующими принципами.

1.Достижение экономического научно-технического и социаль­ного эффекта от рассматриваемых мероприятий. При этом для каждого объекта инвестирования используются конкретные методы оценки эффективности. По итогам такой оценки осу­ществляется отбор отдельных инвестиционных проектов по критерию эффективности (рентабельности). При прочих рав­ных условиях принимаются к реализации те из них, которые обеспечивают предприятию максимальную эффективность.

2.Получение предприятием наибольшей прибыли на вложенный капитал при минимальных инвестиционных затратах.

3.Рациональное распоряжение средствами на реализацию бес­ прибыльных проектов, т. е. снижение расходов на достиже­ние научно-технического, социального или экономического эффектов.

4.Использование предприятием государственной поддержки для повышения эффективности инвестиций в форме бюджет­ных ссуд, гарантий Правительства РФ и т. д.

5.Привлечение субсидий и льготных кредитов международных финансово-кредитных организаций и частных иностранных ин­весторов.

6.Обеспечение минимизации инвестиционных рисков, свя­занных с реализацией конкретных проектов. Влияние коммерческих рисков (строительных, производственных, транспортных и иных рисков) может быть оценено через ве­роятное изменение ожидаемой доходности инвестиционных проектов и соответствующее снижение их эффективности. Такие риски могут быть снижены заказчиками проектов и привлеченными инвесторами посредством самострахования, т. е. созданием финансовых резервов, диверсификации инвестиционного портфеля и коммерческого страхования. Защита от некоммерческих рисков (стихийные бедствия, аварии, беспорядки и др.) обеспечивается путем предостав­ления гарантий Правительства РФ и страхования инвести­ций.

7.Обеспечение ликвидности инвестиций следует предусмат­ривать в силу значительных изменений внешней инвести­ционной среды, конъюнктуры рынка или стратегии разви­тия предприятия в предстоящем периоде (году). Поэтому по отдельным объектам инвестирования может существен­ но снизиться доходность, что окажет негативное воздей­ствие на общую инвестиционную привлекательность пред­приятия. В силу влияния этих негативных факторов часто приходится принимать решение о своевременном выходе из неэффективных проектов и реинвестировании высво­бождающегося капитала. С этой целью по каждому инве­стиционному объекту следует оценить уровень ликвиднос­ти инвестиций по формулам:

 (2)

где *ОПл* — общий период ликвидности конкретного объекта инвес­тирования, дни; *ПКв* — возможный период конверсии конкретного объекта инвестирования в денежные сред­ства, дни; *ПКт* — технический период конверсии инве­стиций с абсолютной ликвидностью в денежные сред­ства, принимаемый за 7 дней.

 (3)

где *Кли* — коэффициент ликвидности инвестиций, доли единицы; *ПКт* и *ПКв -* технический и возможный периоды кон­версии конкретного объекта инвестирования в денеж­ные средства.

**Пример**

*ПКв = 60дн.; ПКт = 7дн.*

*Тогда ОПл = 60-7 = 53 дня;*

*Кли = 7 / 60 = 0,12.*

По итогам оценки производится ранжирование проектов по кри­терию их ликвидности. Для реализации отбираются те из них, кото­рые имеют максимальный уровень ликвидности.

При разработке инвестиционной политики учитываются следую­щие факторы:

- финансовое положение предприятия;

- технический уровень производства, наличие незавершенного строительства и не установленного оборудования;

- возможность получения оборудования по лизингу;

- наличие у предприятия как собственных, так и возможнос­ти привлечения заемных средств в форме кредитов и зай­мов;

- финансовые условия инвестирования на рынке капитала;

- льготы, получаемые инвесторами от государства;

- коммерческая и бюджетная эффективность намечаемых к реа­лизации проектов;

- условия страхования и получения соответствующих гарантий от некоммерческих рисков.

Потребность в ресурсах для реализации инвестиционной поли­тики предприятия определяется его производственным и научно-техническим потенциалом, необходимым для обеспечения выпуска продукции в соответствии с запросами ранка. При оценке рынка продукции учитываются следующие факторы:

- географические границы реализации рынка данной продук­ции;

- общий объем продаж и его динамика за последние три года;

- динамика потребительского спроса, прогнозируемого на пе­риод реализации инвестиционного проекта;

- технический уровень продукции и возможности его повыше­ния за счет реализации конкретных проектов.

Потребность предприятия в инвестиционных ресурсах соответ­ствует расходам, которые предстоят с начала периода реализации инвестиционной политики. Стоимость объектов незавершенного строительства, оплаченного не установленного оборудования, иные затраты истекших лет не включаются в общий объем капитальных вложений предстоящего периода.

При разработке инвестиционной политики рекомендуется опре­делить общий объем инвестиций, способы рационального использо­вания собственных средств и возможности привлечения дополни­тельных денежных ресурсов с кредитного и фондового рынков.

Инвестиционные проекты в рамках долгосрочной стратегии пред­приятия целесообразно согласовывать между собой по объемам выде­ляемых ресурсов и срокам реализации исходя из достижения макси­мального экономического эффекта (дохода или прибыли), полученного в ходе реализации инвестиционной политики.

Данная политика разрабатывается специалистами предприятия на 1-2 года, а долгосрочная — на период свыше двух лет. Ключевые ас­пекты данной политики рекомендуется учитывать при принятии ре­шений по разработке технико-экономических обоснований (ТЭО) проектов, привлечению различных источников финансирования, уча­стию в реализации проектов сторонних организаций в порядке доле­вого вклада в строительство.

Эффективность инвестиционной политики оценивается по пока­зателям доходности и срока окупаемости инвестиций.

Указанные показатели определяются на основе бизнес-плана и предварительных расчетов по обоснованию проектов в рамках инве­стиционной стратегии предприятия. Для конкретизации сроков осу­ществления различных мероприятий в рамках инвестиционной по­литики и обеспечения их финансовыми ресурсами предприятия разрабатывают бизнес-план инвестиционных проектов.

Бизнес-план включает в себя следующие разделы:

а) вводнную часть;

б) обзор состояния отрасли, к которой относится предприятие;

в) производственный план реализации проектов;

г) план маркетинга и сбыта продукции;

д) организационный план реализации проекта;

е) финансовый план;

ж) оценку экономической эффективности затрат, осуществлен­ных в ходе реализации проекта.

Ключевым разделом бизнес-плана является финансовый план ре­ализации проекта. Календарный план денежных потоков, поступле­ний и платежей в ходе реализации проекта включает три блока рас­четов, относящихся к производственно-сбытовой, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия.

Расчеты по каждому блоку завершаются определением сальдо притока и оттока денежных средств.

Сальдо поступлений и платежей от производственно-сбытовой деятельности представляет собой сумму чистой и амортизационных отчислений предприятия по годам.

Сальдо инвестиционной деятельности получается вычитанием полного объема инвестиций из инвестируемых собственных средств предприятия (кроме реинвестируемых чистой прибыли и амортизации).

Сальдо финансовой деятельности равно разности между суммой заемных средств, включая продажу эмитированных акций, необходимых для реализации проекта, и суммой средств, направляемых для погашения долга, уплаты процентов и выплаты дивидендов.

Условием успеха инвестиционного проекта является положи­тельное значение общего сальдо денежного потока, определяемое суммированием итоговых величин сальдо производственно-сбыто­вой, инвестиционной и финансовой деятельности.

**1.3. ПРАВОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ, ОСУЩЕСТВЛЯЕМОЙ В ФОРМЕ КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ**

В рыночном (товарном) хозяйстве объем намечаемых в экономику инвестиций зависит от уровня доходности капитальных и финансо­вых активов. Норма дохода, а через нее цена (курс) этих активов оп­ределяются спросом и предложением на инвестиционные товары.

Государство посредством финансовой и денежно-кредитной по­литики может влиять на изменение соотношений между инвести­ционным спросом и предложением, а следовательно, на величину нормы дохода, получаемого от различных капитальных и финансо­вых активов.

Государство определяет стратегию поведения инвесторов на рынке инвестиционных товаров, а также структуру инвестиций. Исходя из состояния экономики (уровня инфляции, дефицита бюджетной системы, структуры производства, платежеспособно­го спроса населения на товары и услуги и иных факторов) приме­няются те или иные концепции регулирования рынка инвестици­онных товаров.

При этом любая концепция базируется на целевых установках двух уровней: конечных целях (рост национального дохода, увеличе­ние занятости населения, снижение темпов инфляции до 3-5 % в год); промежуточных целях (соотношение между спросом и предло­жением на капитал, процентные ставки на кредитные ресурсы, дина­мика денежной массы и др.).

**Конечные (стратегические) цели** определяют степень воздей­ствия данной формы финансовой и денежно-кредитной политики на производство.

**Промежуточные цели** служат в качестве ориентиров регулиро­вания пропорций между спросом и предложением на ресурсы в фи­нансовой и денежно-кредитной сферах.

**Принципы регулирования инвестиционной сферы в Рос­сии** определяются федеральными законами «Об инвестиционной де­ятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме ка­питальных вложений» от 25.02.1999 г. № 39-ФЗ и «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» от 9,07.1999 г. № 160-ФЗ.

Если рассмотреть данные законодательные акты с позиции их со­ответствия рыночным отношениям, то можно отметить следующие аспекты.

1. Расширительная трактовка инвестиций и инвестиционной де­ятельности как вложение инвестиций и осуществление прак­тических действий для получения прибыли или иного полезно­го эффекта.
2. Четкая и конкретная формулировка основных понятий, харак­теризующих инвестиционную сферу, что создает единую тер­минологию для изучения инвестиционного процесса (напри­  
   мер, капиталовложения, инвестиционный проект, субъекты инвестиционной деятельности и др.).
3. Легализация сферы негосударственного инвестирования, функ­ционирующей на основе договоров между субъектами инвести­ционной деятельности (застройщиками и подрядчиками).
4. Широкий перечень мер государственного регулирования инве­стиционной деятельности, включая экономические и админис­тративные методы управления инвестициями.

5. Комплексный характер защитных мер и гарантий государства в области инвестирования, в том числе для иностранных инве­сторов.

**Законодательные основы политики инвестирования** ре­гулируют инвестиционную деятельность в различных формах *(табл. 1.1).*

Таблица 1.1

Формы государственного регулирования инвестиционной деятельности предприятий

|  |  |
| --- | --- |
| **№ п/п** | **Наименование форм регулирования** |
| 1 | Создание благоприятных экономических условий для развития инвестиционной деятельности |
| 1.1 | Налоговая политика (налоговые льготы) |
| 1.2 | Амортизационная политика (применение методов ускоренной амортизации) |
| 1.3 | Расширение использования средств населения и других внебюджетных источников |
| 1.4 | Развитие возможностей использования залога при кредитовании инвесторов |
| 1.5 | Развитие финансового лизинга движимого и недвижимого имущества |
| 1.6 | Создание возможностей субъектам инвестиционной деятельности для формирования собственных денежных фондов развития |
| 2 | Прямое участие государств в инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений |
| 2.1 | Разработка, утверждение и финансирование инвестиционных проектов, осуществляемых за счет средств федерального бюджета и бюджетов субъектов РФ, а также реализуемых РФ совместно с иностранными инвесторами |
| 2.2 | Предоставление на конкурсной основе государственных гарантий по проектам, реализуемых за счет средств федерального бюджета и бюджета субъектов РФ |
| 2.3 | Размещение на конкурсной основе средств федерального бюджета и средств бюджетов субъектов РФ для финансирования проектов |
| 2.4 | Выпуск облигационных займов для финансирования конкретных инвестиционных проектов |
| 2.5 | Предоставление концессий отечественным и иностранным инвесторам по итогам торгов (конкурсов и аукционов) и др. |
| 3 | Иные формы регулирования инвестиционной деятельности |
| 3.1 | Экспертиза инвестиционных проектов |
| 3.2 | Защита законных прав и интересов субъектов инвестиционной деятельности и т.д. |

Раскроем содержание каждого блока.

***Первый блок* — создание благоприятных экономических условий для развития инвестиционной деятельности** заключа­ется во взвешенной налоговой политике. Данная политика в сфере инвестиционной деятельности включает совершенствование систе­мы налогов, установление субъектам этой деятельности специаль­ных налоговых режимов, не носящих индивидуальный характер.

Например при исчислении налога на прибыль облагается прибыль при фактически произведенных затратах за счет прибыли, остающей­ся в распоряжении предприятия, исключая суммы, направленные:

а) предприятиями отраслей сферы материального производства, а финансирование производственных капитальных вложений в том числе в порядке долевого участия), а также на погаше­ние кредитов банков, полученных и использованных на эти цели, включая проценты по кредитам;

б) предприятиями всех отраслей народного хозяйства на финан­сирование жилищного строительства (в том числе в порядке долевого участия), а также на погашение кредитов банков, по­лученных и использованных на эти цели, включая проценты по ссудам.

Данная льгота предоставляется указанным предприятиям, осуще­ствляющим развитие собственной производственной базы и жилищ­ное строительство, при условии полного использования ими сумм начисленной амортизации на последнюю отчетную дату.

Амортизационная политика является составной частью инвести­ционной стратегии предприятия, так как амортизационные отчисле­ния служат важнейшим источником финансирования капитальных вложений в основные фонды.

В процессе эксплуатации основные средства постепенно изна­шиваются, т. е. утрачивают свои первоначальные физические свой­ства. В результате погашается их первоначальная (реальная) сто­имость. Изменение первоначальной стоимости происходит в случаях реконструкции, достройки, до оборудования и частичной ликвидации отдельных объектов. Увеличение (понижение) перво­начальной стоимости основных средств относится на добавочный капитал. Стоимость объектов основных средств погашается по­средством начисления амортизации, которая относится на издер­жки производства и обращения. Объектами для начисления амор­тизации являются основные средства, находящиеся на предприятии на праве собственности, хозяйственного ведения и управления. Начисление амортизации производится до полного погашения стоимости объектов либо списания их с бухгалтерско­го учета в связи с прекращением права собственности. Срок полез­ного использования объекта определяется предприятием при при­нятии его к бухгалтерскому учету. Величина амортизационных отчислений зависит от балансовой стоимости основных средств и установленных форм их возмещения. Обычно нормы амортизации устанавливаются в процентах к балансовой стоимости основных средств и дифференцируются исходя из вида инвентарных объек­тов и условий их эксплуатации.

В течение 1991 -1999 гг. в России действовали нормы амортиза­ционных отчислений на полное восстановление основных средств, утвержденные постановлением Совета Министров СССР от 22.10.1990г. № 1072 «О единых нормах амортизационных отчисле­ний на полное восстановление основных фондов народного хозяй­ства СССР». Они предназначены для возмещения балансовой (пер­воначальной) стоимости основных фондов предприятий путем включения начисленной амортизации по данным нормам в себе­стоимость продукции (работ, услуг). В соответствии с Указом Пре­зидента РФ от 8.05.1996 г. № 685 «Об основных направлениях налоговой реформы в Российской Федерации и о мерах по укрепле­нию налоговой и платежной дисциплины» внесен ряд изменений в порядок оценки стоимости имущества, относящегося к основным средствам. В частности, в состав имущества, подлежащего амортизации для целей налогообложения, включается имущество, сто­имость которого превышает 100-кратный размер установленного законодательством месячного минимального размера оплаты тру­да, полезный срок использования которого более одного года. В отношении нематериальных активов амортизационные отчисле­ния производятся равными долями в течение срока их существова­ния. Если срок использования данных активов определить невоз­можно, то период их амортизации устанавливается в 10 лет. Исходя из решения Правительства РФ о переходе отечественных предприятий на принципы ведения бухгалтерского учета и отчет­ности, заложенные в международных стандартах, в январе 1998 г. Минюстом РФ зарегистрировано Положение по бухгалтерскому учету «Учет основных средств» от 3.09.1997 г. (ПБУ 6/97).

В 1998 г. были введены в действие методические указания по бух­галтерскому учету основных средств, утвержденные Приказом Мин­фина РФ от 20.07.1998 г. № 33 н. Этими нормативными документа­ми установлены следующие новации.

1. Предприятиям предоставлено право не чаще одного раза в год (на начало отчетного года) переоценивать объекты основных средств по восстановительной стоимости путем индексации или прямого пересчета по документально подтвержденным рыночным ценам с отнесением возникающих разниц на добавочный капитал.

2.Амортизационные отчисления отражаются в бухгалтерском учете путем накопления соответствующих сумм на отдельном счете по учету амортизации. Они начисляются в отчетном пе­риоде независимо от результатов деятельности предприятия.

1. В соответствии с Федеральным законом «О государственной поддержке малого предпринимательства в Российской Феде­рации» от 14.06.1995 г. № 88-ФЗ малые предприятия вправе начислять амортизацию по основным производственным фон­дам по нормам, в 2 раза превышающим нормы, установленные для соответствующих видов основных средств. Они могут так­ же списывать дополнительно как амортизационные отчисле­ния до 50% первоначальной стоимости основных средств со сроком полезного использования более трех лет.
2. Предприятиям предоставлено право самостоятельно устанав­ливать порядок начисления амортизации одним из следующих способов:

- традиционным линейным способом;

- способом уменьшаемого остатка;

- способом списания стоимости основных средств по сумме лет полезного использования;

- способом списания стоимости основных средств пропорци­онально объему продукции (работ).

Применение одного из способов по группе однородных объектов производится в течение всего срока их полезного использования и предусматривается в учетной политике предприятия.

**При линейном методе амортизация** начисляется равными до­лями в течение всего срока службы основных средств до полного пе­ренесения их стоимости на издержки производства и обращения.

**При использовании метода уменьшаемого остатка** годовая сумма амортизационных отчислений определяется исходя из оста­точной стоимости инвентарного объекта на начало отчетного года и нормы амортизации, исчисленной исходя из срока полезного фун­кционирования этого объекта и коэффициента ускорения, установ­ленного законодательством РФ. Коэффициент ускорения применяется по перечню высокотехнологичных отраслей и эффективных ви­дов оборудования и составляет, как правило, 2,0, а по оборудова­нию, составляющему предмет финансового лизинга, не более 3,0.

**При методе списания стоимости основных средств по сумме лет полезного использования** амортизация начисляется линейным способом, по понижающимся нормам. В результате ускоренной амор­тизации значительно понижается налогооблагаемая прибыль пред­приятия.

**При способе списания стоимости основных средств про­порционально объему продукции (работ)** начисление аморти­зации производится исходя из натурального показателя объема продукции в отчетном периоде и соотношения первоначальной сто­имости объекта.

Несмотря на возможность применения различных методов начис­ления амортизации, определяющим фактором амортизационной по­литики является выбор оптимального амортизационного срока служ­бы различных категорий основных средств. Выбор такого срока находится в компетенции дирекции предприятия.

Наряду с налоговой амортизационной политикой предусмотрено расширение возможностей использования залога при осуществле­нии кредитования. Согласно Федеральному закону «Об ипотеке (за­логе) недвижимости» от 16.07.1998 г. № Ю2-ФЗ, ипотека может быть установлена в обеспечение обязательства по кредитному дого­вору, по договору займа, а также иного обязательства.

**Ипотека** обеспечивает уплату залогодателем (должником обя­зательства) залогодержателю (кредитору) основной суммы долга по кредитному договору или иному обеспеченному ипотекой обяза­тельству полностью либо в части, предусмотренной договором об ипотеке. Ипотека, установленная в обеспечение кредитного дого­вора (договора займа), обеспечивает уплату кредитору (заимодав­цу) причитающихся ему процентов за пользование кредитом. Ипо­тека призвана способствовать развитию жилищного строительства в России.

Субъектам инвестиционной деятельности предоставлена воз­можность создавать собственные денежные фонды для развития производственного потенциала и решения социальных задач (фон­дов накопления и потребления). Основным источником их образо­вания является чистая прибыль предприятий.

***Второй блок* — прямое участие государства в инвестици­онной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений,** находит утверждение в разработке, утверждении и фи­нансировании проектов, реализуемых за счет средств федерального и региональных бюджетов.

Формирование перечня строек и объектов технического перевоору­жения для федеральных государственных нужд и финансирование их за счет бюджетных ассигнований осуществляет Правительство РФ. Размещение заказов на подрядные строительные работы для государ­ственных нужд за счет средств федерального и региональных бюдже­тов для реализации инвестиционных проектов осуществляется государ­ственными заказчиками путем проведения конкурсов. Правительство РФ может предоставлять на конкурсной основе государственные гаран­тии по инвестиционным проектам, реализуемым за счет средств феде­рального бюджета. Для реализации таких проектов на конкурсной ос­нове могут размещаться средства федерального бюджета.

Размещение средств федерального бюджета осуществляется, как правило, на возвратной и срочной основах с уплатой процентов за пользование ими в размерах, определяемых Законом о федеральном бюджете на соответствующий год.

Бюджет развития исходя из требований Федерального закона «О бюджете развития Российской Федерации» от 26.11.1998 г. № 181-ФЗ предназначен для осуществления государственной поддержки инвесторов путем предоставления им государственных гарантий либо путем непосредственного выделения им средств (в форме ссуды) на условиях возвратности, срочности и платности. Объем денежных средств, направляемых в Бюджет развития, уста­навливается федеральным законом о федеральном бюджете на со­ответствующий год. Средства Бюджета развития образуются за счет следующих источников:

- внутренних и внешних заимствований на цели инвестирования;

- части доходов федерального бюджета от использования и при­ватизации объектов федеральной собственности, созданных в результате финансирования инвестиционных проектов за счет средств Бюджета развития;

- части доходов федерального бюджета от использования и продажи имущества, находящегося в федеральной собственности;

- доходов федерального бюджета от ранее произведенных бюд­жетных ассигнований на условиях возвратности, срочности и платности и др.

Денежные средства бюджета развития аккумулируются на спе­циальных счетах органов Главного управления федерального казна­чейства Минфина РФ и в учреждениях Центрального банка России.

Денежные средства Бюджета развития направляются на:

- финансирование инвестиционных проектов, отобранных на конкурсной основе;

- исполнение обязательств Правительства РФ по предоставлен­ным инвесторам государственным гарантиям за счет средств Бюджета развития.

Отвлечение временно свободных средств Бюджета развития на финансовые операции, не связанные с реализацией инвестиционных проектов, не допускается. Предоставление средств за счет Бюджета развития осуществляется:

- путем кредитования отобранных на конкурсах инвестиционных проектов, обеспеченных собственными средствами инвес­тора и иными источниками финансовых ресурсов в дополне­ние к собственным средствам;

- посредством прямых вложений в имущество коммерческих организаций, осуществляющих проекты при соответствую­щем увеличении доли государства в их уставном капитале.

Для финансирования инвестиционных программ государство впра­ве выпускать облигационные займы, вовлекать в инвестиционный про­цесс временно приостановленные и законсервированные стройки и объекты, находящиеся в федеральной собственности. Государство предоставляет также концессии отечественным и зарубежным инвес­торам по итогам торгов (аукционов и конкурсов) в соответствии с за­конодательством РФ.

***Третий блок* — иные формы государственного регулиро­вания инвестиционной деятельности** включает экспертизу про­ектов и защиту прав субъектов инвестиционной деятельности. Все инвестиционные проекты независимо от форм собственности и ис­точников финансирования до их утверждения подлежат экспертизе. Она проводится для предотвращения создания объектов, использование которых нарушает права юридических и физических лиц или не отвечает требованиям утвержденных стандартов (норм и пра­вил), а также для оценки эффективности капитальных вложений. Порядок проведения **государственной экспертизы инвестици­онных проектов** устанавливается Правительством РФ.

**Защита прав субъектов инвестиционной деятельности** вы­ражается в следующем:

- обеспечении равных прав при осуществлении данной деятель­ности;

- гласности при обсуждении инвестиционных проектов;

- праве обжалования в судебном порядке любых решений орга­нов государственной власти и должностных лиц, противореча­щих законным интересам юридических лиц и граждан.

Капитальные вложения могут быть:

1. национализированы только при условии предварительного и равноценного возмещения государством убытков, понесенных субъектами инвестиционной деятельности;
2. реквизированы по решению органов государственной власти в случаях и порядке, определенных Гражданским Кодексом РФ.

Страхование капиталовложений осуществляется в соответствии с законодательством РФ.

### **ВЫВОДЫ**

1.Для регулирования денежных потоков в инвестиционной сфере целесообразно сочетать методы денежно-кредитной и финансо­вой политики. Денежно-кредитная политика может быть разра­ботана на долгосрочную перспективу и является поэтому при­оритетной. Финансовая политика определяется финансовыми возможностями государства формировать в достаточном объе­ме Бюджет развития.

2.Активизация инвестиционной деятельности может осуществ­ляться как за счет государственных инвестиций, кредитов бан­ков и других привлеченных средств, так и путем косвенного ре­гулирования фондов накопления предприятий посредством понижательного давления налогов. Снижение налогового бремени позволит предприятиям повысить уровень самофинанси­рования вложений в капитальные активы. Инвестиционная деятельность предприятий в различных формах осуществляется при активном посредничестве банков. Поэтому целесообразно строить взаимоотношения банков с заемщиками с учетом накопленного мирового опыта в инвестиционной сфере. Например, выдача заемщикам консорциальных кредитов, проект­ное (спонсорское) финансирование крупных проектов, активиза­ция участия банков в формировании финансово-промышленных групп, развитие долгосрочного кредитования капитальных вло­жений и финансового лизинга.

Глава 2

ФИНАНСОВАЯ ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ

ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

**2.1 ПРАВИЛА ИНВЕСТИРОВАНИЯ**

Наиболее общими условиями успеха во всех формах инвестирова­ния являются:

- сбор необходимой информации;

- прогнозирование перспектив рыночной конъюнктуры по инте­ресующим инвестора объектам;

- гибкая корректировка инвестиционной тактики, а часто и стратегии.

Выбор наиболее эффективного способа инвестирования начина­ется с четкого определения возможных вариантов. Альтернатив­ные проекты поочередно сравниваются друг с другом и выбирается наилучший из них с точки зрения доходности, надежности и без­опасности.

При решении вопроса об инвестировании целесообразно опреде­лить, куда выгоднее вкладывать капитал: в производство, ценные бумаги, приобретение товаров для перепродажи, недвижимость или в валюту. Поэтому при инвестировании рекомендуется соблюдать следующие правила, выработанные практикой.

**1.Принцип финансового соотношения сроков** («Золотое банковское правило») гласит — получение и использование средств должны происходить в установленные сроки, а капи­тальные вложения с длительными сроками окупаемости це­лесообразно финансировать за счет долгосрочных заемных средств (облигационных займов с длительными сроками по­ гашения и долгосрочных банковских кредитов).

**2.Принцип сбалансированности рисков** — особенно риско­вые инвестиции рекомендуется финансировать за счет соб­ственных средств (чистой прибыли и амортизационных отчис­лений).

**3.Правило предельной рентабельности —** целесообразно выбирать такие капитальные вложения которые обеспечива­ют инвестору достижение максимальной (предельной) доход­ности.

4.Чистая прибыль от данного вложения капитала должна превы­шать ее величину от помещения средств на банковский депо­зит.

5.Рентабельность инвестиций всегда должна быть выше индек­са инфляции.

6.Рентабельность конкретного инвестиционного проекта с уче­том фактора времени (временной стоимости денег) всегда больше доходности альтернативных проектов.

7.Рентабельность активов предприятия после реализации про­екта увеличивается и в любом случае превышает среднюю ставку банковского процента по заемным средствам.

8.Рассмотренный проект соответствует главной стратегии пове­дения предприятия на рынке товаров и услуг с точки зрения формирования рациональной ассортиментной структуры производства, сроков окупаемости затрат, наличия финансовых ис­точников покрытия издержек производства и обеспечения ста­бильности поступления доходов от реализации проекта.

Инвестиции в реальные проекты — длительный по времени про­цесс. Поэтому при их оценке необходимо учитывать:

а) рискованность проектов — чем длительнее срок окупаемости затрат, тем выше инвестиционный риск;

б) временную стоимость денег, так как с течением времени день­ги теряют свою ценность вследствие инфляции;

в) привлекательность проекта по сравнению с альтернативными ва­риантами вложения капитала с точки зрения максимизации до­хода и роста курсовой стоимости акций компании при минималь­ном уровне риска, так как эта цель для инвестора определяющая.

Используя указанные правила на практике, инвестор может при­нять обоснованное решение, отвечающее его стратегическим целям.

**2.2. ПЕНА И ОПРЕДЕЛЕНИЕ СРЕДНЕВЗВЕШЕННОЙ СТОИМОСТИ КАПИТАЛА**

Каждому предприятию необходимы денежные ресурсы, чтобы фи­нансировать свою производственно-торговую деятельность.

Исходя из продолжительности функционирования в данной конк­ретной форме активы и пассивы классифицируются на краткосроч­ные и долгосрочные. Мобилизация того или иного источника средств связана для предприятия с определенными расходами:

1. акционерам следует выплачивать дивиденды;
2. владельцам корпоративных облигаций — проценты;
3. банкам — проценты за предоставленные ими ссуды и др.

Общая величина средств, которую следует уплатить за использо­вание определенного объема финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему, называется **«ценой» капитала.**

В идеальном случае предполагается, что оборотные активы фи­нансируются за счет чтобы не снизить свою ры­ночную стоимость.

На практике следует различать два понятия:

краткосрочных обязательств, а необоротные активы— за счет долгосрочных обязательств. Поэтому оптимизиру­ется общая сумма затрат на привлечение различных источников

1. **Концепция «цены»** является ключевой в теории капитала. Она характеризует ту норму доходности инвестиционного капитала, ко­торую должно обеспечить предприятие, цена капитала данного предприятия;
2. цена действующего предприятия в целом как хозяйствующего субъекта на рынке капитала;

Первое понятие количественно выражается в сложившихся на предприятии относительных годовых расходах по обслуживанию долга перед собственниками (аукционерами) и кредиторами. Второе выражается различными параметрами, в частности стоимостью ак­тивов, объемом собственного капитала и прибыли и т. д.

Оба понятия количественно взаимосвязаны. Так, если компания участвует в реализации инвестиционного проекта, рентабельность ко­торого ниже «цены» капитала, то цена фирмы после завершения данно­го проекта понизится. Поэтому «цена» капитала учитывается менедже­рами компании в процессе принятия инвестиционных решений.

В пассиве баланса отражаются как собственные, так и заемные источники средств. Структура данных источников существенно раз­личается по видам предприятий и сферам предпринимательской дея­тельности. Неодинакова также цена каждого источника средств, поэтому «цену» капитала предприятия исчисляют обычно по средней арифметической взвешенной.

Основная сложность заключается в вычислении стоимости единицы капитала, полученного за счет конкретного источника средств. Для некоторых источников «цену» капитала можно определить достаточно точно. Например, цена акционерного капитала, банковского кредита и т. д.

По другим источникам выполнить такие расчеты довольно слож­но. Например, по нераспределенной прибыли, кредиторской задол­женности. Зная даже ориентировочную величину «цены» капитала можно осуществить сравнительный анализ эффективности аванси­рованных средств, включая оценку инвестиционных проектов.

**Средневзвешенная стоимость капитала (ССК)** представля­ет собой минимальную норму прибыли, которую ожидают инвесто­ры от своих вложений. Выбранные для реализации проекты должны обеспечивать хотя бы не меньшую рентабельность, чем ССК. Рассчи­тывается ССК как средневзвешенная величина из индивидуальных стоимостей (цен), в которые обходится предприятию привлечение различных видов источников средств:

1)акционерного капитала, состоящего из стоимости обыкновен­ных и привилегированных акций (префакций);

2)облигационных займов;

3)банковских кредитов;

4)кредиторской задолженности и др.  
Стандартная формула для вычисления ССК следующая:

 (4)

где *Yi* — цена 1-го источника средств, %;

*Ki* — удельный вес i-гo источника средств в их общем объеме, доли единицы.

Первый этап в определение ССК — вычисление индивидуальных стоимостей, перечисленных видов ресурсов.

Второй этап — перемножение каждой из полученных цен на удельный вес ресурса в общей сумме источников средств.

Третий этап — суммирование полученных результатов.

С точки зрения риска ССК определяется как безрисковая часть нормы прибыли на вложенный капитал, которая обычно равна сред­ней норме доходности по государственным долговым обязательствам (облигациям Банка России, муниципальным облигациям и др).

Концепция ССК многогранна и связана с многочисленными вы­числениями. В повседневной практике возможен экспресс-анализ, в котором за *ССК* принимается средняя ставка банковского процен­та (СП).

Такой подход вполне логичен, так как при выборе варианта инве­стирования ожидаемая норма прибыли (рентабельность инвести­ций) должна быть выше, т. е. *Ри. > СП.* ССК используется в инвести­ционном анализе при отборе проектов к реализации:

1. для дисконтирования денежных потоков в целях исчисления чистой текущей стоимости *(ЧТС)* проектов. Если *ЧТС >* 0, то проект допускается к дальнейшему рассмотрению;
2. при сопоставлении с внутренней нормой прибыли *(ВНП)* проектов. Если *ВНП > ССК,* то проект может быть осуществлен как обеспе­чивающий удовлетворение интересов инвесторов и кредиторов.

При условии *ВНП = ССК* предприятие безразлично к данному проекту. При условии *ВНП < ССК* проект отвергается. Расчет *ССК* приведен в *табл. 2,1.*

**Таблица 2.1**

Расчет ССК по акционерной компании

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Источники средств | **Средняя сто­имость источни­ка для компании (среднегодовой процент)** | **Удельный вес источника в пассиве баланса (доли единицы)** |
| 1 ) Обыкновенные акции | 40 | 0,5 |
| 2) Привилегированные акции (префакций) | 20 | 0,1 |
| 3) Корпоративные облигации | 25 | 0,05 |
| 4) Кредиторская задолженность | 10 | 0.20 |
| 5) Краткосрочные кредиты банков | 60 | 0.15 |
| Итого: | — | 1,0 |



Учетная ставка ЦБР в IV квартале 1999 г. в расчете на год установлена в размере 55 %. Следовательно, привлечение капитала в указанных выше пропорциях для компании выгодно, так как СКК < СП (34,25 % < 55%).

Определив ССК, можно переходить к оценке инвестиционных проектов, имея ввиду, что рентабельность инвестиций должна быть выше средневзвешенной стоимости капитала *(Ри > ССК).*

**2.3. ФИНАНСОВЫЕ МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ РЕАЛЬНЫХ**

**ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ**

Наиболее важный этап в процессе принятия инвестиционных решений — оценка эффективности реальных инвестиций (капиталовложений).

От правильности и объективности такой оценки зависят сроки воз­врата вложенного капитала и перспективы развития предприятия.

Рассмотрим **важнейшие принципы и методические подхо­ды, используемые в международной практике для оценки эффективности реальных инвестиционных проектов.**

*Первым из таких принципов* является оценка возврата вложен­ного капитала на основе показателя денежного потока, формируемо­го за счет прибыли и амортизационных отчислений в процессе эксп­луатации проекта.

Показатель денежного потока может применяться для оценки проектов с дифференциацией по отдельным годам эксплуатации объекта или как среднегодовой.

*Вторым принципом оценки* является обязательное приведение к настоящей стоимости как вложенного капитала, так и величины денежных потоков. Это связано с тем, что процесс инвестирования осуществляется не одномоментно, а проходит ряд этапов, что нахо­дит отражение в бизнес-плане инвестиционного проекта.

Аналогично должна приводиться к настоящей стоимости и сумма денежного потока (по отдельным этапам его формирования).

*Третьим принципом оценки* является выбор дифференцирован­ного проекта (дисконта) в процессе дисконтирования денежного по­тока (приведения его к настоящей стоимости) для различных инвес­тиционных проектов.

Размер дохода от инвестиций (в форме денежного потока) обра­зуется с учетом следующих факторов:

а) средней реальной дисконтной ставки;

б) темпа инфляции (инфляционной премии);

в) премии за низкую ликвидность инвестиций;

г) премии за инвестиционный риск.

С учетом этих факторов при сравнении проектов с различными уровнями риска должны применяться при дисконтировании неодинаковые ставки процента. Более высокая ставка процента применя­ется обычно по проектам с большим уровнем риска. Аналогично при сравнении двух или более проектов с различными общими периода­ми инвестирования (ликвидностью инвестиций) более высокая став­ка процента должна применяться по проекту с более длительным сроком реализации.

*Четвертый принцип оценки* заключается в том, что выбирают­ся различные варианты форм используемой ставки процента для дис­контирования исходя из целей оценки. Для определения различных показателей эффективности проектов в качестве дисконтной ставки могут выбираться:

- средняя депозитная или кредитная ставка по рублевым или ва­лютным кредитам;

- индивидуальная норма прибыльности (доходности) инвести­ций с учетом темпа инфляции, уровня риска и ликвидности ин­вестиций;

- норма доходности по государственным ценным бумагам (обли­гациям Центрального банка России или муниципальным крат­косрочным облигациям);

- альтернативная норма доходности по другим аналогичным про­ектам;

- норма доходности по текущей (эксплуатационной) доходнос­ти предприятия.

Для финансовой оценки эффективности реальных инвестиций проектов используются следующие основные методы:

1. метод простой (бухгалтерской) нормы прибыли;
2. метод расчета чистой текущей стоимости (ЧТС) проекта;  
   3) индекс доходности;
3. период (срок)окупаемости;
4. внутренняя норма прибыли (ВНП) проекта;
5. модифицированный метод внутренней нормы прибыли.

Рассмотрим содержание указанных методов более подробно.

**Метод простой (бухгалтерской) нормы прибыли** заключается в том, что рассчитывается простая норма прибыли как отноше­ние суммы прибыли по отчетам предприятия к исходным инвестици­ям (капиталовложениям). Для расчета используется чистая прибыль (после налогообложения), к которой добавляется сумма амортизационных отчислений.

**** (5)

где *Пнп* - простая (бухгалтерская) норма прибыли, %;

*ЧП* - чис­тая прибыль, оставшаяся в распоряжении предприятия после налогообложения;

*АО* - сумма амортизационных отчислений по основным средствам;

*И* - исходные инве­стиции в проект (капиталовложения).

Выбирается проект с наибольшей простой нормой прибыли *(табл. 2.2).*

**Таблица 2.2**

Расчет рентабельности инвестиционного проекта с помощью простой

(бухгалтерской) нормы прибыли

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **№**  **п/п** | **Показатели** | | **Величина**  **показателя** |
| Расчет простой (бухгалтерской) прибыли | | | |
| 1 | | Доходы от проекта | 9000 |
| 2 | | Инвестиционные затраты на проект | 6750 |
|  | | В том числе: |  |
| 2.1 | | Денежные расходы | 4500 |
| 2.2 | | Неденежные расходы (амортизационные отчисления) | 2250 |
| 3 | | Прибыль от проекта | 2250 |
| 4 | | Налог на прибыль по ставке 30% (2250 х 30 : 100) | 675 |
| 5 | | Чистая прибыль от проекта (2250-675) | 1575 |
| 6 | | Рентабельность (доходность) проекта (1575 : 6750 х 100), % | 23,3 |
| Расчет простой (бухгалтерской) нормы прибыли на основе движения денежных потоков от проекта | | | |
| 1 | | Доходы от проекта | 9000 |
| 2 | | Инвестиционные затраты на проект | 5175 |
|  | | В том числе: |  |
| 2.1 | | Денежные расходы | 4500 |
| 2.2 | | Налог на прибыль | 675 |
| 3 | | Чистый денежный поток от проекта, включая амортизационные отчисления (9000 - 5175) | 3825 |
| 4 | | Рентабельность проекта, исчисляется по чистому денежно­му потоку (3825 : 5175 х 100), % | 73,9 |

Достоинством данного метода является его простота и надеж­ность для проектов, реализуемых в течение одного года. При использовании данного метода игнорируются:

а) неденежный (скрытый) характер некоторых затрат (амортиза­ционных отчислений);

б) доходы от ликвидности прежних активов, заменяемых новыми;

в) возможности реинвестирования получаемых доходов и вре­менная стоимость денег;

г) невозможность определить предпочтительность одного из про­ектов, имеющих одинаковую простую норму прибыли, но раз­личные объемы инвестиций.

**Метод чистой текущей стоимости (ЧТС) проекта** ориентирован на достижение главной цели инвестиционного менедж­мента — увеличении доходов акционеров (собственников).

ЧТС позволяет получить наиболее обобщенную характеристику результата инвестирования, т. е. конечный эффект в абсолютном выражении. ЧТС — это прибыль от проекта, приведенная к настоя­щей стоимости (НС).

Проект принимается к дальнейшему рассмотрению, если ЧТС > О, т. е. он генерирует большую, чем ССК, норму прибыли. Инвесторы и кредиторы будут удовлетворены, если подтвердится рост курса ак­ций акционерной компании, которая успешно реализовала инвести­ционный проект.

ЧТС выражает разницу между приведенными к настоящей сто­имости (путем дисконтирования) суммой денежных потоков за пе­риод эксплуатации проекта и суммой инвестируемых в его реализа­цию денежных средств:

*,* (6)

где *ЧТС* — чистая текущая стоимость проекта;

*НС* — настоящая стоимость денежного потока за период эксплуатации инвестиционного проекта;

*И* — сумма инвестиций (ка­питаловложений), направляемых на реализацию дан­ного проекта.

Применяемая дисконтная ставка при определении ЧТС диффе­ренцируется с учетом риска и ликвидности инвестиций.

**Пример.**

*В банк поступили для рассмотрения бизнес-планы двух инвес­тиционных проектов со следующими параметрами (табл. 2.3). Расчет настоящей стоимости денежных потоков приведен в табл. 2.4. ЧТС по инвестиционным проектам № 1 и № 2 составляют:*

*ЧТС1 = (34,808 - 28,0) = 6,808 млн руб.;*

*ЧТС2 = (32,884 - 26,8) = 6,084 млн руб.*

*Итак, сравнение показателей ЧТС по проектам подтвержда­ет, что проект № 1 является более эффективным, чем про­ект № 2. ЧТС по нему в 1,12 раза (6,808 : 6,084) выше, капи­тальные вложения для его реализации на 1,2 млн руб. (28,0 — 26,8) больше, чем по проекту № 2. Вместе с тем отдача (в форме будущего денежного потока) по проекту №2 на 4 млн руб. (44 - 40) выше, чем по проекту № 1.*

**Таблица 2.3**

Исходные данные по двум инвестиционным проектам (млн руб)

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Показатели** | **Инвестиционный проект № 1** | **Инвестиционный проект № 2** |
| Объем инвестируемых средств, млн руб. | 28,0 | 26,8 |
| Период эксплуатации проектов, лет | 3 | 4 |
| Сумма денежного потока (доход от проектов), млн руб. | 40,0 | 44,0 |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| В том числе год: |  |  |
| первый | 24,0 | 8,0 |
| второй | 12,0 | 12,0 |
| третий | 4,0 | 12,0 |
| четвертый | - | 12,0 |
| Дисконтная ставка, % | 10 | 12 |
| Среднегодовой темп инфляции, % | 7 | 7 |

Таблица 2.4

Расчет настоящей стоимости по двум инвестиционным проектам (млн руб)

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Годы** | **Инвестиционный проект № 1** | | | **Инвестиционный проект № 2** | | |
| Будущая стоимость денежных потоков | Дисконт­ный мно­житель при ставке 10% | Настоя­щая  стоимость (НС) | Будущая стоимость денежных потоков | Дисконтный множитель при ставке 12% | Настоя­щая  стоимость (НС) |
| Первый | 24 | 0,909 | 21,816 | 8 | 0,893 | 7,144 |
| Второй | 12 | 0,826 | 9,912 | 12 | 0,797 | 9,564 |
| Третий | 4 | 0,752 | 3,080 | 12 | 0,712 | 8,544 |
| Четвертый | — | — | — | 12 | 0,636 | 7,632 |
| Всего | 40 | — | 34,808 | 44 | — | 32,884 |

Примечание: коэффициент дисконтирования () определяется по формуле:



где Г – дисконтная ставка; t – число периодов лет.



 по проекту №1 для первого года



 для второго года



 для третьего года

Аналогичные расчеты проводятся по проекту №2.

**Показатель *ЧТС*** может быть использован не только для срав­нительной оценки эффективности инвестиционных проектов, но и как критерий целесообразности их реализации. Проект, по которо­му *ЧТС* является отрицательной величиной или равен нулю, отвер­гается инвестором, так как не принесет ему дополнительный доход на вложенный капитал. Проект с положительным значением *ЧТС* позволяет увеличить первоначально авансированный капитал вкладчика.

Показатель - **индекс доходности *(ИД)*** рассчитывается по формуле:



( 7)

где *НС* — объем денежных потоков в настоящей стоимости;

*И* — сумма инвестиций, направленных на реализацию про­екта. (при разновременности вложений также приво­дится к настоящей стоимости).

**Пример.**

*Используем данные по двум инвестиционным проектам и определим по ним индекс доходности. По проекту № I индекс* *доходности ИД = (34,808 : 28) = 1,24.*

*По проекту* № *2 индекс доходности ИД = (32,884 : 26,8) = 1,23.*

*Следовательно, по данному критерию эффективность проектов примерно одинакова.*

Если значение индекса доходности меньше единицы или равно ей, то проект не принимается к рассмотрению, так как он не прине­сет инвестору дополнительного дохода, а банку не дает гарантии вло­женных в него заемных средств.

**Период окупаемости *(Т)*** - один из наиболее распространен­ных методов оценки эффективности инвестиционных проектов. Он рассчитывается по формуле:

 (8)

где И – сумма инвестиций направленных на реализацию проекта (при разновременности вложений приводит к настоящей стоимости);

НС - настоящая стоимость денеж­ного потока в периоде *t.*

**Пример.**

*Используя данные по приведенным ранее практикам, опреде­лим по ним период окупаемости Т.*

*В этих целях устанавливается среднегодовая сумма денеж­ного потока в настоящей стоимости.*

*По проекту № 1 она равна 11,603 млн руб. (34,808: 3);*

*По проекту №2 — 8,2221 млн руб. (32,884 : 4).*

*С учетом среднегодовой стоимости денежного потока пери­од окупаемости Т равен:*

*По проекту № 1 — 2,4 года (28,0 :11,603);*

*По проекту №2 — 3,3 года (26,8 : 8,221).*

Это свидетельствует о серьезном преимуществе проекта № 1. При сравнении данных проектов по показателям *ЧТС* и индексу до­ходности *ИД* эти преимущества были менее заметными.

Характеризуя показатель «период окупаемости», следует отме­тить, что он может быть использован не только для оценки эффектив­ности капитальных вложений, но уровня инвестиционного риска, свя­занного с ликвидностью. На практике чем длительнее период реализации проекта до полной его окупаемости, тем выше уровень инвестиционного риска. Недостатком данного метода является то, что он не учитывает те денежные потоки, которые образуются после пе­риода окупаемости капитальных вложений. Так, по проектам с дли­тельным сроком окупаемости может быть получена более весомая сумма ЧТС, чем по проектам с коротким сроком эксплуатации.

**Метод внутренней нормы прибыли** (ВНП)характеризует уро­вень доходности конкретного инвестиционного проекта (маржинальной эффективности вложенного капитала), выражаемый дисконтной став­кой, по которой будущая стоимость денежного потока от капитальных вложений приводится к настоящей стоимости авансированных средств. ВНП можно принять в размере дисконтной ставки, по которой чистая те­кущая стоимость в процессе дисконтирования будет приведена к нулю.

**Пример.**

*Используя данные, приведенные в табл. 2.3 и 2.4, определим ВНП по проектам. Например, по проекту № 1 необходимо найти размер дисконтной, при которой настоящая сто­имость денежного потока 34,808 млн руб.*

*Размер этой ставки определяется по формуле:*



(9)

*где ЧТС* — *чистая текущая стоимость; И* — *объем инвестиру­емых в проект средств.*



Приведенные данные свидетельствуют о приоритетном значении для инвестора проекта № 1, так как ВНП по нему больше, чем по проек­ту 2, а также превышает среднегодовой темп инфляции (7%). На прак­тике инвестиционный бюджет предприятия часто ограничен, поэтому перед его руководством стоит задача установить такую комбинацию проектов, которая в рамках имеющихся денежных средств дает наи­большее приращение чистой текущей стоимости. Затем подбирается комбинация с учетом делимости (возможности частичной реализации) или неделимости (возможности полного осуществления проектов).

Исходные данные для отбора проектов представлены в *табл. 2.5.* Из ее показателей следует, что для делимых проектов А, Б, В, и Г при инвес­тиционном бюджете 12,6 млн руб., портфель инвестиций будет состоять:

- из полной реализации проекта А —2,475 млн руб.;

- частичной реализации проекта Б — 10,125 млн руб. (12,6-2,475).

**Таблица 2.5**

Исходные данные для отбора инвестиционных проектов

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Проект** | **Начальные инвести­ционные затраты, млн руб.** | **Внутренняя норма прибыли, %** | **Чистая текущая стоимость, млн руб.** |
| А | 4,5 | 55 | 2,475 |
| Б | 10,8 | 35 | 3,78 |
| В | 3,6 | 30 | 1,08 |
| Г | 5,4 | 25 | 1,35 |

*Примечание.* 1. ЧТС по проекту А — 2,475 млн руб. (4,5x55:100).

2. Аналогичные расчеты производятся по проектам Б, В, Г. Показатель внутренней нормы прибыли наиболее приемлем для сравнительной оценки проектов в рамках более широкого диапазона:

- с уровнем рентабельности всех активов в процессе эксплуата­ционной деятельности предприятия;

- со средней нормой доходности аналогичных инвестиционных проектов;

- с нормой прибыльности по альтернативному инвестированию с депозитным вкладом, муниципальным облигационным зай­мом, валютным операциям и т д.).

Исходя из приведенных критериев любое предприятие вправе ус­тановить для себя приемлемый уровень ВНП (конечно, с учетом сте­пени инвестиционного риска).

**Модифицированный метод ВНП** представляет собой более усовершенствованную модель внутренней нормы прибыли. Он дает более правильную оценку эффективности авансированных в проект средств и снимает проблему множественности нормы прибыли. Эта­пы проведения расчетов следующие.

*Первый шаг.* Все денежные потоки доходов приводятся к конеч­ной (будущей) стоимости по средневзвешенной стоимости капитала и складываются по годам.

*Второй шаг.* Полученная сумма приводится к настоящей стоимо­сти по ставке внутренней нормы прибыли проекта.

*Третий шаг.* Из настоящей стоимости доходов вычитается насто­ящая стоимость инвестиционных затрат и вычисляется чистая теку­щая стоимость проекта. Она сравнивается с настоящей стоимостью инвестиционных затрат и должна ее превышать (ЧТС больше насто­ящей стоимости затрат).

Каждый из методов оценки инвестиционных проектов дает воз­можность менеджерам предприятия изучить характерные особенно­сти проекта и принять правильное решение.

Следовательно, **основные критерии принятия инвестицион­ных решений** следующие:

1. отсутствие более выгодных альтернатив для вложения свобод­ных денежных средств;
2. минимизация риска потерь от инфляции;
3. краткость срока окупаемости капитальных вложений;
4. дешевизна проекта;
5. обеспечение стабильности поступлений доходов от проекта;
6. высокая рентабельность инвестиций после дисконтирования.

Используя комбинацию указанных показателей, инвестор (кре­дитующий его банк) может принять обоснованное решение в пользу того или иного проекта. Из данного набора инвестиционных крите­риев целесообразно выделить ключевые и на их основе выбрать при­емлемый для инвестора вариант.

Главное требование к инвестиционному портфелю предприятия — его сбалансированность. Это означает, что необходимо располагать проектами, которые в настоящее или ближайшее время обеспечат пред­приятие денежными средствами, а также перспективными проектами, которые принесут высокую отдачу (в форме прибыли) в будущем.

Одновременно целесообразно доинвестировать денежные сред­ства из стареющих видов производства в более современные.

Очень часто на практике предприятие, выбрав рентабельный проект, сталкивается с нехваткой денежных средств для его реализации. В таком случае целесообразно осуществить дополнительные расчеты с учетом привлечения внутренних и внешних источников финансирования.

Привлечение заемных средств для реализации проекта нередко повышает рентабельность собственного капитала, вложенного в него. Однако это наблюдается в том случае, если доходность инвес­тиций выше «цены кредита» (средней ставки процента по банковско­му кредиту). Максимизация массы прибыли при различных соотно­шениях внутренних и внешних источников финансирования инвестиционной деятельности достигается в процессе расчета **эф­фекта финансового рычага** *(табл. 2.6).*

Данный эффект заключается в том, что к норме прибыли на собствен­ный капитал присоединяется прибыль, полученная благодаря использо­ванию заемных средств несмотря на их плотность. В приведенном приме­ре за счет использования заемных средств норма чистой прибыли на собственный капитал по проекту № 2 выше, чем по проекту № 1. Эффект финансового рычага — 4 % (16 - 12) достигнут за счет того, что норма прибыли на инвестируемый капитал превышает ставку ссудного процен­та. В нашем примере такое превышение по проекту № 2 составляет 8 % (20 - 12). По проекту № 1 эффект финансового рычага отсутствует, по­скольку заемные средства для его реализации не привлекались.

#### Таблица 2.6

Расчет эффекта финансового рычага по двум инвестиционным проектам

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Показатели** | **Инвестиционный проект № 1** | **Инвестиционный проект № 2** |
| Объем инвестиционных ресурсов, млн руб. | 15,0 | 15,0 |
| В том числе:  Собственные средства  Заемные средства | 15,0 | 7,5  7,5 |
| Норма налоговой прибыли на инвестированный капитал, % | 20 | 20 |
| Ставка процента за кредит, % | - | 12 |
| Ставка налога на прибыль, % | 30 | 30 |
| Валовая прибыль (15 х 20 : 100) | 3,0 | 3,0 |
| Налог на прибыль (3 х 30 : 100) | 0,9 | 0,9 |
| Сумма процента за кредит (7,5x12:100) | - | 0.9 |
| Чистая прибыль | 2,1 | 1,2 |
| Норма чистой прибыли на собственный капитал, % | 14,0(2,1:15 х100) | 16,0(1,2:7,5 х100) |

Для принятия обоснованного инвестиционного решения следует ответить на несколько ключевых вопросов.

1.Какие факторы мешают росту эффективности инвестирования?

2.Какова сила их влияния на производственно-коммерческую деятельность предприятия?

3.Какова их реальная долговечность с учетом фактора времени?

4.Какие новые факторы могут мешать инвестированию в будущем?

5.Насколько надежна защита предприятия от неблагоприятных факторов?

6.Насколько эффективность инвестиций зависит от изменения экономической конъюнктуры?

В настоящее время крупные капиталоемкие проекты имеют, как пра­вило, низкие показатели доходности и длительные сроки окупаемости. Поэтому они должны финансироваться преимущественно за счет средств федерального и муниципальных бюджетов. Те сферы предпринимательс­кой деятельности, которые дают быструю отдачу в форме прибыли (дохо­да) или имеют высокую оборачиваемость вложенных средств, целесооб­разно финансировать за счет собственных средств инвесторов (производство товаров народного потребления, торговля и т д.)

Реальный процесс принятия управленческих решений требует обширной информации и множества финансовых расчетов, которые находят отражение в инвестиционных планах предприятий.

При выборе инвестиционной стратегии предприятию необходимо учитывать жизненный цикл товара на рынке.

*На первой стадии* (освоения) доходы от продаж растут очень медленно, так как объем сбыта продукции невелик. Рынок знакомит­ся с товаром. Прибыли еще нет, она невелика.

*На второй стадии* (рост) наблюдается быстрое увеличение объема продаж и прибыли.

*На третьей стадии (зрелость)* доходы от реализации остаются на постоянном уровне, поскольку возможности привлечения новых покупателей исчерпаны. Прибыль в этот период достигает своего максимального значения.

*На четвертой стадии* (закат) жизненного цикла объем продаж падает, а прибыль стремится к нулю. Товар необходимо снимать с производства и заменять его новым.

Учет жизненного цикла товара позволяет инвестору выбирать наиболее высокодоходные инвестиционные проекты.

**2.4. АНАЛИЗ ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТИ**

### **ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА**

Цель анализа — установить уровень влияния отдельных варьирую­щих факторов на финансовые показатели инвестиционного проекта. Его инструментарий позволяет оценить потенциальное воздействие риска на эффективность проекта. Однако как ответить на вопрос, на­сколько сильно каждый конкретный параметр проекта может изме­ниться в негативную сторону (при стабильности остальных парамет­ров), прежде чем это повлияет на решение о выгодности проекта?

В анализе чувствительности инвестиционные критерии опреде­ляются для широкого диапазона исходных условий. Выделяются наиболее важные параметры проекта, выявляются закономерности изменения финансовых результатов от динамики каждого из пара­метров.

**В ходе исследования чувствительности капитального про­екта** обычно рассматриваются следующие параметры:

а) физический объем продаж как результат емкости рынка, доли предприятия на рынке, потенциала роста рыночного спроса;

б) цена продукта (услуги);

в) темп инфляции;

г) необходимый объем капитальных вложений;

д) потребность в оборотном капитале;

е) переменные издержки;

ж) постоянные издержки;

з) учетная ставка процента за банковский кредит и др.

Данные параметры не могут быть изменены посредством приня­тия управленческих решений.

В процессе анализа чувствительности вначале определяется «базовый» вариант, при котором все изучаемые факторы принимают свои первоначальные значения. Только после этого значение одного из ис­следуемых факторов варьируется в определенном интервале при ста­бильных значениях остальных параметров. При этом оценка чувстви­тельности проекта начинается с наиболее важных факторов, которые соответствуют пессимистическому и оптимистическому сценариям. Только после этого устанавливается влияние изменений отдельных па­раметров на уровень эффективности проекта. Кроме того, анализ чув­ствительности положен в основу принятия проекта. Так, например, если цена оказалась критическим фактором, то можно усилить програм­му маркетинга или пересмотреть затратную часть проекта, чтобы сни­зить его стоимость. Если осуществленный количественный анализ рис­ков проекта выявит его высокую чувствительность к изменению объема производства, то следует уделить внимание мерам по повышению про­изводительности труда, обучению персонала менеджменту и т. п.

В формировании денежного потока проекта, а следовательно, его эффективности участвуют факторы позитивного (доходного) и негативного (расходного) характера. К позитивным факторам можно от­нести задержку оплаты за поставленные материальные ресурсы, а также период времени поставки продукции с момента получения авансового платежа при реализации продукции на условиях предоп­латы. Однако задержки оплаты за поставленные материалы оказы­вают позитивное влияние на финансовый результат только в том случае, если цена материалов определяется на дату поставки и соот­ветствует текущему уровню цен на них. Важной является группа факторов, связанная с формированием и управлением товарно-мате­риальными запасами.

**Показатель чувствительности** вычисляется как отношение процентного изменения критерия - выбранного показателя эффек­тивности инвестиций (относительно базисного варианта) к измене­нию значения фактора на один процент. Таким способом определя­ются показатели чувствительности по каждому из исследуемых факторов.

С помощью анализа чувствительности на базе полученных дан­ных можно установить наиболее приоритетные с точки зрения риска факторы, а также разработать наиболее эффективную стратегию ре­ализации инвестиционного проекта.

Отметим, что, несмотря на все преимущества метода анализа чув­ствительности проекта: объективность, простоту расчетов, их нагляд­ность (именно эти критерии положены в основу его практического использования), данный метод обладает серьезным недостатком -однофакторностью. Он ориентирован только на изменения одного фактора проекта, что приводит к недоучету возможностей связи меж­ду отдельными факторами или недоучету их корреляции.

Поэтому на практике используется также **метод анализа сце­нариев.** Он включает в себя учет одновременного (параллельного) изменения ряда факторов, влияющих на степень риска проекта. Та­ким образом, определяется воздействие одновременного изменения всех основных переменных проекта, характеризующих его денеж­ные потоки (приток И отток денежных средств). Важным преимуще­ством метода является тот факт, что отклонения параметров (от ба­зовых значений) рассчитываются с учетом их взаимосвязей (корреляции).

Глава 3

ЭКОНОМИЧЕСКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

И НАЗНАЧЕНИЕ ФИНАНСОВЫХ

ИНВЕСТИЦИЙ

**3.1. РОЛЬ ФИНАНСОВОГО РЫНКА В МОБИЛИЗАЦИИ**

**И РАСПРЕДЕЛЕНИИ ДЕНЕЖНЫХ РЕСУРСОВ ПРЕДПРИЯТИЙ**

В условиях товарного (рыночного) хозяйства бесперебойное форми­рование финансовых ресурсов, а также их эффективное использова­ние достигается с помощью финансового рынка. Он представляет собой форму организации движения денежных средств в народном хозяйстве и функционирует в виде рынка ценных бумаг и рынка ссуд­ного капитала.

Объективной предпосылкой функционирования финансового рынка является несовпадение потребностей в финансовых ресурсах у хозяйствующих субъектов с наличием источников покрытия дан­ных потребностей. На практике свободные денежные средства мо­гут быть в наличии у одних владельцев (собственников), а инвести­ционные потребности возникают у других субъектов рынка.

Для мобилизации временно свободных денежных средств и раци­онального их использования и предназначен финансовый рынок. Его функциональное назначение заключается в посредничестве движе­нию денежных ресурсов от их владельцев к пользователям.

Владельцами выступают юридические лица и граждане, накапли­вающие у себя денежные средства для последующего инвестирова­ния в финансовые и капитальные активы. Частные лица (домашние хозяйства) осуществляют вложения своих сбережений либо непо­средственно (индивидуальным способом), либо через финансовых посредников (финансово-кредитные институты).

В роли заемщиков выступают хозяйствующие субъекты, вклады­вающие полученные с финансового рынка денежные средства в раз­личные объекты предпринимательской деятельности (например, расширение производства товаров и услуг в недвижимость) с целью извлечения дополнительного дохода (прибыли).

Функционирование финансового рынка неразрывно связано с на­личием в народном хозяйстве реальных собственников, обладающих реальной хозяйственной самостоятельностью и ответственностью за результаты финансовой деятельности.

Только такие независимые собственники способны заключать на финансовом рынке коммерческие сделки и предъявлять спрос на фондовые ценности в обмен на деньги.

Большинство зарубежных и отечественных ученых-экономис­тов, определяя экономическую природу финансового рынка, исхо­дят из целевого назначения выполняемых им функций.

Так, Ван Хорн отмечал: «Назначение финансовых рынков — эф­фективное распределение накоплений между конечными потребите­лями». Экономика могла бы процветать и без финансовых рынков, если бы одни и те же хозяйствующие субъекты сберегали средства и мобилизовали капитал для ее развития. Однако в современном хозяй­стве субъекты рынка, занимающиеся преимущественно мобилизаци­ей капитала, используют для инвестиций в реальные активы больше средств, чем сберегают. С другой стороны, домашние хозяйства на­капливают больше средств, чем расходуют на цели потребления.

Следовательно, чем выше разрыв между объемами предлагаемых инвестиций и сбережений, тем актуальнее необходимость суще­ствования эффективного финансового рынка для распределения сбережений между конечными потребителями. Согласование ин­тересов конечного инвестора и конечного владельца денежных средств осуществляется оптимальным образом и с минимальными затратами на финансовом рынке. **Эффективный финансовый рынок** абсолютно необходим для обеспечения адекватного объема свободного капитала и поддержания экономического роста государ­ства. При отсутствии финансовых активов, кроме наличных денеж­ных средств, субъекты рынка могли бы инвестировать не больше, чем накоплено, поэтому их финансовая активность оказалась бы ограниченной. Если же размер намечаемых реальных инвестиций превышает сумму текущих сбережений, то субъекты рынка вынуж­дены были бы отложить их осуществление до накопления необходи­мых денежных средств. Вследствие отсутствия финансирования хозяйствующим субъектам (предприятиям и корпорациям), не рас­полагающим достаточным капиталом, пришлось отложить или от­казаться от реализации многих высокодоходных проектов. Дан­ная ситуация характерна для экономики России, отличающейся острым дефицитом инвестиционных ресурсов для вложения их в ка­питальные активы (здания, сооружения, оборудование и т. д.).

В переводной и отечественной экономической литературе можно встретить различные определения финансового рынка. Так, Л. Д. Гитман и М. Д. Джонк трактуют финансовые рынки как «механизм, объединяющий тех, кто предлагает финансовые ресурсы тем, кто их ищет для заключения сделок, как правило, при помощи посредников, таких как фондовые биржи». Под финансовым рынком они понимают толь­ко рынок акций, облигаций и опционов. Их общей особенностью явля­ется то, что цена каждого финансового инструмента в любой момент находится в точке равновесия спроса и предложения. По мере появле­ния новой информации о доходности риска, инфляции, событиях в мире и т. д. изменения в соотношении спроса и предложения приво­дят к образованию нового равновесия или новой рыночной цены на финансовые инструменты.

М. Ю. Алексеев полагает, что «рынок, обеспечивающий распре­деление денежных средств между участниками экономических от­ношений, называется финансовым рынком». Автор правильно от­мечает, что понятие финансового рынка является весьма широким, поскольку охватывает не только традиционные финансовые, но и многообразные формы кредитных отношений. М. Ю. Алексеев при­знает только два сегмента финансового рынка — рынок банковских кредитов и ценных бумаг.

И. С. Меньшиков дает более краткое и прагматичное определение данному термину: «Финансовый рынок — это организованная торгов­ля ценными бумагами». Тогда неясно, куда отнести неорганизован­ную торговлю фондовыми инструментами на внебиржевом рынке.

Е. В. Михайлова рассматривает финансовый рынок в двух аспек­тах: теоретическом и практическом. «С политико-экономических позиций финансовый рынок представляет собой сферу реализации экономических отношений, выраженных финансовым капиталом, сферу проявления отдельных сторон финансового капитала. С прак­тической точки зрения финансовый рынок означает операции с цен­ными бумагами. Таким образом, территориально финансовый рынок может охватывать страну, регион или мир в целом».

Наиболее полное определение представлено В. С. Торкановским: «Финансовый рынок - это совокупность всех денежных ресурсов, находящихся в постоянном движении, распределении или перераспредёлёнии, меняющихся под влиянием спроса и предложения на эти ресурсы со стороны различных субъектов экономики».

При этом В. С Торкановский выделяет три наиболее важных сег­мента финансового рынка:

1.рынок находящихся в обращении наличных денег и выполняю­щих аналогичные функции краткосрочных платежных средств (векселей, чеков и т. д.) — денежный рынок;

2.рынок ссудного капитала, т. е. кратко- и долгосрочных банков­ских кредитов;

3.рынок ценных бумаг — фондовый рынок.

Следует полагать, что последний из них и является собственно финансовым рынком в более узком его понимании. Поэтому **финан­совый рынок представляет собой совокупность финансовых ; институтов, направляющих поток денежных средств от вла­дельцев (собственников) к заемщикам с помощью фондовых инструментов (ценных бумаг).**

Финансовый рынок многообразен, но предмет купли-продажи - это деньги, предоставляемые в пользование в различных формах. На фондовом рынке функционируют финансовые (портфельные) инвес­тиции, предназначенные для приобретения ценных бумаг. Состав финансового рынка в России представлен в табл. 3.1.

Экономическая природа финансового рынка наиболее полно рас­крывается в его функциях:

1.реализация стоимости и потребительной стоимости, заклю­ченной в финансовых активах;

2.организация процесса доведения финансовых активов до по­требителей (вкладчиков и покупателей);

3.финансовое обеспечение процесса инвестирования (вложения капитала);

4.воздействие на денежное обращение в стране.

В процессе выполнения финансовым рынком *первой функции* происходит движение стоимости валового внутреннего продукта (ВВП), которое выражается через обмен: деньги обмениваются на финансовые активы.

**Таблица 3.1**

Схема классификации финансового рынка по определяющим его признакам

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Финансовый рынок** | | | | | |
| **Эмитенты** | **Экономическая**  **Природа ценных**  **бумаг** | **Связь ЦБ с первичным**  **размещением и**  **последующим**  **обращением** | **Длительность**  **привлечения временно свободных средств** | **Способ выплаты**  **доходов по ЦБ** | **Уровень**  **риска** |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 1. Государство (государственные и муниципальные долговые обязательства) | 1. Ценные бумаги,  имеющие отношение к совпадению (долевые акции) | 1. Первичный рынок | 1 . Денежный рынок | 1.ЦБс  фиксированным  доходом | 1.ЦБс  небольшим  уровнем риска |
| 2. Частный  сектор (корпоративные ценные бумаги ЦБ) | 2. Ценные  бумаги, выражающие  отношение займа (облигации) | 2. Вторичный рынок | 2. Рынок капитала | 2. ЦБ с плавающим  доходом | 2. Высоко-  рисковые ЦБ (корпоративные  акции и  облигации) |
| 3. Иностранные  субъекты | 3. Производные  ценные бумаги (опционы, фьючерсы) | 3. ЦБ с  дисконтом |  |

Процесс инвестирования в финансовые активы можно выразить формулой:

Акции(Г1) Облигации(Г2)

И-д фа-Д1 (10)

Депозиты(Г3) Прочие финансовые активы(Г4)

Здесь И — инвестиции; Д фа — денежное выражение инвестиций, вложенные финансовые активы (акции, облигации), паи, займы и др; Г1, Г2, ГЗ, Г4 — норма доходности соот­ветствующих финансовых активов, %; Д1— доход от финансовых активов в форме дивидендов, процентов и т.д.

Завершение процесса такого обмена означает законченность, акта реализации стоимости, заключенной в финансовом инструмен­те, и общественное признание его потребительной стоимости, про­изведенной и выраженной в данном активе. Реализация финансо­вых активов означает возмещение первоначальных инвестиций и получение инвестором дополнительного дохода в форме прибыли.

*Вторая функция* финансового рынка заключается в организации процесса доведения финансовых активов до потребителя. Эта функ­ция выражается через создание сети различных институтов по реали­зации ценных бумаг: банков, фондовых бирж, страховых инвестици­онных компаний и фондов. Назначение этих институтов заключается в создании приемлемых условий для обмена денежных средств инвес­торов (покупателей) на интересующие их финансовые активы.

Содержание *третьей функции* финансового рынка состоит в ак­кумулировании денежных ресурсов у инвесторов (вкладчиков) для приобретения финансовых активов. Процесс сбережения финансо­вых ресурсов включает в себя как накопление собственного капита­ла, так и взятие его взаймы (в форме ссуды), внаем (инвестицион­ный селенг).

Содержанием *четвертой функции* является создание с помощью финансового рынка необходимых условий для непрерывного движе­ния денег в процессе совершения платежей (вместо бартерного обме­на и взаимозачетов) и регулирование денежной массы в обращении. Через данную функцию осуществляется реализация на финансовом рынке денежной политики государства (посредством отвлечения части денежной массы из обращения и вложения ее в ценные бумаги). До недавнего времени (до 17.08.1998) такую политику осуществлял Цен­тральный банк России путем операций купли и продажи на фондовом рынке государственных ценных бумаг (через уполномоченные ком­мерческие банки). От устойчивости денежного обращения в стране зависит и стабильность финансового рынка.

Финансовый рынок является объектом управления со стороны государственных органов. Как объект управления он характеризует­ся следующими показателями: емкостью и конъюнктурой рынка, сбалансированностью спроса и предложения на фондовые инстру­менты, условиями их реализации, уровнем финансового риска и до­ходности ценных бумаг.

**Под емкостью финансового рынка** понимается возможный годовой объем продажи определенного актива при сложившемся уровне цен на него. Емкость данного рынка зависит как от вида фи­нансовых активов (например, «голубые фишки»), так и от всей их массы, находящейся в обращении. Она складывается под влиянием ряда внешних и внутренних факторов: социально-экономических процессов, доходов покупателей и вкладчиков, уровня цен (курса ценных бумаг), нормы дивиденда и ставки процента.

Изучение конъюнктуры предполагает постоянное наблюдение за рынком, отклонением спроса от предложения финансовых активов.

Исходя из соотношения спроса и предложения различают благо­приятную и неблагоприятную ситуации на финансовом рынке. Из­менение конъюнктуры проявляется в движении рыночной цены. Нормальное развитие финансового рынка требует установления правильного соотношения между спросом и предложением финансо­вых активов, их сбалансированности. Спрос и предложение должны находиться в динамическом развитии, которое обеспечивает беспре­пятственную реализацию предлагаемых на рынке финансовых акти­вов при одновременном удовлетворении спроса на них.

Следует отметить, что на развитом рынке финансовые активы об­ладают большей ликвидностью, чем многие промышленные товары и недвижимость. Их можно купить и сразу продать, что создает благо­приятные условия для «игры» на понижение или повышение курсов ценных бумаг. Поэтому один и тот же субъект рынка может высту­пать в роли продавца и в роли покупателя финансовых активов (по­средством заключения срочных контрактов).

Финансовый (фондовый) рынок представляет собой систему са­мостоятельных сегментов. Например, рынки корпоративных ценных бумаг, государственных долговых обязательств, производных фон­довых инструментов. По сфере распространения, т. е. по широте ох­вата, можно выделить международный и внутренний финансовые рынки. В свою очередь внутренний рынок делится на региональные рынки и образуемые финансовыми центрами (фондовыми биржами, банками, финансовыми компаниями и т. д.). В качестве товара на внутреннем финансовом рынке выступают:

- валютные ценности (иностранная валюта и ценные бумаги,  
выражаемые в этой валюте);

- ценные бумаги (эмиссионные и коммерческие); « драгоценные металлы и камни;

- ценные бумаги, представляющие безусловное долговое обяза­тельство страховых компаний и негосударственных пенсион­ных фондов (страховое свидетельство, медицинский полис,  
пенсионный полис и др.);

- деньги (рублевые банкноты, депозитные и сберегательные сер­тификаты).

По основной группе финансовых активов фондовый рынок подраз­деляется на денежный рынок и рынок капитала. **На денежном рын­ке** продаются и покупаются краткосрочные ценные бумаги (со сроком погашения до одного года). **На рынке капитала** заключаются сдел­ки с долгосрочными ценными бумагами (акциями и корпоративными облигациями). Рынок капитала в свою очередь подразделяется на пер­вичный и вторичный. На первичном рынке предполагаются новые выпуски ценных бумаг. Вторичный рынок — механизм купли-прода­жи ранее размещенных ценных бумаг. По степени организованности финансовый рынок можно классифицировать на организованный (фондовые и валютные биржи) и неорганизованный (сфера купли-про­дажи ценных бумаг через сеть брокерских и дилерских компаний).

Согласно Федеральному Закону РФ «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 г., организатором торговли на рынке ценных бумаг высту­пает **фондовая биржа,** функционирующая в форме некоммерче­ского партнерства. С ее помощью совершаются сделки с ценными бу­магами, приводящие к смене их владельца. Биржа оказывает информационные, расчетные услуги, дает определенные гарантии своим клиентам, накладывает ограничения на торговлю ценными бумагами и получает комиссионное вознаграждение от сделок.

Фондовая биржа работает по лицензии, выдаваемой Минфином РФ (Письмо Минфина РФ «О лицензировании биржевой деятельно­сти на рынке ценных бумаг» от 15.04.1992, № 20 и от 2.03.1993, № 10). Фондовой биржей признается только организатор торговли на рынке ценных бумаг, не совмещающий деятельность по организа­ции торговли с другими видами деятельности, за исключением де­позитарной и деятельности по определению взаимных обязательств.

Биржа организует торговлю между ее членами. Другие участники фондового рынка вправе совершать операции на бирже только через посредничество ее членов, которыми могут быть любые профессио­нальные участники фондового рынка.

Фондовая биржа вправе установить количественное ограниче­ние числа ее членов. Она самостоятельно определяет процедуру включения в список ценных бумаг, допущенных к обращению на бирже, процедуру листинга и делистинга. Биржа обязана обеспе­чить гласность и публичность проводимых торгов путем оповеще­ния ее членов о месте и времени проведения торгов, о списке и ко­тировке ценных бумаг, допущенных к обращению на данной бирже, о результатах торговых сессий, а также предоставлять ин­формацию о правилах торговли ценными бумагами. Фондовая бир­жа не может определять размеры вознаграждения, взимаемого ее членами за совершение биржевых сделок.

Следует отметить, что биржа не определяет цены на фондовые ценности. Она их только констатирует, объективно способствуя их формированию. Во всем мире нормативные акты о биржах не фикси­руют порядок определения биржевого курса ценных бумаг. В ряде биржевых уставов лишь указывается, что биржевой ценой должна считаться такая цена, которая соответствует реальному положению биржевого оборота.

Биржей констатируется процесс предложения и спроса, а резуль­татом их сопоставления выступает цена как выражение равнове­сия, достаточного для осуществления той или иной сделки.

При формировании биржевых курсов ценных бумаг на всех фон­довых биржах мира соблюдается пять ключевых правил:

1. искомый биржевой курс всегда будет таким, по которому мо­жет быть осуществлено наибольшее количество сделок;
2. все заявки, в которых указывается «по наилучшему курсу», всегда осуществляются при появлении уже первого предло­жения цены;
3. все заявки, в которых содержатся максимальные уровни цен при покупке и минимальные при продаже, должны осуществ­ляться;
4. все заявки, в которых указываются цены, приближающиеся к максимальным при продаже, могут реализоваться частично;

5) все заявки, где указаны цены ниже искомого курса при покуп­ке или выше при продаже, не реализуются.

В настоящее время часть финансовых операций осуществляется во внебиржевом обороте, но это не снижает роли ценообразования на бирже, так как проведение таких операций во внебиржевом обороте имеет своей целью удешевление цены на фондовые инструменты.

Фондовые биржи обычно предъявляют жесткие требования не только своим членам, но и эмитентам, которые желают, чтобы их акции продавались во время торговой сессии. Котирование ценных бумаг акционерных компаний (корпораций) на фондовой бирже дает им следующие преимущества:

1. включение акций компании в котировочный бюллетень делает их более известными и доступными, повышает их привлека­тельность для инвесторов, способствует увеличению числа сделок и повышению курса ценных бумаг;
2. в случае выпуска новых видов бумаг компаниями, чьи акции котируются на фондовой бирже, затраты, связанные с их раз­мещением, оказываются значительно ниже по сравнению с из­держками корпорации, чьи акции не обращаются на бирже;
3. котировка акций на бирже приносит дополнительную извест­ность, что способствует повышению спроса на ее продукцию;
4. компании, акции которых допущены к биржевой торговле, мо­гут увеличить число своих акционеров, что дает возможность распределить акционерный капитал между большим числом владельцев и облегчает управление тем собственникам, кото­рые имеют контрольный пакет акций;
5. допуск к котировке способствует формированию реальных цен на акции компании и позволяет более правильно рассчитать ее финансовый потенциал и стоимость активов.

Котировка акций на фондовой бирже выгодна не только эмитен­там, но и инвесторам, так как возрастает ликвидность акций, обосно­ванность инвестиционных решений, информированность потенци­альных вкладчиков.

Другим участником фондового рынка является **инвестиционный институт.** Он представляет собой физическое или юридическое лицо, осуществляющее операции с ценными бумагами. К инвестиционному институту относятся: финансовый брокер, инвестиционный кон­сультант, инвестиционная компания или фонд. Они должны иметь лицензию на свою деятельность. Инвестиционные институты осуще­ствляют свою работу на фондовые рынки как исключительную, т. е. не допускающую ее совмещения с другими видами деятельности.

В заключение отметим, что ключевой задачей, которую должен выполнять финансовый рынок, является прежде всего обеспечение эффективного межотраслевого перераспределения инвестицион­ных ресурсов, максимально возможного притока национальных и за­рубежных инвестиций в экономику России, формирования необхо­димых условий для стимулирования накоплений и трансформации сбережений в реальные инвестиции.

Создание полнокровного финансового рынка в России не может считаться завершенным без образования конкурентоспособного корпоративного сектора, способного мобилизовать и предоставить реальному сектору экономики инвестиционные ресурсы, достаточ­ные для ее развития.

Стимулирование производства и инвестиций, структурная пере­стройка и повышение эффективности хозяйственной деятельности предприятий и корпораций являются определяющими факторами становления социально-ориентированной рыночной экономики.

**3.2. ФИНАНСОВЫЕ ВЗАИМООТНОШЕНИЯ МЕЖДУ УЧАСТНИКАМИ ФОНДОВОГО РЫНКА**

На фондовом рынке присутствуют различные участники, функции которых определяются целями их деятельности. Состав ведущих участников классифицируется исходя из форм осуществления сделок с ценными бумагами, которые подразделяются на прямые и непрямые (опосредованные). Финансовые посредники (финансовые институты) представляют собой компании, выпускающие финансовые обязатель­ства (требования к себе) и продающие их в качестве активов за день­ги. На полученные таким образом денежные средства приобретаются активы других компаний (капитальные или финансовые). Промыш­ленные предприятия инвестируют денежные средства главным обра­зом в реальные активы (основные средства, товарно-материальные запасы и др.) для развития производства. К финансовым посредникам относятся коммерческие и инвестиционные банки, инвестиционные компании и фонды, страховые фирмы, негосударственные пенсион­ные фонды и др. Они косвенным образом обеспечивают дополнитель­ную возможность привлечения средств для предприятий и корпора­ций. Посредники являются промежуточным звеном между конечными заемщиками и кредиторами. Например, коммерческие и инвестиционные банки покупают первичные ценные бумаги и в свою очередь эмитируют собственные. Например, в России коммерческие банки выпускают собственные акции и облигации, векселя и т. д.

Финансовые посредники трансформируют средства таким обра­зом, чтобы обеспечить наибольшую привлекательность своих цен­ных бумаг для инвесторов. Предоставляется большой спектр услуг и возможностей сбережения денег.

Помимо этого они имеют возможность собирать более полную ин­формацию о заемщиках, чем отдельные индивидуальные инвесторы.

Посредники также могут преобразовывать первичные ценные бумаги с одним сроком погашения во вторичные ценные бумаги с самыми разными сроками погашения. В результате сроки погаше­ния фондовых инструментов могут оказаться для инвесторов бо­лее привлекательными, чем если бы их средства вкладывались не­посредственно в первичные ценные бумаги (акции корпораций). Наконец, финансовые посредники предоставляют часто необходи­мые экспертные услуги при инвестировании в первичные ценные бумаги. Финансовые взаимоотношения между посредниками и инвесторами показаны на рис. 3.1, 3.2.

Финансовые инструменты

Продавец ценных бумаг (услуг)

Покупатель ценных бумаг (услуг)

Денежные средства

**Рис.** 3.1. Прямая форма заключения сделок

Финансовые

инструменты

Финансовые

инструменты

Продавец ценных

бумаг (услуг)

Финансовый посредник

Покупатель ценных бумаг (услуг)

Денежные

средства

Денежные

средства

**Рис. 3.2.** Косвенная (опосредованная) форма заключения финансовых

сделок

Следовательно, финансовые посредники приспосабливают но­минальную стоимость и вид собственных ценных бумаг, которые они эмитируют, к пожеланиям владельцев денежных средств. Конечно, их цель — получение прибыли за счет перепродажи первичных цен­ных бумаг по ценам, превышающим цены их покупки.

Финансовые посредники направляют денежные средства конеч­ных кредиторов конечным заемщикам по меньшей стоимости и с бо­лее низкими неудобствами, чем если бы это было осуществлено при прямой форме заключения сделок.

Однако не всегда посредничество выгодно для инвесторов. Неред­ко оно становится обременительным и его следует избегать. Эту про­блему позволяет решить секьютеризация посредством использова­ния неликвидных активов и преобразования их в ценных бумаги. **Секьютеризация** — процесс увеличения роли ценных бумаг на финансовом рынке в ущерб банковским кредитам.

В странах с развитой рыночной экономикой в процессе секьютеризации такие финансовые активы, как закладные, объединяются в пул и под него выпускают ценные бумаги. В случае с закладными инвестор, который приобрел эмитированные ценные бумаги, имеет непосредственное право на часть пула закладных. Это означает, что доходы и основная часть платежей по закладным направляются ин­вестору. Другие ценные бумаги представляют собой облигации, обеспечиваемые пулом активов.

Причиной распространения секьютеризации является то, что с ее использованием снижаются общие трансакционные издержки по кредиту, в то время как депозитарная компания является посредни­ком между заемщиком и владельцем денежных средств. Направле­ние секьютеризации является ориентиром для инвестиционного ме­неджера в процессе принятия решений о способах финансирования компании. Поэтому необходим тщательный мониторинг данного на­правления финансовой деятельности. Если дешевле осуществлять финансирование непосредственно в ценные бумаги, а не через фи­нансовых посредников, то менеджер обязан рассмотреть преимуще­ства этого варианта.

Исходя из форм заключения сделок на фондовом рынке России основные его участники подразделяются на три группы:

1) продавцы и покупатели ценных бумаг;

1. финансовые посредники;
2. участники, осуществляющие вспомогательные функции на  
   рынке.

**Продавцы и покупатели фондовых инструментов** составля­ют группу прямых участников рынка, осуществляющих на нем ос­новные функции по проведению операций. Состав основных видов данной группы участников фондового рынка определяется характе­ром обращающихся на нем финансовых активов. Основные виды прямых участников операций на фондовом рынке — эмитенты и ин­весторы. Согласно Федеральному Закону «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 г., эмитенты привлекают необходимые денежные ре­сурсы за счет выпуска (эмиссии) ценных бумаг. На фондовом рынке они выступают исключительно в роли продавцов ценных бумаг с обя­зательством выполнять все требования, вытекающие из условий их выпуска. Эмитентами ценных бумаг, как правило, выступают госу­дарство, муниципальные органы власти и хозяйствующие субъекты (предприятия и коммерческие организации).

Инвесторы вкладывают собственные средства в разнообразные виды ценных бумаг с целью получения дохода (в форме дивидендов и процентов). Инвесторы классифицируются по ряду признаков:

- по статусу — индивидуальные (отдельные физические и юри­дические лица) и институциональные (финансово-кредитные институты);

- по целям инвестирования выделяют стратегических (приобре­тающих контрольный пакет акций для осуществления страте­гического управления предприятием) и портфельных инвесто­ров (приобретающих отдельные виды ценных бумаг для получения дохода);

- по принадлежности к резидентам на фондовом рынке различа­ют отечественных и иностранных инвесторов.

**Финансовые посредники** классифицируются на:

а) осуществляющих исключительно брокерскую деятельность;

б) осуществляющих дилерскую деятельность.

Инвестиционные **брокеры** осуществляют гражданско-правовые

сделки с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссио­нера и действуют на основании договора поручения или комиссии, а также доверенности на совершение сделок. Сделки, осуществляемые по поручению клиентов, в любом случае подлежат первоочеред­ному исполнению по сравнению с дилерскими операциями самого брокера (при. совершении им деятельности брокера или дилера). Если брокер действует в качестве комиссионера, то договор комис­сии может предусматривать обязательство хранить денежные сред­ства, предназначенные для вложения в ценные бумаги или получен­ные в результате их реализации. Часть прибыли, полученной от использования указанных средств, остающаяся в распоряжении бро­кера, в соответствии с договором перечисляется клиенту. Брокер не вправе гарантировать или давать обещания клиенту в отношении дохода от инвестирования, хранимого в форме денежных средств. Основу доходов инвестиционных брокеров составляют комиссион­ные выплаты от суммы заключенных им сделок.

Финансовые посредники, осуществляющие дилерскую деятель­ность, также являются профессиональными участниками фондового рынка. Дилеры производят сделки по купле и продаже ценных бу­маг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки или продажи ценных бумаг по объявленным дилером ценам.

Кроме цены дилер вправе объявить другие существенные условия договора купли-продажи ценных бумаг:

1. минимальное или максимальное количество продаваемых фон­довых инструментов;
2. срок, в течение которого действуют объявленные цены и иные условия.

Дилерскую деятельность на фондовом рынке РФ осуществляют лица, прошедшие лицензирование. В данную группу финансовых по­средников включаются:

а) коммерческие банки;

б) инвестиционные компании и фонды;

в) трастовые компании (фонды);

г) финансово-промышленные группы и холдинговые компании;

д) финансовые дома (супермаркеты), оказывающие комплексные  
финансовые услуги своим клиентам.

**К участникам, осуществляющим вспомогательные функ­ции на фондовом рынке,** относятся:

а) фондовые и валютные биржи;

б) депозитарии ценных бумаг;

в) регистраторы ценных бумаг;

г) расчетно-клиринговые центры;

д) информационно-консультационные центры.

Доходы дилеров образуются в виде разницы между ценой прода­жи и ценой покупки ценных бумаг или в форме комиссионного воз­награждения.

В индустриально развитых странах экономическая система под­разделяется на четыре основных сектора:

1. домашние хозяйства;
2. коммерческие организации;
3. государственный сектор;
4. финансовые институты.

**Домашние (семейные) хозяйства** являются конечными вла­дельцами всех коммерческих фирм от нефинансовых компаний до не­финансовых институтов. Особая роль финансовых посредников (ин­ститутов) обнаруживается при изучении их активов, имеющих, как правило, финансовую форму. Они владеют сравнительно небольшим объемом недвижимого имущества. В пассиве баланса доминируют их финансовые обязательства, т. е. финансовые посредники занимаются преобразованием прямых требований в косвенные, более привлека­тельные для инвесторов.

Общая сумма инвестиций в реальные активы **коммерческих орга­низаций,** как правило, превышает объем сбережений. Разница покры­вается выпуском обязательств (ценных бумаг) на сумму превышения имеющихся финансовых активов. Существование секторов экономи­ки с дефицитом финансовых ресурсов объясняется наличием секто­ров, обладающих избытком денежных средств. Наряду с этим финансо­вые посредники также являются донорами, хотя превышение сбережений над инвестициями часто бывает небольшим, поэтому дан­ный сектор **(финансовые институты)** действует всегда как посред­ник, увеличивая объем собственных финансовых активов выпуском финансовых обязательств (акций и облигаций). Наконец, **государ­ственный сектор** испытывает недостаток сбережений. Дефицит фе­дерального бюджета в значительной мере покрывается за счет выпуска финансовых обязательств на недостающую сумму поступлений. Покупателями государственных долговых обязательств выступают домохо­зяйства, коммерческие организации и финансовые посредники.

В России указанные финансовые взаимосвязи между секторами национального хозяйства нарушены вследствие острого финансово­го кризиса (с 17.08.1998), последствия которого не удается преодо­леть и в этом году. Для восстановления российского финансового рынка потребуется преодолеть кризис в реальном секторе экономи­ки и вернуть доверие населения к финансовым институтам.

**3.3. ОСНОВНЫЕ МОДЕЛИ КЛАССИЧЕСКОГО ПОРТФЕЛЬНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ**

Переход России к регулируемым государством рыночным отношени­ям обусловил возможность и необходимость внедрения на отече­ственных предприятиях элементов финансового менеджмента. На целесообразность решения данной проблемы указывалось в Поста­новлении Правительства РФ «О реформировании предприятий и иных коммерческих организаций» от 30.10.1997, № 1373.

К числу наиболее характерных для предприятий проблем, препят­ствующих их эффективной работе, относятся:

- отсутствие стратегических целей и ориентация на краткосроч­ные результаты в ущерб долгосрочным;

- недостаточные знания конъюнктуры рынка, включая и фондо­вый рынок;

- низкий уровень квалификации менеджеров, отсутствие трудо­вой мотивации персонала;

- неэффективность финансового менеджмента, включая и уп­равление инвестиционным процессом;

- обеспечение минимальной гарантии удовлетворения возможных требований кредиторов. Так, на начало 1996 г. более 85 % акцио­нерных обществ имели уставный капитал не менее 100 тыс. руб.  
и только у 3% таких обществ он превышал 1 млн. руб.

Объектами изучения финансового менеджмента являются:

- управление финансовыми ресурсами, активами и пассивами, а также денежными потоками корпораций;

- финансовый анализ бухгалтерской отчетности;

- финансовое планирование и прогнозирование;

- дивидендная и инвестиционная политика;  
- управление финансовыми рисками.

В условиях нестабильной экономической конъюнктуры, значи­тельного рыночного риска, непредсказуемости налогового законода­тельства и высокой инфляции в России собственники и менеджеры имеют различные интересы в вопросах регулирования прибыли (дохо­да) акционерного общества, увеличения дивидендных выплат акцио­нерам, контроля за курсовой стоимостью акций, финансовой и инвес­тиционной политики. Эти направления деятельности финансовых и инвестиционных менеджеров в какой-то мере поддаются управлению и контролю с помощью универсальных методов, выработанных рыноч­ной практикой и интегрированных в науках «Финансовый менедж­мент» и ^Инвестиционный менеджмент» в единую и приемлемую для практической работы систему. В теории финансового и инвестицион­ного менеджмента, разработанные учеными-экономистами индустри­ально развитых стран Запада, включаются следующие аспекты.

*Во-первых,* анализ дисконтированного денежного потока (DCF). Поскольку почти все финансовые решения связаны с оценкой про­гнозируемых денежных потоков, анализ DCF имеет практическое значение. Впервые концепция DCF была разработана Д. Б. Уильямсом. М. Д. Гордон первым принял этот метод для управления финан­сами корпораций. Анализ DCF основан на понятии временной сто­имости денег.

Денежная единица сегодня имеет большую ценность по сравне­нию с денежной единицей, которая может быть получена через опре­деленное время. Это связано с тем, что денежная единица может быть инвестирована сегодня в материальные или финансовые акти­вы для получения дополнительного дохода в будущем.

Анализ денежных потоков (DCF) включает следующие этапы:

1. расчет прогнозируемых денежных потоков (FV);
2. оценка степени риска денежных потоков;
3. включение степени риска финансовых активов в инвестицион­ный анализ;
4. определение (настоящей) приведенной стоимости денежного потока (PV).

Расчетные формулы следующие:

, (11)

где Г — ставка процента или норма доходности (дисконтная став­ка), доли единицы; t — число лет, за которые происходит суммирование дохода.

Коэффициент дисконтирования (Г) всегда меньше единицы, так как в ином случае деньги сегодня стоили бы меньше, чем деньги за­втра. При любом анализе DCF необходимо использовать ставку дис­конта, учитывающую альтернативные затраты капитала. Подобная ставка должна отражать влияние трех факторов:

1) приоритетный уровень показания доходности, т. е. ставка дис­конта должна отражать среднюю доходность, сложившуюся в экономике по государственным ценным бумагам (например, по казначейским векселям федерального правительства);

1. степень риска конкретного денежного потока;
2. периодичность денежных потоков, т. е. временной интервал, на котором рассматриваются денежные потоки (квартал, по­лугодие, год и т. д.).

В России по указанным формулам определяется будущая и на­стоящая стоимость денежных потоков по реальным инвестиционным проектам, намечаемым к реализации.

*Во-вторых,* теория структуры капитала, которая помогает отве­тить на вопросы: каким образом компания должна образовать необ­ходимый ей капитал? следует ли ей прибегать к заемным средствам или достаточно ограничиться акционерным капиталом? Авторы дан­ной теории — Ф. Модильяни и М. Миллер. Они исходили из идеаль­ных рынков капитала (с нулевым налогообложением), при наличии которого стоимость компании зависит исключительно от принятых ею решений по инвестиционным проектам. Данные решения опре­деляют будущие денежные потоки и уровень их риска. Способы фор­мирования капитала (его структуры) не оказывают влияния на сто­имость компании.

*В-третьих,* Ф. Модильяни и М. Миллер исследовали также вли­яние политики выплаты дивидендов на курсы акций корпораций. Наряду с предпосылкой о наличии идеальных рынков капитала они предполагают следующие допущения:

1. политика выплаты дивидендов не влияет на инвестиционный бюджет компании;
2. поведение всех инвесторов является рациональным.

Приняв данные условия, Модильяни и Миллер пришли к выводу, что политика выплаты дивидендов и структура капитала не влияют на стоимость компании, т. е. являются нейтральной. Это означает, что каждая денежная единица, направленная сегодня на выплату дивидендов, понижает величину нераспределенной прибыли, пред­назначенной для инвестирования в новые активы, и данное умень­шение может быть компенсировано за счет эмиссии акций. Новым владельцам акций необходимо будет выплачивать дивиденды, и эти выплаты снижают приведенную стоимость ожидаемых дивидендов для прежних собственников на величину, равную сумме дивидендов, полученных ими в текущем году. Следовательно, каждая денежная единица полученных дивидендов лишает акционеров будущих дохо­дов на эквивалентную в дисконтированном масштабе величину. Ис­ходя из данной теории акционерам будет безразличен выбор между получением дивидендов на одну денежную единицу сегодня и полу­чением их в будущем, так как приведенная стоимость составляет ту же одну денежную единицу. Таким образом, дивидендная политика не окажет никакого влияния на цену акций.

*В-четвертых,* теория портфеля (САРМ) и модель оценки доход­ности финансовых активов, разработанная Г. Марковицем, У. Шар­пом и Д. Линтнером, приводит специалистов к следующим выводам:

1. структура инвестиционного портфеля влияет на степень рис­ка собственных ценных бумаг компании;
2. требуемая инвесторами доходность (прибыльность) акций за­ висит от величины этого риска;
3. для минимизации риска инвесторам целесообразно объеди­нить рисковые активы в портфель;
4. уровень риска по каждому виду активов следует измерять не изолированно от остальных активов, а с точки зрения его влия­ния на общий уровень риска диверсифицированного портфеля.

Теория САРМ основана на предположении идеальных рынков ка­питала, равнодоступности информации для всех инвесторов. Соглас­но данной теории, требуемая доходность для любого вида финансо­вых активов зависит от трех факторов:

1) безрисковой доходности по государственным ценным бумагам;

2) средней доходности на фондовом рынке в целом;

3) индекса изменения доходности данного финансового актива (акций) по Отношению к средней доходности на рынке ценных бумаг в целом.

Модель САРМ может быть представлена в виде следующей фор­мулы:

P = Kn + x (Km-Kn), (12)

где Р — ожидаемая доходность акций компании, %; Кn — доходность безрисковых ценных бумаг (в США берется доходность по государственным казначейским векселям, используемым для краткосрочного регулирования денежного рынка со сроком погашения до одного года — 5-7 % в год); Km — ожидаемая доходность на фондовом рынке в целом, %;  - бета-коэф­фициент данной компании, доли единицы.

Показатель (Km-Kn) имеет вполне реальную интерпретацию, представляя собой рыночную (среднюю) премию за риск вложения капитала в рисковые ценные бумаги (акции и облигации корпора­ций). Аналогично показатель (Р - Kn) выражает премию за риск вло­жений денег в фондовые инструменты данной компании. Модель САРМ означает, что премия за риск вложений в ценные бумаги дан­ной компании прямо пропорциональна рыночной премии за риск. В США значение - коэффициента определяется по статистическим данным для каждой компании, котирующей свои ценные бумаги на фондовой бирже, и периодически публикуется в специальных спра­вочниках.

Интерпретация - коэффициента для акций конкретной компании означает:

- при  = 1 —акции компании имеют среднюю степень риска, которая сложилась на рынке в целом;

- при < 1 — акции компании менее рискованны, чем в среднем на рынке;

- при  > 1 — акции компании более рискованны, чем в среднем на фондовом рынке.

Рост - коэффициента в динамике свидетельствует о том, что ин­вестиции в ценные бумаги данной компании становятся более рис­кованными. Снижение - коэффициента в динамике свидетельствует о том, что инвестиции в ценные бумаги данной компании становятся менее рискованными. Расчет данного показателя осуществляется по формуле:



(13)

где  - бета-коэффициент; К - степень корреляции между уровнем доходности по индивидуальному виду ценных бумаг (или по их портфелю) и средним уровнем доходности финансовых активов по рынку в целом;  - среднеквадратичное (стандартное) отклонение доходности по индивидуальному виду ценных бумаг (или по их портфелю в целом);  - среднеквадратичное (стандартное) отклонение по фондовому рынку в целом.

Важным свойством модели САРМ является ее линейность относительно степени риска, что дает возможность определить -коэффициент фондового портфеля как средневзвешенную величину коэффициентов, входящих в портфель финансовых активов:

 (14)

где фп — значение коэффициента «бета» фондового портфеля;

i — значение коэффициента «бета» i- го актива в портфеле;

d — число различных финансовых активов в портфеле;

di — доля 1- го актива в портфеле.

Следовательно, модель САРМ имеет важное практическое зна­чение для определения общей цены капитала компании и требуемой для отдельных инвестиционных проектов, реализуемых в рамках корпораций.

*В-пятых,* теория ценообразования опционов Ф. Блека и М. Шоулза, согласно которой опцион представляет собой право, но не обязательство приобрести или продать финансовые активы по заранее согласованной цене в течение зафиксированного в договоре перио­да. Опцион может быть реализован или нет исходя из решения, при­нимаемого его владельцем.

Важной особенностью опциона является то, что его держатель в любой момент может отказаться от его исполнения. Цель подобного контракта — защита от финансового риска.

*В-шестых,* теория эффективного рынка и соотношения между доходностью и риском (ЕМН). Эффективный — это такой рынок, в ценах на товары которого учтена вся известная информация о фи­нансовых активах. Наличие достоверной экономической информа­ции позволяет субъектам рыночных отношений максимизировать прибыль (доход) от финансовых операций.

Для обеспечения информационной эффективности рынка необхо­димо выполнение следующих условий:

1. информация доступна для всех участников рынка и ее получе­ние не связано с расходами;
2. отсутствуют трансакционные (брокерские) издержки, налоги и другие факторы, препятствующие совершению сделок;
3. сделки, совершаемые отдельными физическими и юридически­ми лицами, не могут существенно влиять на уровень цен;
4. все субъекты рынка действуют рационально, стремясь макси­мизировать доход от финансовых операций.

Очевидно, что эти условия не соблюдаются ни на одном реальном рынке, так как для получения информации необходимы время и де­нежные затраты, существуют трансакционные издержки, налоги и т. п. Поэтому модель ЕМН имеет свои разновидности. Например, слабая форма эффективности, сильная форма эффективности, комп­ромисс между риском и доходом.

Как бы сильно ни было желание менеджеров забыть о теории рынка и финансов, не признавая ее важной роли в предпринима­тельской деятельности, они не могут игнорировать наличие финан­совых (денежных) связей как внутри корпорации, так и в ее взаи­моотношениях с внешними партнерами и государством. Так, видный менеджер, президент корпорации *АТТ* Гарольд Дженин ут­верждал, что «есть только одна непоправимая ошибка в бизнесе - остаться без денег. Почти все другие ошибки в той или иной мере можно исправить. Но если вы остаетесь без денег — вы выбываете из игры ».

Западные экономисты определяют финансовый менеджмент как управление финансами корпораций в целях максимизации курса ак­ций, уровня дивидендов, имущества акционеров и прибыли. Финан­совый менеджмент призван разрешить противоречие между целями акционерной компании (корпорации) и финансовыми возможностя­ми их реализации.

В отличие от финансового инвестиционный менеджмент — это искусство управления денежными ресурсами, направляемыми на финансирование инвестиций (вложений капитала)-корпорации. Эти инвестиции используются при формировании основного и оборотно­го капиталов, а также нематериальных и финансовых активов.

Важно отметить, что механическое копирование и использование зарубежных моделей управления финансами и инвестициями акцио­нерных компаний в современных российских условиях не только не приемлемо, но и невозможно. Связано это со спецификой отечественного финансового рынка, особенностями налогообложения, бухгалтерского учета и отчетности. Поэтому универсальные финан­совые модели и инструменты инвестиционного менеджмента, при­нятые в международной практике, нуждаются в адаптации к россий­ским условиям. Главная задача теории портфельных инвестиций — помочь инвестору сделать правильный выбор при операциях на рын­ке ценных бумаг.

Знание основных положений теории необходимо каждому участ­нику фондового рынка, даже если некоторые ее положения не отве­чают реалиям рынка России. Но по мере его развития потребность в таких знаниях возрастает, особенно для молодых специалистов.

Глава 4

## АНАЛИЗ СОВРЕМЕННОГО

СОСТОЯНИЯ ПОРТФЕЛЬНЫХ

ИНВЕСТИЦИЙ В РОССИИ

**4.1 ЦЕЛЬ И ЗАДАЧИ УПРАВЛЕНИЯ** **ИНВЕСТИЦИОННЫМ ПОРТФЕЛЕМ АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА**

Инвестиционный портфель представляет собой совокупность входя­щих в него инвестиционных проектов и ценных бумаг. Основной це­лью управления данного портфеля является **обеспечение наиболее эффективных путей реализации инвестиционной стратегии** акционерного общества на отдельных этапах его развития. В процессе реализации основной цели при управлении портфелем решаются сле­дующие действия.

*Во-первых,* **обеспечение высоких темпов экономического развития акционерного предприятия за счет эффективной инвестиционной деятельности.** Между эффективностью инвес­тиционной деятельности и темпами экономического развития суще­ствует прямая связь — чем выше объем продаж и прибыли, тем боль­ше средств остается на инвестиции.

*Во-вторых,* **обеспечение максимизации дохода (прибыли) от инвестиционной деятельности.** Для целей экономического развития предприятия приоритетное значение имеет не валовая, а чистая прибыль. Поэтому при наличии нескольких инвестиционных проектов рекомендуется выбирать тот из них, который обеспечивает наибольшую сумму чистой прибыли на вложенный капитал.

*В-третьих,* **обеспечение минимизации рисков.** Инвестици­онные риски многообразны и сопутствуют всем видам инвестицион­ной деятельности. При неблагоприятных условиях они могут вы­звать не только потерю прибыли (дохода) от инвестиций, но и части инвестируемого капитала.

Поэтому для принятия решений по реализации инвестиционных проектов целесообразно существенно ограничивать инвестицион­ные риски.

*В-четвертых,* **обеспечение финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия** в процессе осуществления инвестиционной деятельности. Данная деятельность связана с от­влечением финансовых ресурсов в больших размерах и на длитель­ный срок, что может привести к снижению платежеспособности предприятия по текущим хозяйственным операциям. Кроме того, финансирование отдельных инвестиционных проектов осуществляется за счет привлечения заемных средств. Резкое повышение их удельного веса в пассиве баланса предприятия может привести к потере финансовой устойчивости предприятия в долгосрочном пери­оде. Поэтому, формируя инвестиционные источники, следует зара­нее прогнозировать, какое влияние они окажут на финансовую ус­тойчивость и платежеспособность предприятия.

*В-пятых,* **изыскание путей ускорения реализации инве­стиционных проектов.** Намеченные к реализации проекты долж­ны быть выполнены как можно быстрее исходя из следующих сооб­ражений:

- прежде всего высокие темпы реализации каждого проекта способствуют ускорению экономического развития предприя­тия в целом;

- чем раньше реализуется проект, тем быстрее формируется до­полнительный денежный поток в форме прибыли от инвести­ций;

- ускорение времени реализации проекта сокращает сроки инвестиционных рисков, связанных с неблагоприятным измене­нием конъюнктуры на рынке инвестиционных товаров.

Перечисленные задачи управления инвестиционным портфелем тесно взаимосвязаны. Так, обеспечения высоких темпов развития предприятия можно достигнуть за счет подбора высокодоходных проектов и ускорения их реализации. В свою очередь максимиза­ция прибыли (доход) от инвестиций, как правило, сопровождается ростом инвестиционных рисков, что требует их оптимизации. Ми­нимизация инвестиционных рисков является важнейшим услови­ем обеспечения финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия в процессе осуществления инвестиционной деятель­ности.

Следовательно, исходя из рассмотренных задач управления ин­вестиционным портфелем приоритетной из них является не мак­симизация прибыли от инвестиционной деятельности, а обеспече­ние высоких темпов экономического развития предприятия при достаточном уровне его финансовой устойчивости в процессе это­го развития.

С учетом перечисленных выше задач определяется программа дей­ствий по формированию и реализации инвестиционного портфеля:

1) исследование внешней инвестиционной среды и прогнозиро­вание конъюнктуры на рынке инвестиционных товаров. Сюда относятся:

- правовые условия инвестиционной деятельности в разрезе форм инвестиций;

- анализ текущего состояния рынка;

- прогноз конъюнктуры рынка в разрезе сегментов в целом;

1. разработка стратегических направлений инвестиционной дея­тельности предприятия, что предполагает формирование це­лей инвестирования на ближайшую перспективу;
2. разработка стратегии формирования инвестиционных ресур­сов для реализации выбранной инвестиционной стратегии. К таким ресурсам относятся собственные средства: чистая прибыль, амортизационные исчисления и привлеченные сред­ства с кредитного и фондового рынков;
3. поиск и оценка инвестиционной привлекательности реальных проектов, отбор наиболее эффективных из них. Тщательная экспертиза выбранных проектов, расчет уровня доходности и ранжирование по этому показателю выбранных проектов для инвестирования;
4. оценка инвестиционного качества отдельных финансовых ин­струментов и отбор наиболее эффективных из них (например, акций и корпоративных облигаций);
5. формирование инвестиционного портфеля и его оценка по кри­териям доходности, риска и ликвидности. Расчет ведется по каждому инвестиционному проекту и фондовому инструменту. Сформированный инвестиционный портфель можно рас­сматривать как реализуемую в текущем периоде совокупность инвестиционных программ;
6. текущее планирование и оперативное управление отдельных инвестиционных программ и проектов (календарные планы и бюджеты реализации отдельных инвестиционных проектов);
7. организация мониторинга реализации отдельных проектов (контроль и анализ за ходом реализации);
8. подготовка решений о своевременном выходе из неэффектив­ных проектов и продаже отдельных финансовых инструментов, реинвестирование высвобождаемого капитала. Если факти­ческая эффективность проектов (ценных бумаг) окажется ниже расчетной, то принимается решение о выходе из таких проектов и определяются формы такого выхода (реализация ак­тивов, акционирование, поглощение отдельных фирм и т. д.);

10) корректировка инвестиционного портфеля путем подбора дру­гих проектов или фондовых инструментов, в которые реинвес­тируется высвобождаемый капитал.

Важнейшие аспекты формирования и управления инвестицион­ным портфелем рассматриваются в последующих разделах данной работы.

**4.2. АНАЛИЗ СОСТОЯНИЯ И ПЕРСПЕКТИВ РАЗВИТИЯ ПОРТФЕЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ**

Ключевой задачей, которую должен выполнять фондовый рынок в России, является обеспечение гибкого межотраслевого перерас­пределения инвестиционных ресурсов, максимально возможного при­тока отечественных и зарубежных инвестиций в реальный сектор экономики, а также создание благоприятных условий для стимулиро­вания накоплений и трансформации сбережений в инвестиции.

С учетом специфики российского рынка ценных бумаг в рамках переходной экономики складывающаяся модель должна содейство­вать достижению следующих целей:

а) макроэкономической стабилизации;

б) создания условий для экономического роста;

в) эффективного финансирования внутреннего государственно­го долга;

г) надёжной защиты прав инвесторов;

д) развития процессов интеграции отдельных регионов;

е) стимулирования вложения капитала преимущественно в рос­сийскую экономику.

В то же время текущее развитие народного хозяйства происходит в условиях глубокого инвестиционного кризиса. Он выражается как в остром дефиците финансовых ресурсов на рынке, так и в нежелании инвесторов (внутренних и внешних) вкладывать средства в реальный сектор, и прежде всего в промышленность. Главная причина — высо­кий уровень инвестиционных рисков — политических, рыночных, за­конодательных, валютных и др. В такой ситуации особое значение приобретает мобилизация внутренних источников инвестиций и в особенности денежных средств населения.

Институциональные реформы, которые были осуществлены в 90-е гг., не могут считаться завершенными без создания надежного финансо­вого сектора, способного мобилизовать и предоставить реформируе­мой экономике инвестиционные ресурсы для нее. Стимулирование производства и инвестиций, структурная перестройка и повышение эффективности экономики являются определяющими факторами ста­новления конкурентоспособности финансового рынка.

Принимая во внимание масштаб задач, которые предстоит ре­шить в ближайшие годы, очевидно, что хозяйство России не может полагаться на бюджетную систему и банковский сектор для обеспе­чения финансирования реструктуризации экономики. Очевидно, что роль рынка ценных бумаг в этой связи приобретает исключитель­но важное значение.

Фондовый рынок в России получил свое развитие в 1991 г. после принятия известного Постановления Совета Министров РСФСР «Об утверждении Положения об акционерных обществах» от 25.12.1990, № 60. Для **первого этапа** были характерны такие процессы, как по­явление первых открытых акционерных обществ (ОАО), появление государственных облигаций на биржевых торгах, создание десятков бирж, начало функционирования первых инвестиционных компаний и др, К концу этого этапа было закончено формирование первичной базы развития портфельных инвестиций. Постановление Совета Ми­нистров РСФСР «Об утверждении Положения о выпуске и обраще­нии ценных бумаг на фондовых биржах в РСФСР» от 28.12.1991, № 78 на пять последующих лет стало основным документом, регули­рующим инвестиционную деятельность в стране.

**Второй этап развития портфельных инвестиций** (1992-1994 гг.) характеризовался процессом приватизации и разгосударствления предприятий. В этом периоде законодательство было направлено на создание основ организационного рынка государственных ценных бумаг. Наибольшее влияние на развитие фондового рынка в 1992-1994 гг. оказал Указ Президента РФ «Об организационных мерах по преобразованию государственных предприятий, добровольных объединений государственных предприятий в акционерные обще­ства» от 01.07.1992, №721. Технология чековой (ваучерной) прива­тизации стала в свою очередь решающей для развития инфраструк­туры фондового рынка.

По имеющимся оценкам, именно в 1994 г. рынок ценных бумаг в России впервые стал оказывать сильнейшее влияние на общеэконо­мическое развитие страны. Так, расширение рынка государственных краткосрочных облигаций (ГКО) в 1994 г. позволило в определенной мере уменьшить размер свободных денежных ресурсов -, оказываю­щих негативное влияние на курс рубля к доллару и на темпы инфля­ции. 1994 г. ознаменовался также осуществлением первых вложе­ний иностранных инвесторов в акции российских приватизационных предприятиях. Таким образом, в 1994 г. совпали во времени два ка­чественных сдвига:

1)резкое увеличение предложения ценных бумаг вследствие ин­тенсификации эмиссионной деятельности;

2)значительный рост спроса на инвестиционные ценности (табл. 4.1). К концу 1994 г. в России сформировался ряд новых институцио­нальных структур:

а) корпоративный центр экономики (более 50 тыс. акционерных обществ открытого и закрытого типа);

**Таблица 4.1**

Важнейшие показатели первичного рынка ГКО-ОФЗ

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Период** | **Объем эмиссии** | | **Объем размещения** | | **Объем выручки** | | **Привлечение средств в бюджет** | |
| ГКО | ОФЗ | ГКО | ОФЗ | ГКО | ОФЗ | ГКО | ОФЗ |
| 1994  1995 | 20,5 | — | 17,5 | — | 12,9 | — | 5,7 | — |
| 1995  1996 | 157,0 | 14,0 | 134,2 | 6,2 | 100,1 | 6,1 | 8,9 | 2,1 |
| 1 полуго­дие | 185,5 | 8,0 | 159,5 | 12,2 | 110,2 | 12,5 | 7,8 | 4,2 |

б) биржевой и внебиржевой рынки корпоративных ценных бу­маг, включая их инфраструктуру и вторичный рынок акций приватизированных предприятий;

в) система институциональных инвесторов (инвестиционных компаний и фондов);

г) социальный слой формальных собственников (около 40 млн. ак­ционеров приватизированных государственных предприятий).

В результате быстрого развития фондового рынка потребности эмитентов переросли те возможности, которые предоставляла инф­раструктура рынка. Если в 1992-1993'гг. можно было констатиро­вать, что развитие его инфраструктуры опережало развитие рынка ценных бумаг в целом, то в 1995-1996 гг. ситуация поменялась на обратную. Быстрое развитие фондового рынка поставило в качестве одного из ключевых вопросов создание новой нормативной базы.

**Для третьего этапа развития рынка ценных бумаг** (1995 г. - июль 1998 г.) характерны следующие признаки:

- выход в 1995-1997 гг. законодательной и нормативной базы, определяющей инвестиционально-регулятивные аспекты функционирования фондового рынка в России;

- позитивные качественные изменения, связанные с развити­ем инфраструктуры рынка — около 200 лицензированных ре­гистраторов, 6 лицензированных депозитариев и подготовка к  
созданию центрального депозитария, создание и развитие Российской торговой системы (РТС), формирование системы саморегулируемых организаций — участников рынка;

- общие благоприятные тенденции и значительные резервы в развитии ликвидности и стабильности рынка;

- вступление в силу в 1996 г. федеральных законов «Об акцио­нерных обществах» и «О рынке ценных бумаг».

Решение проблемы привлечения инвестиций в экономику России является одной из актуальных задач и во многом зависит от разви­тия фондового рынка. С помощью данного рынка предполагалось об­легчить условия для привлечения иностранных инвестиций на рос­сийские предприятия и доступ последних к более дешевому, по сравнению с банковским, кредитом капиталу. До настоящего вре­мени эта проблема не решена.

К числу наиболее острых, ухудшающих инвестиционный климат проблем относятся: слабая защита акционеров, недостаточное разви­тие инфраструктуры фондового рынка по сравнению с западными ана­логами, высокая налоговая нагрузка на эмитентов, инвесторов и др.

Определенные надежды на разрешение данной проблемы появи­лись в связи с выходом в свет в апреле 1996 г. Федерального Закона РФ «О рынке ценных бумаг» , который заменил свыше 110 охватыва­ющих сферу его действия нормативных документов. Нелишенный некоторых противоречий, он представляет собой значительный вклад в развитие регулирования фондового рынка. Данным законо­дательным актом регулируются финансовые отношения, возникаю­щие при выпуске и обращении всех видов эмиссионных ценных бу­маг и связанные с деятельностью профессиональных участников с единым государственным регулированием и информационным обес­печением фондового рынка. Функции главного координатора рынка ценных бумаг возложены на Федеральную комиссию по ценным бу­магам (ФКЦБ) при Правительстве РФ, которой придан статус феде­рального ведомства. Основные операторы были объединены в Про­фессиональную ассоциацию участников фондового рынка России (НАУФОР). Создана также профессиональная ассоциация регистра­торов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД), которая призва­на способствовать развитию инфраструктуры рынка. Указом Прези­дента РФ от 01.07.1996, № 1008 была утверждена «Концепция развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации», определя­ющая стратегию и основные положения государственной политики, а также развитие нормативной базы рынка. Важнейшими целями, достижение которых формулировалось в Концепции, являлись фор­мирование в России самостоятельного национального фондового центра, привлечение в экономику через рынок ценных бумаг ино­странных инвесторов и др. Российский фондовый рынок на третьем этапе развития (1995-1998 гг.) был представлен несколькими сег­ментами, а именно: рынками государственных долговых обяза­тельств, муниципальных и региональных займов, корпоративных ценных бумаг, эмитированных банками и другими инвестиционны­ми институтами.

Вместе с тем структура фондового рынка отличалась диспропор­циональностью, так как большая часть оборота (свыше 80 %) прихо­дилась на торговлю государственными ценными бумагами. Данный сегмент фондового рынка оказался наиболее продвинутым, с отно­сительно развитой инфраструктурой, высоким уровнем регулирова­ния, а следовательно, и технической надежностью. Созданный в 1992 г. с целью финансирования дефицита федерального бюджета, он стремительно развивался и занял большую долю всего рынка цен­ных бумаг. По мнению одних специалистов, рынок государственных бумаг оказался в тупике, а по мнению других, — на распутье.

Проследим развитие этого рынка по кризисным этапам его ста­новления. В 1993 г. произошло первое погашение обязательств по ГКО, что было большим событием на фондовом рынке. В октябре 1994 г. случился «черный вторник». В этом году произошло каче­ственное изменение компьютерной системы, используемой на рын­ке ГКО. Другой критический момент пришелся на август 1995 г., ког­да произошел обвал рынка межбанковских кредитов (МБК) и, кроме продажи государственных ценных бумаг и валюты, других способов получения денежных средств почти не осталось. Рынок ГКО тогда помог банковской системе выйти из кризисного состояния, и стало ясно, что он может быть важным инструментом для стабилизации финансовой системы государства. В мае—июне 1996 г. на рынок ГКО устремились иностранные инвесторы, что способствовало его мобилизации и интеграции с международным финансовым рынком. Это помогло удержать российский фондовый рынок в более или ме­нее стабильном состоянии.

В тот период рынок устоял, но появились новые проблемы:

1. высокие затраты по обслуживанию внутреннего государ­ственного долга, достигавшие 25-30 % общего объема расхо­дов федерального бюджета;
2. в условиях экономического кризиса рынок ГКО благодаря вы­сокой доходности отвлекал значительные финансовые ресур­сы из реального сектора экономики, в частности с рынка производственных инвестиций.

Поэтому государство предприняло ряд шагов по снижению до­ходности ГКО до уровня инфляции. Правительство РФ 08.06.1996 издало распоряжение об ограничениях в третьем квартале уровня доходности по трехмесячным ГКО в пределах 20-30 %, по шести­месячным — 30-40 %, а по ОФЗ — в пределах 40-50 % годовых. Для этой же цели (снижения доходности) было введено обложение налогом доходов от операций с государственными ценными бума­гами и принято решение о допуске (с августа 1996 г.) нерезиден­тов на вторичный рынок ГКО-ОФЗ.

Однако ориентиры, намеченные правительственным распоряже­нием, достигнуты не были, хотя во второй половине 1996 г. удалось несколько снизить доходность ГКО (табл. 4.2).

Рынок государственных долговых обязательств работал только для покрытия дефицита федерального бюджета. Это, с одной сторо-

**Таблица 4.2**

Сравнение доходности по ГКО-ОФЗ с рядом макроэкономических

показателей

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Годы** | **Эмиссия**  **ГКО -ОФЗ** | **Налоговые доходы в федеральный**  **бюджет (%** **к утвержденному)** | **Просроченная**  **кредиторская**  **задолженность**  **(трлн)** | **Зарплата в**  **Ценах** **декабря**  **1991** **года (%)** | **Рентабельность**  **промышленноети(%)** | **Доходность**  **ГКО-ОФЗ**  **(% годовых на**  **начало** **года)** |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 1995 | 171,0 | 100,1 | 253,2 | 31 | 20,1 | 250,0 |
| 1996 | 479,0 | 77,4 | 514,4 | 35 | 8,8 | 105,7 |
| 1997 (январь -  сентябрь) | 466,0 | 59,4 | 723,4 | 35 | 7,0 | 32,8 |

**Таблица 4.3**

**Структура денежной массы (в %)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Показатели | Годы | | | |
| 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
| Денежная масса (М2) — всего, в том числе | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Наличные деньги (МО) | 40,1 | 37,3 | 36,6 | 35,2 |
| Безналичные средства | 59,9 | 62,7 | 63,4 | 64,8 |

ны, препятствовало снижению доходности ГКО-ОФЗ, а с другой — требовало увеличения объема заимствований.

Для эффективного развития рынка ГКО-ОФЗ имелись две воз­можности, которые не были реализованы:

1) благоприятные изменения в структуре денежной массы (сни­жение доли наличных и рост доли безналичных составляющих М2);

2)увеличение ликвидных возможностей контрагентов в реаль­ном секторе экономики.

Структура денежной массы в экономике РФ показана в табл. 4.3.

Эти возможности связаны с экономической стабилизацией, кото­рая требует производственных инвестиций и снижения налогового бремени на товаропроизводителей, но в российской экономике сво­бодных денежных средств не оказалось. Они были направлены на выплату процентов по государственному долгу держателям ГКО-ОФЗ, что в конечном итоге привело к кризису финансовой системы России и фондового рынка в частности в августе—сентябре 1998 г.

На третьем этапе становления фондового рынка в России (1995 г.— июль 1998 г.) определенное развитие получил рынок корпоративных ценных бумаг. Однако до 90 % торгового оборота в данном сегменте рынка приходилось на акции крупнейших акционерных компаний топливно-энергетического комплекса (так называемые «голубые фишки»). Уже в 1996 г. «голубые фишки» (blue chip) были вполне приемлемым финансовым активом для умеренных инвесторов. До­ходы от инвестирования в эти активы были сопоставлены с дохода­ми от операций с ГКО. В 1997 г. тенденция сохранилась. Однако в 1998 г. доходы по ним резко снизились, а инвесторам необходима гарантия дохода, которую могут предоставить привилегированные акции крупных нефтегазовых компаний. Тем не менее следует отме­тить, что «голубые фишки» будут занимать лидирующие позиции на рынке корпоративных ценных бумаг.

**В настоящее время** (после 17.08.1998) для инвесторов, вклады­вающих средства в корпоративные ценные бумаги, существуют три возможные стратегии на фондовом рынке.

**Первая стратегия** основана на предложении, что стоимость финансовых активов недоступна и разница в рыночной капитализа­ции будет постоянно сокращаться вместе с экономической стабилизацией. Инвесторы, действующие исходя из данной стратегии, предпочитают покупать перспективные акции и держать их в порт­феле, дожидаясь роста курсовой стоимости, связанной с глобаль­ной стабилизацией хозяйственной системы России и инфраструк­туры фондового рынка в частности.

**Вторая стратегия,** преобладающая среди иностранных инвес­торов, — «купи сегодня, продай завтра». Придерживаясь ее, инвес­тор пытается спрогнозировать объем потока инвестиций в Россию и уловить рыночную устойчивость, которая служит индикатором дан­ного вида ценных бумаг. Для таких (стратегических) инвесторов по-прежнему основным объектом вложения капитала остаются «голу­бые фишки» и наиболее ликвидные акции второго эшелона (высокотехнологических предприятий). Именно они подвержены наиболее заметным колебаниям цен и обладают достаточной перс­пективной ликвидностью и доходностью.

Однако максимальную прибыль можно получить, используя **тре­тью стратегию** — «поимки ликвидности». При продвижении акций вверх по уровню ликвидности все более высокая премия за ликвид­ность ценных бумаг входит в их цену. Поэтому ключевой проблемой является поиск акционерных компаний, находящихся на стадии пре­вращения в наиболее ликвидные. Инвесторы, делающие ставку на рост ликвидности, стремятся опередить конъюнктуру рынка, находя предприятия, акции которых относительно недооценены. В каждой отрасли всегда найдутся предприятия с невысокой стоимостью капи­тала, но имеющие благоприятные возможности для реализации сво­ей продукции и получения прибыли, а также располагающие сильной командой руководителей. Ключевым аспектом стратегии «поимки ликвидности» является предположение, что рынок корпоративных ценных бумаг в России рационален в оценке акций на основе финан­совых показателей эмитентов. Тем не менее многие иностранные инвесторы не верят в эффективность российского фондового рынка. Российский рынок корпоративных акций и облигаций возник в пери­од массовой приватизации государственных предприятий, когда не существовало законодательства, регулирующего раскрытие инфор­мации об эмитентах. Многие предприятия закрывали информацию о доходности и ликвидности своих акций. Большинство руководите­лей, опасаясь утратить контроль над предприятиями, всячески бло­кировали раскрытие финансовой информации для инвесторов и вкладчиков. Однако каждое предприятие нуждается в производ­ственных инвестициях, которые могут поступить либо от внешних, либо от отечественных инвесторов, неплохо разбирающихся в рыноч­ной конъюнктуре. Позему политика, направленная на сокрытие фи­нансовой информации, обречена на неудачу. Уже в 1995 г., когда фи­нансовые ресурсы были иммобилизованы в неплатежи, а инвестиции предприятиям так и не поступили, ситуация с информацией стала меняться к лучшему.

В настоящее время фундаментальный анализ российских пред­приятий начинает играть все более заметную роль не только в от­четах аналитических отделов инвестиционных компаний, но и в решениях инвесторов. Частично это объясняется тем, что многие предприятия открыто распространяют финансовую информацию, а также ее аудированные версии, соответствующие мировым стан­дартам. Еще одной причиной более полного раскрытия информа­ции послужило то, что финансовые показатели некоторых россий­ских предприятий стали более привлекательными для внешних пользователей. Поэтому руководители стремятся показать, что их предприятия прибыльны, профессионально управляемы, друже­ственны по отношению к инвесторам и готовы к взаимовыгодному привлечению внешнего капитала.

Положительную роль в раскрытии информации, интересующей инвесторов, должен сыграть Федеральный закон «О защите прав и за­конных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 05.03.1999. Данным законодательным актом определяются:

1. условия предоставления профессиональными участниками рынка услуг инвесторам, не являющимся таковыми;
2. дополнительные требования к профессиональным участни­кам, предоставляющим услуги инвесторам на фондовом рынке;
3. дополнительные условия размещения эмиссионных ценных бумаг среди неограниченного круга инвесторов;
4. дополнительные меры по защите прав и законных интересов инвесторов на фондовом рынке и ответственность эмитентов за их нарушение.

В частности, запрещается рекламировать или предлагать неогра­ниченному кругу лиц фондовые инструменты эмитентов, не раскрывающих информацию, предусмотренную законодательством России о ценных бумагах.

Принципиальное значение для защиты прав и законных интере­сов инвесторов имеют ст. 6 «Предоставление информации инвесто­ру в связи с обращением ценных бумаг» и ст. 12 «Полномочия феде­рального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг по наложению штрафов» настоящего Федерального Закона. Выход в свет подобного нормативного акта раньше (например, в 1996-1997 гг.) по­мог бы избежать многих негативных явлений на фондовом рынке России.

После финансового кризиса в августе—сентябре 1998 г. коммерческие банки продолжают осваиваться наиболее представительны­ми участниками фондового рынка. Для повышения уровня их лик­видности и финансовой устойчивости Центральный банк России (по согласованию с Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг) в 2000 г. ввел в обращение новый финансовый инструмент — облига­ции Банка России (ОБР). Операции по купле-продаже ОБР (РЕПО) позволят активизировать развитие рынка ценных бумаг в России. Сделка РЕПО выражает операцию, состоящую из двух частей. По первой части сделки одна сторона (Банк России) продает другой сто­роне (коммерческим банкам). В то же время первая сторона берет на себя обязательство выкупить указанные ценные бумаги в определен­ное время или по требованию другой стороны (кредитной организа­ции). Данному обязательству на обратную покупку соответствует обязательство на обратную продажу, которое берет на себя вторая сторона. Причем обратная покупка ценных бумаг осуществляется про цене, не совпадающей с первоначальной ценой продажи. Разни­ца между ценами представляет собой доход, который должна полу­чить сторона, выступающая в качестве покупателя ценных бумаг (коммерческий банк), по первой части РЕПО.

Операции РЕПО по своему экономическому содержанию анало­гичны кредитной сделке под залог ценных бумаг. Однако техника осуществления операций РЕПО обеспечивается сочетанием двух сделок купли-продажи, разделенных во временном лаге. При этом права собственности на ценные бумаги (ОБР) поочередно переходят от одного владельца к другому. Сделки РЕПО оформляются особым договором купли-продажи, в котором стороны поочередно выступа­ют в роли продавца и покупателя фондовых инструментов.

В современных условиях формирование полноценного рынка РЕПО является важной практической задачей, затрагивающей многих участников фондового рынка. В то же время указанные опе­рации позволяют снизить давление денежной массы на валютный рынок и в определенной мере стабилизировать ситуацию на финан­совом рынке.

Одним из методов повышения инвестиционной привлекательно­сти предприятий России является разработка и внедрение програм­мы по развитию их ликвидности. Комплекс мероприятий, входящих в эти программы, включает подготовку и распространение аналити­ческой информации о предприятии, проведение аудита, презентации фирмы перед широкой аудиторией заинтересованных инвесторов и кредиторов. Проведение указанных мероприятий позволит суще­ственно повысить курс акций данного предприятия и его инвестици­онную привлекательность у потенциальных партнеров. Не менее важное значение имеет управление собственным инвестиционным портфелем.

**4.3. ТИПЫ ПОРТФЕЛЕЙ ЦЕННЫХ БУМАГ И ИНВЕСТИЦИОННЫХ СТРАТЕГИЙ**

Портфельная стратегия акционерной компаний строится на осно­ве включения в фондовый портфель максимального количества цен­ных бумаг. Она тесно связана с общими направлениями развития фондового рынка. В условиях активизации фондовых операций на вторичном ранке вопросы формирования портфеля ценных бумаг особенно актуальны, так как позволяют обеспечить конкретные ин­тересы инвесторов.

Под инвестиционным портфелем автор понимает совокупность ценных бумаг, принадлежащих предприятию, различного срока по­гашения и неодинаковой ликвидности.

Теория портфеля предполагает оптимальное построение инвести­ционной программы, которая позволяет предприятию при имеющем­ся в его распоряжении капитале получить ожидаемый доход при ми­нимальном риске. **Инвестиционный портфель** формируется на основе диверсификации вложений. Это означает, что чем большее количество ценных бумаг включено в портфель, тем более высокий доход в общем объеме даст рост одного из них.

Конкретные портфели могут иметь:

- односторонний целевой характер;

- сбалансированный характер, если имеется в виду, что в портфеле аккумулируются ценные бумаги, приобретенные для ре­шения различных задач, и в целом его содержание соответ­ствует балансу целей, которых придерживается инвестор;

- бессистемный характер, если на фондовом рынке России приоб­ретение ценных бумаг осуществляется хаотично, без ясно вы­раженной цели и если портфель носит разрозненный характер. В данном случае риски владельца портфеля особенно велики.

Портфель может состоять из бумаг одного вида, а также изменять свой состав и структуру путем замещения одних ценных бумаг други­ми. С учетом характеристик видов ценных бумаг инвестор формирует свой фондовый портфель, соблюдая определенный баланс между су­ществующими риском и доходностью за каждый период времени. Тип портфеля — его обобщенная характеристика с позиций задач, сто­ящих перед ним, или видов ценных бумаг, входящих в портфель. На практике существует следующая классификация портфелей: роста, дохода, рискованного капитала, сбалансированные, специализиро­ванные, стабильного капитала и дохода, краткосрочных ценных бу­маг, долгосрочных ценных бумаг с фиксированным доходом, регио­нальные и отраслевые.

**Портфель роста** ориентирован на акции, быстро растущие на рынке курсовой стоимости. Цель такого портфеля — увеличение ка­питала инвестора. Поэтому владельцу портфеля дивиденды могут выплачиваться в небольшом объеме.

**Портфель дохода** ориентирован на получение высоких текущих доходов. Отношение стабильно выплачиваемого дохода к курсовой стоимости ценных бумаг, входящих в такой портфель, растет немного медленнее, чем величина дохода (процента или дивиденда).

**Портфель рискового капитала** состоит из ценных бумаг моло­дых компаний или предприятий «агрессивного» типа, выбравших стратегию быстрого расширения производства товаров (услуг) на основе современных технологий.

**Сбалансированный портфель** состоит из ценных бумаг с раз­личными сроками обращения. Его цель — обеспечить регулярность поступления денежных средств по различным ценным бумагам.

**Специализированный портфель** означает ориентацию инве­стора на вложение средств в специальные финансовые инструмен­ты (фьючерсы и опционы).

**Портфель краткосрочных ценных бумаг** формируется ис­ключительно из высоко ликвидных фондовых инструментов, которые могут быть быстро реализованы. **Портфель долгосрочных фон­дов с фиксированным доходом** ориентирован на частные долго­срочные облигации (со сроком обращения свыше пяти лет). В него также могут включаться вложения в акции других компаний. **Реги­ональные и отраслевые портфели** включают ценные бумаги, вы­пускаемые отдельными регионами (как частные, так и муниципаль­ные), либо ценные бумаги компаний, участвующих в данной отрасли экономики и обеспечивающих высокую доходность по ним.

**Портфель иностранных ценных бумаг** предусматривает вло­жения только в фондовые инструменты частных иностранных ком­паний, составляющих основу инвестиционного портфеля.

Следует отметить, что инвесторы в России используют первые три типа портфеля, так как они являются менее рискованными при выборе инвестиционной стратегии.

По соотношению риска и дохода портфели подразделяются на следующие виды:

- портфель агрессивного инвестора. Его цель — получение значительного дохода при высоком уровне риска (выбираются ценные бумаги, курс которых существенно изменяется в ре­зультате краткосрочных вложений для получения высокой прибыли);

- портфель умеренного инвестора. Позволяет при заданном риске получать приемлемый доход;

- портфель консервативного инвестора. Предусматривает мини­мальные риски при использовании надежных, но медленно ра­стущих по курсовой стоимости ценных бумаг. Гарантии полу­чения дохода не поддаются сомнению, но сроки получения различны.

В настоящее время портфельный доход получил широкое распро­странение на фондовом рынке России. Большинство предприятий использует этот метод для работы с частными инвесторами (в част­ности, из-за слабого развития рынка трастовых операций).

Главную роль при этом играет информация, одинаково важная для принятия решений агентом (банком) и доверителем (клиентом). Особое внимание целесообразно уделить динамике курсовых коле­баний (периодичность и величина среднеквадратичного отклоне­ния), взаимосвязи происходящих изменений ситуации у эмитента и курсовых колебаний фондовых инструментов.

Портфельные инвестиции связаны с формированием портфеля и представляют собой приобретение ценных бумаг и других фи­нансовых активов. Принципами формирования инвестиционного портфеля являются безопасность, доходность вложений, их рост и ликвидность. Главная цель при формировании портфеля состоит в достижении наиболее оптимального соотношения между риском

и доходом.

По мнению автора, можно представить следующие этапы форми­рования портфеля ценных бумаг:

- выбор оптимального типа портфеля;

- оценка приемлемого сочетания риска и дохода;

- определение первоначального состава портфеля;

- выбор схемы дальнейшего управления портфелем.

В работе по формированию портфеля целесообразно учитывать фактор переоценки стоимости акций, обусловленный сильной из­менчивостью конъюнктуры на фондовом рынке, а также финансово­го состояния эмитентов.

Разработаны минимальные стандарты, дающие представление о пороге безопасности и, следовательно, о способности компаний вы­полнять финансовые обязательства перед инвесторами. Они исполь­зуются аналитиками для установления того минимального уровня, выше которого ценные бумаги считаются привлекательными.

Стандартными показателями являются:

- обеспечение процентных платежей (процентное покрытие);

- способность компании погасить задолженность;

- отношение долга к акционерному капиталу;  
- обеспечение долга активами;

- независимая оценка платежеспособности и др.

Определив инвестиционные качества ценных бумаг, инвестор обязан оценить такие факторы, как соотношение между рыночной ценой и доходностью, пригодность фондового инструмента для реа­лизации целей портфеля, выгодность конвертируемости акций в об­лигации, налоговый аспект предстоящей покупки, возможные изме­нения ставки ссудного процента и др.

После совершения покупки целесообразно осуществлять монито­ринг своего фондового портфеля, а также компаний-эмитентов,

**4.4. КОНЦЕПТУАЛЬНЫЙ ПОДХОД К УПРАВЛЕНИЮ ПОРТФЕЛЕМ ЦЕННЫХ БУМАГ АКЦИОНЕРНОЙ КОМПАНИИ**

В условиях становления отечественного фондового рынка возникает необходимость определить методический подход к управлению порт­фелем ценных бумаг акционерных предприятий. Акционерное обще­ство вправе привлекать денежные ресурсы за счет выпуска (эмиссии) ценных бумаг (пассивные операции) и вкладывать привлеченные сред­ства в высокодоходные активы (активные операции). Цель таких опе­раций — увеличение акционерного капитала и получение дополнительной прибыли.

Если вложения в ценные бумаги и привлеченные средства произ­водятся на основе их выпуска партнером акционерного общества, то возникает проблема объединения его активов и пассивов в единое целое. Портфель ценных бумаг — совокупность аккумулируемых воедино инвестиционных ценностей, служащих инструментом для достижения конкретной цели владельца.

В портфель могут включаться ценные бумаги одного типа (акции) или нескольких типов (акции, облигации, депозитные сертификаты, векселя, залоговые свидетельства, страховой полис и т д.).

Формируя портфель, инвестор исходит из инвестиционной стра­тегии и добивается того, чтобы он был ликвидным, доходным и обла­дал небольшой степенью риска. Основные принципы формирования инвестиционного портфеля: безопасность, доходность, ликвидность вложений, а также их рост.

Под безопасностью инвестиций имеются в виду страхование от возможных рисков и стабильность получения дохода. Безопасность достигается в ущерб доходности и росту вложений. Под ликвидно­стью понимается способность финансового актива быстро превра­щаться в деньги для приобретения недвижимости, товаров, услуг.

Ни одна инвестиционная ценная бумага не имеет всех перечислен­ных свойств, поэтому целесообразно выбирать «золотую» середину.

Если ценная бумага надежна, то ее доходность будет низкой, так как покупатели надежных ценных бумаг будут предлагать за них ре­альную цену.

Главная цель инвестора — достичь оптимального соотношения между риском и доходом. Оптимальный фондовый портфель — ког­да риск минимален? а доход вложений максимален.

Управление фондовым портфелем включает:

- формирование его состава и анализ структуры;

- регулирование его содержания для достижения поставлен­ных перед портфелем целей при сохранении необходимого уровня минимизации связанных с ним расходов.

Цели портфельного инвестирования в западных корпорациях:

- получение дохода (процента, дивиденда, дисконта);

- сохранение акционерного капитала;

- обеспечение прироста капитала на основе курсовой стоимо­сти ценных бумаг.

Эти цели могут быть альтернативными и соответствовать раз­личным типам портфелей ценных бумаг. Например, если ставится цель получения высокого процента, то предпочтение отдается «аг­рессивным портфелям», состоящим из низко ликвидных и высоко рисковых ценных бумаг молодых компаний, способных принести высокий доход в будущем. Наоборот, если наиболее важными для инвестора являются обеспечение сохранности и увеличение капи­тала, то в портфель включаются высоко ликвидные ценные бумаги, которые эмитированы известными компаниями.

В нестабильной инвестиционной экономике России система це­лей управления портфелем может видоизменяться и выглядит сле­дующим образом:

- сохранность и увеличение капитала в отношении ценных бу­маг с растущей курсовой стоимостью;

- приобретение ценных бумаг, которые по условиям обращения могут заменить наличность (векселя);

- доступ через приобретение ценных бумаг к дефицитной про­дукции, имущественным и неимущественным правам;

- расширение сферы влияния и перераспределения собствен­ности, создание холдингов, финансово-промышленных групп и иных предпринимательских структур;

- спекулятивная игра на колебаниях курсов в условиях неста­бильности фондового рынка;

- производные цели (зондирование рынка, страхование от из­лишних рисков путем приобретения государственных кратко­срочных облигаций с гарантированным доходом и т. д.).

К портфелю ценных бумаг предъявляются требования. *Во-пер­вых,* выбор оптимального портфеля из двух возможных вариантов:

- портфель, ориентированный на первоочередное получение до­хода за счет процентов и дивидендов;

- портфель, ориентированный на преимущественный прирост  
курсовой стоимости входящих в него ценных бумаг.

*Во-вторых,* установление наиболее выгодного для себя сочета­ния риска и дохода портфеля, т. е. удельного веса ценных бумаг с различными уровнями дохода и риска. Данная задача решается с учетом общего правила, действующего на фондовом рынке, — чем более высокий потенциальный риск имеет ценная бумага, тем более весомый доход она должна приносить владельцу, и наоборот.

*В-третьих,* оценка ликвидности портфеля, рассматриваемая с двух позиций:

- как способность быстрого превращения всего портфеля или его части в денежные средства (с минимальными расходами на реализацию ценных бумаг);

- как способность акционерного общества своевременно пога­шать свои обязательства перед кредиторами, которые участво­вали в формировании портфеля ценных бумаг (например, пе­ред владельцами облигаций).

*В-четвертых,* определение первоначального состава портфеля и его возможного изменения с учетом конъюнктуры, сложившейся на рынке ценных бумаг (спроса и предложения фондовых ценнос­тей). С учетом структуры фондового портфеля инвестор может быть агрессивным и консервативным. Агрессивный инвестор стремится получить максимальный доход от своих вложений, поэтому приоб­ретает акции промышленных акционерных компаний (корпораций).

Консервативный инвестор приобретает главным образом облигации и краткосрочные ценные бумаги, имеющие небольшую степень рис­ка (табл. 4.4).

*В-пятых,* выбор стратегии дальнейшего управления фондовым портфелем.

Возможны варианты.

1. Каждому виду ценных бумаг отводится определенный фикси­рованный удельный вес в фондовом портфеле, который стаби­лен в течение времени (месяца). Поскольку на фондовом рын­ке происходят колебания курсовой стоимости ценных бумаг, целесообразно периодически пересматривать состав портфе­ля, чтобы сохранить выбранные соотношения между инвести­ционными ценными бумагами.
2. Инвестор придерживается гибкой шкалы удельных весов цен­ных бумаг в общем портфеле. Первоначально он образуется из определенных весовых соотношений между видами ценностей. В последующем весовые соотношения корректируются исходя из анализа деловой ситуации на фондовом рынке и ожидаемых изменений характера спроса на ценные бумаги.
3. Инвестор активно использует опционные и фьючерсные кон­тракты для изменения состава портфеля в благоприятном для себя направлении изменения цен на фондовом рынке.

В процессе инвестиционной деятельности могут меняться цели вкладчика, что приводит к изменению портфеля. Обновление порт­феля сводится к пересмотру соотношения между доходностью и рис­ком входящих в него ценных бумаг.

**Таблица 4.4**

### Структура фондового портфеля различных инвесторов, %

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Виды ценных бумаг** | **Портфель**  **агрессивного**  **инвестора** | **Портфель**  **умеренного**  **инвестора** | **Портфель**  **консервативного**  **инвестора** |
| Акции  Облигации  Краткосрочные бумаги | 70  20  10 | 45  30  20 | 20  50  30 |
| Всего | 100 | 100 | 100 |

По результатам анализа принимается решение о продаже опре­деленных видов ценностей. Инвестиционная ценная бумага прода­ется, если:

- она не принесла требуемой инвестору доход и не ожидается ее роста в будущем;

- она выполнила возложенную на нее функцию;

- появились более доходные сферы вложения собственных де­нежных средств.

При покупке ценных бумаг (акций и облигаций) одного эмитента инвестору необходимо исходить из принципа финансового левериджа (ФЛ). Он представляет собой соотношение между облигациями и префакциями, с одной стороны, и обыкновенными акциями — с другой.



(15)

Финансовый леверидж является показателем финансовой устой­чивости акционерного общества, что отражается и на доходности портфельных инвестиций. Высокий уровень данного портфеля (свы­ше 0,5) опасен для акционерной компании, так как приводит к ее не­стабильности.

**Пример.**

*Акционерное общество (АО) эмитировало 20-процентные облигации на 30 млн руб., префакции на 6 млн руб. с фиксированным* *дивидендом* — *30% и обыкновенные акции — на 54 млн руб.* *Акции акционерной компании имеют высокий уровень левериджа.*

*Тогда:*



*Чистая прибыль АО равна 10 млн руб. и используется следую­щим образом:*

*а) на уплату процентов по облигациям — 6 млн руб. (30 х20 %);*

*б) на уплату дивидендов по префакциям — 1,8 млн руб. (6x30 %);*

*в)на дивиденды по обыкновенным акциям остается только 2,2 млн руб. (10,0 - 6,0 - 1,8) .*

Если чистая прибыль АО снизится до 6 млн руб., то оно не смо­жет выплатить дивиденды по префакциям и обыкновенным акциям.

Дальнейшее падение прибыли приведет к недостатку средств для выплаты процентов по облигациям. В этом заключается опасность обыкновенных акций с высоким уровнем левериджа и проявляется фи­нансовая неустойчивость тех акционерных компаний, у которых имеет­ся значительная сумма долга в виде облигаций и префакций, что на практике часто приводит к банкротству. Поэтому консервативный ин­вестор обычно избегает покупки высоко рискованных ценных бумаг.

Распространенным методом снижения риска потерь инвестора служит диверсификация портфеля, т. е. приобретение им различных видов ценных бумаг. Риск существенно снижается, когда акции АО распределяются между множеством видов ценных бумаг. Диверси­фикация понижает риск за счет того, что возможные низкие доходы по одним ценным бумагам будут компенсированы высокими дохода­ми по другим фондовым инструментам. Минимизация риска дости­гается за счет того, что в фондовый портфель включаются ценные бумаги широкого круга отраслей хозяйства.

Средства, полученные предприятиями с фондового рынка, ис­пользуются на следующие цели:

1)средства, полученные от первичного выпуска акций, направ­ляются на формирование уставного капитала, предусмотрен­ного учредительными документами акционерного общества;

2)средства, поступившие от дополнительной эмиссии акций, на­правляются на увеличение уставного капитала, предусмотрен­ного учредительными документами;

3)средства, вырученные от продажи корпоративных ценных об­лигаций, могут быть направлены на финансирование реальных активов (приобретение оборудования, вычислительной техни­ки, транспортных средств), нематериальных активов (патен­тов, лицензий, программного продукта и т. д.), а также на при­обретение высокодоходных ценных бумаг других эмитентов. Общество вправе выпускать облигации трех типов:

- обеспеченные залогом определенного имущества;

- под обеспечение, предоставленное обществу третьими лицами;  
- без обеспечения имуществом.

Выпуск облигаций без обеспечения допускается не ранее третьего года деятельности общества и при условии надлежа­щего утверждения к этому времени двух годовых балансов. Облигации могут быть именными и на предъявителя. При вы­пуске именных облигаций общество обязано вести реестр их владельцев. Следует иметь в виду, что выпуск облигационно­го займа увеличивает активы,' но не повышает величину устав­ного капитала общества;

4)государственные краткосрочные облигации служат платеж­ным средством во взаимоотношениях с партнерами, а также источником получения дополнительного дохода;

5)доходы по депозитным счетам и облигационным займам могут быть направлены на пополнение оборотного капитала (приобретение товарно-материальных ценностей);

6)эмиссионный доход общества служит источником формирования добавочного капитала (наряду с дооценкой основных средств).

Следовательно, средства, полученные предприятиями с фондо­вого рынка, повышают их финансовую устойчивость, улучшают лик­видность баланса и платежеспособность хозяйствующих субъектов.

**4.5. ПРАКТИКА НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ ОПЕРАЦИЙ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ**

Важное место в системе государственного регулирования экономи­ки занимает финансовое регулирование первичного и вторичного рынков ценных бумаг. За последние пять лет издано немало норма­тивных актов, регулирующих деятельность участников фондового рынка. Среди них определяющую роль играют Федеральные Законы «Об акционерных обществах» от 26.12.1995. и «О рынке ценных бу­маг» от 22.04.1996.

Указанные нормативные акты регламентируют деятельность всех участников рынка ценных бумаг.

Меры воздействия государства на операции, совершаемые на дан­ном рынке, можно классифицировать на две категории.

1.Прямое вмешательство. Сюда относится весь комплекс зако­нотворческой деятельности органов представительной и ис­полнительной власти по данному вопросу.

2. Рычаги косвенного воздействия:

- контроль над денежной массой, находящейся в обращении, и объёмом кредитных ресурсов с помощью влияния на учетную ставку банковского процента;

- гарантии Правительства РФ по депозитам, кредитам и займам частному сектору;

- внешнеэкономическая политика, т. е. развитие или свертыва­ние Политических и экономических контактов с отдельными странами и международными финансово-кредитными органи­зациями;

- выход государства на фондовый рынок, который был ограни­чен с 17.08.1998 после системного развития финансового кри­зиса в стране, вызванного чрезмерными заимствованиями на внутреннем и внешнем финансовых рынках;

- налоговая политика, относящаяся к налогообложению опера­ций с ценными бумагами.

Следует отметить, что налоги взимаются со всех видов деятельно­сти на фондовом рынке: брокерской, дилерской, трастовой, депози­тарной и биржевой. К ценным бумагам, операции по которым облага­ются налогами, относятся акции, облигации, переводные векселя, депозитарные сертификаты, производные фондовые инструменты (опционные и фьючерсные контракты).

Операции предприятий и организаций, а также профессиональ­ных участников (инвестиционных компаний и фондов) с ценными бумагами облагаются следующими налогами:

- налог на прибыль;

- налог на операции с ценными бумагами;

- другие налоги (лицензионный сбор с профессиональных участников и т. д.).

Порядок уплаты налога на прибыль от сделок с ценными бумага­ми регламентируется Законом РФ «О налоге на прибыль предприя­тий и организаций» № 2116-1 от 27.12.1991 с последующими изме­нениями и дополнениями (в 1992-'1999 гг.). Прибыль, полученная от продажи ценных бумаг, включается в состав прибыли от реализа­ции, а доходы (дивиденды, проценты) по ценным бумагам, принадле­жащим предприятию-акционеру, относятся к внереализационным доходам. Для расчета налога на прибыль валовая прибыль понижается на суммы:

- доходов в форме дивидендов, полученных по акциям, принадлежащим предприятию-акционеру и удостоверяющим право владельца этих ценных бумаг на участие в распределении прибыли предприятия-эмитента;

- прибыли от посреднических операций и сделок с ценными бумагами, если ставка налога на прибыль, зачисляемого в бюд­жет субъекта РФ, отличается от ставки, установленной законодательством РФ.

- прибыли от банковских операций и сделок с ценными бумага­ми, если ставка налога на прибыль, зачисляемого в бюджет субъекта РФ, отличается от установленной ставки налога на прибыль по основному виду деятельности. В соответствии с Федеральными Законами от.31.07.1998, № 141-ФЗи№ 143-ФЗ прибыль (убыток) от реализации ценных бумаг, фьючерсных и опционных контрактов определяется как разница между це­ной реализации и ценой приобретения с учетом уплаты услуг по их приобретению и реализации. По акциям и облигациям, обращающимся на организованном рынке ценных бумаг, ры­ночная цена которых определяется в соответствии с Феде­ральным Законом «О рынке ценных бумаг», убытки от их реа­лизации по цене не ниже установленной границы колебаний рыночной цены могут быть отнесены на уменьшение доходов от реализации данной категории ценных бумаг.

По операциям с биржевыми фьючерсами и опционными контракта­ми, заключаемыми в целях снижения риска изменения рыночной цены предмета сделки (базисного актива) в период торговли этими контрак­тами, доходы от купли-продажи фьючерского или опционного контрак­та либо осуществления расчетов по ним увеличивают, а убытки пони­жают налогооблагаемую базу по операциям с базисным активом. Условием признания сделки завершенной является ее регистрация на бирже в соответствии с требованиями федерального законодательства.

Убытки от купли-продажи фьючерсных и опционных контрактов, заключенных не для понижения ценовых рисков, могут быть отнесе­ны на уменьшение прибыли только в пределах доходов от купли-про­дажи указанных производных фондовых инструментов.

При исчислении налогооблагаемой базы банков валовая прибыль снижается на сумму отчислений на образование резервов под обес­ценение ценных бумаг в порядке, установленном Центральным бан­ком РФ по согласованию с Министерством финансов РФ.

Если предприятия объединяют денежные средства, остающиеся в их распоряжении после уплаты налога, для осуществления опера­ций с ценными бумагами путем оформления в установленном поряд­ке совместной деятельности, они не облагаются налогом на прибыль, полученную в результате использования указанных средств.

Предприятие, осуществляющее учет финансовых результатов совместной деятельности, ежеквартально сообщает каждому учас­тнику этой деятельности и налоговому органу по месту его нахож­дения о суммах, причитающихся каждому участнику доли прибыли, для учета при налогообложении независимо от фактического рас­пределения прибыли.

Прибыль от операций с ценными бумагами, полученная в резуль­тате совместной деятельности нескольких предприятий без создания юридического лица, а также полученная полным товариществом, рас­пределяется между участниками совместной деятельности или чле­нами полного товарищества до налогообложения исходя из заклю­ченного ими договора. Прибыль, полученная каждым участником совместной деятельности или членом полного товарищества, являю­щимся юридическим лицом, после распределения включается во вне­реализационные доходы и облагается налогом в составе валовой при­были.

Ставка налога на прибыль предприятий и организаций по операци­ям с ценными бумагами, зачисляемого в федеральный бюджет, состав­ляет 11%. В бюджеты субъектов РФ налог зачисляется по ставкам, утвержденным законодательными органами субъектов РФ, в размере не свыше 19 %. Для негосударственных финансовых посредников по прибыли, полученной от посреднических операций и сделок с ценны­ми бумагами (фондовых бирж, брокерских фирм, кредитных органи­заций, страховщиков, инвестиционных фондов и др.), — по ставкам в размере не более 30 %.

Предприятия помимо налога на прибыль уплачивают налог на прибыль с доходов в форме дивидендов, полученных по акциям, при­надлежащим предприятию-акционеру и удостоверяющих право вла­дельца этих ценных бумаг на участие в распределении прибыли предприятия-эмитента. Налог по ставке 15 % взимается у источника выплаты этих доходов.

Иностранные юридические лица уплачивают налог по доходам от дивидендов, процентов также по ставке *15%.* Для реализации в со­ответствии с международными договорами права на льготное обло­жение налогом доходов от источника в России иностранное юриди­ческое лицо обязано в течение года со дня получения дохода подать заявление о снижении или отмене налога в порядке, определенном Госналогслужбой РФ.

Налог с доходов иностранных юридических лиц от источников в РФ удерживается предприятием, выплачивающим такие доходы, в ва­люте при каждом перечислении платежа. Сумма налога зачисляется в федеральный бюджет одновременно с каждой выплатой дохода. При выплате доходов от долевого участия иностранным инвесторам и парт­нерам товариществ ценными бумагами исчисление налога произво­дится от денежного эквивалента таких доходов. При этом законода­тельством запрещается включать в договоры и контракты налоговые оговорки, в соответствии с которыми российское предприятие или иностранное юридическое лицо берет на себя обязательство нести расходы по уплате налога других плательщиков.

В соответствии с Законом «О внесении дополнения в статью 2» За­кона РФ «О налоге на прибыль с предприятий и организаций» от 28.07.1997, № 92-ФЗ при увеличении уставного капитала акционерно­го общества в связи с переоценкой основных фондов, осуществляемой по решению Правительства РФ, не облагается налогом на прибыль:

- стоимость акций, дополнительно полученных юридическим лицом — акционером и распределенных между акционерами по решению общего собрания пропорционально количеству принадлежащих им акций;

- разница между номинальной стоимостью первоначальных ак­ций владельцев и ценой их реализации.

Прибыль от реализации, полученная. акционером в результате указанного распределения или увеличения номинальной стоимости акций, устанавливается как разница между ценой реализации и пер­воначально оплаченной стоимостью этих акций. В случае продажи акций полученная от данной операции прибыль облагается налогом на прибыль.

Закон РФ «О налоге на добавленную стоимость» от 06.12.1991, № 1992-1 с последующими изменениями и дополнениями определяет порядок уплаты в бюджет суммы налога на добавленную стоимость (НДС).

Операции предприятий, связанные с обращением ценных бумаг, кроме посреднических услуг (включая брокерские операции), НДС не облагаются. Посреднические услуги, в том числе оказываемые про­фессиональными участниками фондового рынка, облагаются налогом. Облагаемым оборотом считается сумма дохода, полученная в форме надбавок, вознаграждений и сборов. Он устанавливается на базе сто­имости реализуемых ценных бумаг исходя их используемых цен без включений в них НДС.

Письмом Минфина РФ от 20.08.1996, № 04-07-05/2 установлен порядок уплаты НДС при получении авансовых платежей в счет предстоящего выполнения посреднических услуг по приобретению фондовых инструментов, а также по доверительному управлению имуществом клиента.

В оборот, который облагается НДС, включаются любые денежные средства, поступающие от предприятия, если их получение связано с расчетами по оплате товаров (работ, услуг). В результате авансовые платежи, поступившие по договору комиссии, или поручения за вы­полнение посреднических услуг по управлению фондовым портфе­лем заказчика (клиента) облагаются НДС в объеме вознаграждения, которое причитается комиссионеру, поверенному или доверительно­му управляющему.

В случае образования уставного капитала взносы учредителей предприятия осуществляются в форме денежных и материальных вкладов и НДС не облагаются. Данный налог не взимается и со средств, полученных в виде доходов предприятий в размере, не пре­вышающем их уставный капитал, а также с пая или доли хозяйству­ющих субъектов при выходе из предприятий в размере, который не превышает их вступительный взнос.

При реализации предприятиями основных средств или нематери­альных ценностей, полученных от учредителей в качестве взноса в уставный капитал, облагаемый оборот устанавливается исходя из полной стоимости их продажи, а в случае понижения уставного ка­питала уменьшается на величину этого взноса. Если размер уставно­го капитала не изменяется, то исчисление НДС по таким основным средствам и иным материальным Ценностям производится с разни­цы между продажной ценой и ценой, зафиксированной в уставном капитале.

Налог на операции с ценными бумагами взимается в соответ­ствии с Законом РФ «О налоге на операции с ценными бумагами» от 18.10.1995, № 158-ФЗ. Плательщиками данного налога являются юридические лица — эмитенты ценных бумаг. Объектом налогооб­ложения является номинальная сумма выпуска ценных бумаг, заяв­ленная эмитентом. Данным налогом не облагаются:

а) номинальная сумма выпуска ценных бумаг акционерных об­ществ, осуществляющих первичную эмиссию ценных бумаг;

б) номинальная сумма выпуска ценных бумаг акционерных об­ществ, осуществляющих увеличение уставного капитала на величину переоценок основных фондов, производимых по ре­шению Правительства РФ.

Налог на операции с ценными бумагами взимается в размере 0,8 % номинальной суммы выпуска. При отказе в регистрации эмиссии налог не возвращается.

Плательщик исчисляет сумму налога исходя из номинальной сум­мы выпуска и налоговой ставки. Сумма налога уплачивается пла­тельщиком одновременно с представлением документов на регист­рацию эмиссии и подлежит к перечислению в федеральный бюджет. Предприятия и организации уплачивают налог на прибыль (доход) по операциям с векселями.

Налогом облагаются:

а) разница между покупной ценой и ценой продажи (погашения);

б) проценты, начисленные на вексельную сумму (в векселях со сроком оплаты «по предъявлении» к моменту их предъявления);

в) проценты, включенные в саму вексельную сумму, при расче­тах за товары и услуги для определенно-срочных векселей.

Доходы, получаемые юридическим лицом — векселедержателем по векселям, включаются им в состав нереализуемых доходов и об­лагаются налогом на прибыль по ставке 15 % для предприятий вла­дельцев тратты, если они были получены в форме процентов, сумма которых указана на самих векселях (поскольку они являются доходами по ценной бумаге и подлежат налогообложению у источника их выплаты). Доходы векселедержателя облагаются налогом на при­быль по общей ставке, если они были получены в виде разницы меж­ду ценой приобретения и ценой продажи векселя, а также если доход по векселю получен в виде процентов, включенных в его сумму.

Полученная сумма дохода по векселю облагается налогом с ис­точника выплаты дохода, если покупателем или лицом, оплатившим вексель, является предприятие или организация.

Если за поставленные товары (услуги) рассчитываются векселя­ми, то выплата процентов по ним в полном объеме относится на се­бестоимость продукции. Если векселями оформлена ссуда одного предприятия другому, то выплаченные проценты также относятся на издержки производства аналогично процентам по банковским кре­дитам, т. е. в пределах учетной ставки Банка России плюс три пунк­та. Аналогично и проценты по вексельному кредиту при учете вексе­лей в банках относятся на себестоимость продукции (услуг).

**ВЫВОДЫ:**

1.В Налоговом Кодексе РФ (часть первая) от 31.07.1998, №147-ФЗ предусмотрен налог на доходы от капитала, что позволит в буду­щем существенно упорядочить налоговые поступления от финансовых операций.

2.В настоящее время инвестор вынужден платить «налог на инфля­цию», т. е. налогом на прибыль облагается весь прирост стоимо­сти ценных бумаг независимо от темпов роста цен в России.

3.Система платежей в бюджет по операциям с ценными бумагами усложнена и обременительна для плательщиков.

4.Действующая система налогообложения тормозит развитие рын­ка корпоративных ценных бумаг, делая приоритетными вложения денежных средств в валютные операции.

Глава 5

УПРАВЛЕНИЕ ПОРТФЕЛЕМ ЦЕННЫХ БУМАГ

АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА И МЕТОДЫ ЕГО

ОПТИМИЗАЦИИ

**5.1. МЕТОДЫ ОПТИМИЗАЦИИ ФОНДОВОГО ПОРТФЕЛЯ**

Анализу и методам расчета оптимального, наиболее выгодного пла­на распределения инвестиций посвящено немало исследований, на­зываемых «теорией портфеля». В теории и практике управления портфелем существуют два подхода: традиционный и современный.

**Традиционный подход** основывается на фундаментальном и техническом анализе фондового рынка. Он делает акцент на широ­кую диверсификацию ценных бумаг по отраслям хозяйства. В основ­ном приобретаются бумаги известных промышленных компаний, ко­торые имеют устойчивое финансовое положение.

На основе изучения их прошлой деятельности предполагается, что в будущем они будут иметь положительные финансовые резуль­таты. Кроме того, учитывается более высокая ликвидность ценных бумаг (акций и облигаций), возможность покупать и продавать их в большом количестве, что создает экономию на комиссионных вы­платах финансовым посредникам.

Общее правило для осторожных инвесторов, которые обладают возможностями выбора объектов инвестирования, гласит: свои вло­жения целесообразно распределять между различными видами ак­тивов, показавшими за последние 5-10 лет:

- различную тесноту связи каждого актива с общерыночными ценами;

- противоположный диапазон колебаний цен на фондовые инст­рументы внутри портфеля.

С таким портфелем ценных бумаг риск неожиданных убытков минимален. Однако вопрос о получении максимально возможной прибыли остается открытым.

**Основы традиционной теории управления портфелем** раз­работали западные ученые У. Шарп и Г. Маркович. Ее основные по­ложения сводятся к следующему.

*Во-первых,* успех инвестирования в ценные бумаги главным об­разом связан с прибыльным распределением средств по типам фи­нансовых активов.

Практика показывает, что прибыль инвестора определяется:

- на 94 % — выбором типа используемых фондовых инструмен­тов (акции известных промышленных компаний, долгосрочные корпоративные облигации, краткосрочные казначейские векселя федерального правительства и т. д.);

- на 4 % — выбором конкретных ценных бумаг данного типа (например, обыкновенных или привилегированных акций ак­ционерных компаний);

- на 2 % — оценкой момента приобретения ценных бумаг.

Данный феномен объясняется тем, что ценные бумаги одного типа заметно коррелируют, т, е. если данная отрасль испытывает спад производства, то убыток инвестора не очень зависит от того, преобладают ли в его портфеле ценные бумаги той или иной компа­нии отрасли.

*Во-вторых,* риск инвестиций в определенный тип фондовых ин­струментов определяется вероятностью отклонения прибыли от ожидаемого значения. Ее прогнозируемое значение можно опреде­лить на основе статистических данных о динамике прибыли от инве­стиций за предыдущие годы, а риск как среднеквадратичное откло­нение от ожидаемой прибыли.

*В-третьих,* общая доходность и риск инвестиционного портфеля могут изменяться путем варьирования его структурой.

Разработаны различные программы, позволяющие конструиро­вать желаемую пропорцию финансовых активов различных типов. Например, модели, минимизирующие риск при заданном уровне ожидаемой прибыли, и, наоборот, модели, максимизирующие при­быль при заданном уровне риска.

Конечно, все модели, используемые при формировании фондово­го портфеля, носят вероятностный характер.

Констатирование портфеля в соответствии с требованиями клас­сической теории возможно только при наличии ряда факторов:

- развитого рынка ценных бумаг;

- наличия статистики цен на фондовые инструменты за ряд по­следних лет;

- равнодоступности финансовой информации для всех потенци­альных инвесторов.

В России фондовый рынок находится на стадии становления. По­этому традиционная теория управления фондовым портфелем в пол­ной мере может быть реализована.

**Современная теория портфеля** базируется на использовании статистических и математических методов. Ее отличие от традици­онного подхода заключается во взаимосвязи между рыночным рис­ком и доходом. Если инвестор стремится получить более высокий доход, то он вынужден сформировать фондовый портфель, состоя­щий из высокорискованных ценных бумаг (молодых и растущих по объему продаж компаний).

Использование такого подхода требует определенного компью­терного и математического обеспечения. В ряде случаев инвестици­онной стратегии акционерной компании отвечает комбинированный подход к управлению портфелем (сочетание традиционного и совре­менного методов).

**5.2. ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ФОНДОВОГО ПОРТФЕЛЯ**

Диверсификация портфеля ценных бумаг заключается в приобрете­нии их различных видов. Если портфель разнообразен, то входящие в его состав финансовые активы обесцениваются неодинаково и веро­ятность равновеликого обесценения всего портфеля незначительна.

Диверсификация портфеля обеспечивает инвестору получение стабильного дохода, если в портфеле наряду с обыкновенными акци­ями присутствуют такие твердо доходные активы, как привилегиро­ванные акции, корпоративные облигации, облигации Банка России.

Диверсификация — обязательное условие рационального управ­ления средствами, вложенными в ценные бумаги. Существуют опре­деленные ограничения на диверсификацию портфеля — это его чрез­мерное разнообразие, не поддающееся эффективному управлению.

В процессе инвестиционной деятельности могут изменяться цели вкладчика, что приводит к необходимости периодического пересмотра состава портфеля. Пересмотр (обновление) портфеля сводится к изме­нению соотношения между доходностью, ликвидностью и риском вхо­дящих в него ценных бумаг. По результатам анализа принимается ре­шение о продаже определенных видов фондовых инструментов.

Инвестиционная ценная бумага продается, если она:

- не принесла инвестору желаемый доход и не ожидается его  
рост в будущем;

- выполнила возложенную на нее функцию;

- появились более доходные сферы вложения собственных де­  
нежных средств.

Однако на практике встречаются причины более частного характе­ра, приводящие к необходимости реструктуризации фондового портфе­ля как в отношении акций, так и корпоративных облигаций (табл. 5.1).

Ключевым моментом такого решения служит ожидаемое значе­ние нормы текущей доходности (Р). Решение о продаже ценных бу­маг принимается, если значение данного показателя соответствует

следующему требованию:

 (16)

где Р — норма текущей доходности, %;  — средняя депозитная ставка процента (с учетом фактора инфляции), %; Пр — уровень премии за ликвидность с учетом срока погашения конкретных видов ценных бумаг, %; Пл — уровень премий за ликвидность с учетом срока погашения конкретных цен­ных бумаг, %.

Отдельные экономисты оценивают величину фондового портфе­ля от 8 до 15 различных видов ценных бумаг. Дальнейшее увеличе­ние состава портфеля нецелесообразно, так как возникает эффект излишней диверсификации. Она может привести к таким негатив­ным последствиям, как:

- невозможность качественного управления портфелем;

- покупка недостаточно доходных и ликвидных ценных бумаг;

- рост расходов инвестора на изучение конъюнктуры фондового рынка (его фундаментальный и технический анализ);

- высокие издержки на приобретение небольших пакетов цен­ных бумаг.

Расходы по управлению излишне диверсифицированным портфе­лем не принесут ожидаемого результата, так как его доходность не будет возрастать более высокими темпами, чем затраты по управле­нию портфелем.

Возникает практический вопрос — имеется ли в России достаточ­ное количество видов фондовых инструментов, инвестирования в ко­торые выше соотношения? Конечно, нет, поскольку не каждый инве­стор, учитывая кризисное состояние фондового рынка, может позволить себе инвестирование в акции акционерных предприятий.

**Таблица 5.1**

Основные причины, снижающие эффективность вложений в эмиссионные ценные бумаги

|  |  |
| --- | --- |
| **№**  **п\п** | **Наименование фактора** |
| 1  2  3  4  5  6  7  8  9 | А – Возможные причины снижения эффективности вложений в акции  Изменение дивидендов политики в сторону снижения выплачиваемых дивидендов  Существенное превышение рыночной цены над реальной стоимостью акций  Снижение размера чистой прибыли, приходящейся на одну акцию  Падение значения показателя соотношения цены и доходности  Снижение ликвидности отдельных типов акций на фондовом рынке  Ожидаемый спад в отрасли, где функционирует эмитент  Предполагаемый рост систематического риска на рынке ценных бумаг  Повышение уровня налогообложения по данному виду ценных бумаг  Прочие активы |
| 1  2  3  4  5  6 | Б – Возможные причины снижения эффективности вложения в корпоративные облигации  Рост ставки ссудного процента на финансовом рынке (например, по депозитным вкладам)  Рост индекса инфляции по сравниванию с предыдущим периодом  Снижение кредитного рейтинга эмитента  Падение ликвидности облигаций  Уменьшение объема выкупного фонда эмитента  Угроза финансовой несостоятельности эмитента (его неспособность своевременно выплачивать проценты) и др. |

Исключение составляют ценные бумаги таких известных российских компаний, как *РАО Газпром, РАО ЕЭС России, АО НК Лу­койл, АО Сургутнефтьгаз, АО Юкос* и ряда других предприятий топливно-энергетического комплекса.

**5.3. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ФОНДОВОГО ПОРТФЕЛЯ**

Формируя инвестиционный портфель, инвестор должен распола­гать методикой для оценки инвестиционных качеств ценных бумаг. Они оцениваются посредством методов **фундаментального и тех­нического анализа.**

Прирост капитала может быть и отрицательной величиной, если стоимость актива снижается.

Полный доход — важный показатель, но он не характеризует эф­фективность инвестиций в финансовые активы.

Для характеристики эффективности инвестиций в финансовые активы используют величину, равную отношению полного дохода к , начальному объему инвестиций (в годовом интервале):



(18)

Инвестор стремится вложить свои денежные средства в наибо­лее доходные финансовые активы. Однако неопределенность буду­щих доходов требует учета возможных отклонений доходности от ожидаемого значения, т. *е.* учета риска, связанного с вложениями в данный финансовый инструмент.

Фондовый портфель имеет ограничения по сроку жизни, а также по минимальной и максимальной суммам инвестиций. Его доходность определяется тремя величинами: ожидаемой, возможной и средней.

**Ожидаемая (минимальная) доходность** — величина, кото­рая будет получена по окончании срока жизни портфеля при сочета­нии наименее благоприятных обстоятельств.

**Возможная (максимальная) доходность** — величина, полу­чаемая при наиболее вероятном развитии событий. Более высокая доходность связана с повышенным риском для

инвестора. Поэтому в процессе инвестирования следует учитывать оба фактора, которые сравниваются со **среднерыночным уровнем доходности.**

Базовая формула совокупной доходности портфеля при исполь­зовании годового периода имеет вид:



(19)

где ПДП — полученные дивиденды и проценты; РКП — реализован­ная курсовая прибыль; НКП — нереализованная курсо­вая прибыль; НИ — . начальные инвестиции; ДС — дополнительные средства; Т1— число месяцев нахождения денежных средств, вложенных в фондовые инстру­менты в портфеле; ИС — извлеченные средства; Т2 — число месяцев отсутствия денежных средств, вложенных в фондовые инструменты в портфеле.

Данная формула включает как реализованные (текущие поступ­ления плюс прирост курсовой стоимости), так и нереализованные доходы в результате прироста курсовой стоимости за год. Внесен­ные дополнительные суммы и извлеченные средства взвешиваются по числу месяцев, когда они были вложены в портфель.

Значение показателя «доходности портфеля», полученное в ре­зультате указанных формул, может быть использовано в анализе до­ходности, скорректированной с учетом риска и среднерыночных по­казателей.

Данный способ сравнительного исследования очень удобен для инвестора, поскольку он может показать, насколько положительно зарекомендовал себя фондовый портфель относительно рынка цен­ных бумаг в целом.

**5.4. МОНИТОРИНГ ПОРТФЕЛЯ ЦЕННЫХ БУМАГ**

Система мониторинга фондового портфеля представляет собой раз­работанный акционерной компанией механизм непрерывного на­блюдения за ликвидностью, доходностью и безопасностью входящих в него ценных бумаг в условиях постоянно меняющейся рыночной конъюнктуры.

Основными целями разработки системы мониторинга являются:

1. постоянный контроль за движением рыночной стоимости цен­ных бумаг и отклонением ее от среднерыночного курса;
2. анализ причин, вызвавших эти отклонения;
3. разработка мер по соответствующей корректировке состава и структуры портфеля и вывода из него неэффективных фондо­вых инструментов;
4. формирование нового портфеля ценных бумаг, отвечающих  
   инвестиционной направленности владельца.

В этих целях используются различные методы анализа за состоя­нием фондового рынка и инвестиционных качеств ценных бумаг от­дельных эмитентов.

Наиболее представительными считаются два направления:

1. фундаментальный анализ;
2. технический анализ.

Анализ требует больших денежных затрат и высокой квалифика­ции инвестиционных менеджеров.

**Фундаментальный анализ** оправдывает себя при длительной работе с крупными компаниями и при ориентации на среднесрочные и долгосрочные инвестиции.

Приемы **технического анализа** более оперативны и основаны на информации о динамике биржевых курсов акций, что вполне до­статочно для принятия инвестиционных решений. Часто указанные методы используются в комбинации.

В условиях недостаточно развитого рынка ценных бумаг в России наиболее предпочтительным является фундаментальный анализ. Он включает три уровня задач:

1. изучение общей экономической ситуации в стране;
2. анализ отдельных сегментов рынка ценных бумаг;
3. изучение финансового состояния отдельных компаний-эми­тентов.

Результаты фундаментального анализа оформляются в форме ис­следовательского отчета. **Изучение общей экономической ситу­ации** основано на показателях, характеризующих динамику произ­водства, уровень деловой активности, накопления и потребления, темпы инфляции, финансовое состояние государства (бюджетный дефицит, объем внутреннего и внешнего долга и др.). Важнейшие макроэкономические показатели развития народного хозяйства России представлены в табл. 5.2.

Исследование приведенных в табл. 5.2 данных позволяет оце­нить, насколько денежно-кредитная и финансовая политика госу­дарства благоприятна для инвестирования.

Анализ отдельных сегментов фондового рынка осуществляется в отраслевом разрезе. В каждый данный момент устанавливаются от­расли, которые находятся на подъеме и обеспечивают инвесторам наиболее выгодные вложения средств.

В фундаментальном анализе практикуется классификация всех отраслей на три типа: устойчивые, циклические и растущие.

#### Таблица 5.2

#### Основные показатели развития народного хозяйства РФ

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Показатели** | **1996г.** | **1997г.** | **1998г.** |
| 1 . Официальный валютный курс на конец периода: рублей за $1, % к предыдущему году | 5,56  119,8 | 5,96  107,2 | 20,65  346,5 |
| 2. Валовой внутренний продукт: на конец периода в среднем за месяц | 121,8  1,7 | 111,0  0,9 | 184,4  5,2 |
| 3. Продукция промышленности | 96,0 | 102,0 | 94,8 |
| 4. Индекс цен производителей на продукцию промышленности, % в среднем за месяц | 125,6  1,9 | 107,5  0,6 | 123,2  1,75 |
| 5. Продукция сельского хозяйства | 94,9 | 101,3 | 87,7 |
| 6. Инвестиции в основной капитал | 81,9 | 95,0 | 93,3 |
| 7. Объем розничной торговли | 97,2 | 105,0 | 95,6 |
| 8. Уровень безработицы (% к экономически активному населению) | 3,4 | 2,75 | 2,7 |
| 9. Экспорт | 109,3 | 99,7 | 83,6 |
| 10. Импорт | 113,0 | 107,0 | 80,9 |

**К устойчивым относятся отрасли,** выпускающие жизненно важ­ную продукцию для населения, а также оказывающие ему необходимые услуги (пищевая промышленность, коммунальные услуги и др.). Эти от­расли наиболее надежны с точки зрения инвестиций в их ценные бума­ги, которые, однако, не отличаются высокой доходностью.

**Циклические отрасли** производят средства и товары длитель­ного пользования (автомобилестроение, энергомашиностроение, сельхозмашиностроение и др.). Результативность вложений в дан­ные отрасли зависит от стадии цикла, на которой они находятся. Те из них, которые проходят стадию подъема, обеспечивают высокую доходность инвестиций в ценные бумаги.

**Растущие отрасли** отличаются высокими темпами объема про­изводства, превосходящими темпы роста ВВП по стране в целом. В России это отрасли горнодобывающей промышленности, электро­энергетики, нефтепереработки. Инвестиции в такие отрасли сопря­жены с большим риском, но они предлагают вкладчикам высокий до­ход в настоящем и будущем периодах.

Анализ финансового состояния отдельных акционерных компа­ний позволяет отобрать те из них, которые в наибольшей степени отвечают инвестиционным целям вкладчиков.

Оценка инвестиционной привлекательности акционерных об­ществ включает четыре этапа:

1. изучение текущего финансового положения и перспектив его изменения;
2. анализ показателей деятельности компаний (ликвидности, пла­тежеспособности, оборачиваемости и доходности активов и др.);
3. анализ состава и структуры капитала (собственного и заемного);
4. оценка потенциала акций.

Для определения потенциала акций применяется система по­купателей, отражающих качество данных фондовых инструмен­тов. Она представлена в табл. 5.3. В ходе анализа производится сравнение этих показателей с данными других аналогичных ком­паний, а также с величинами, сложившимися за предшествую­щие периоды. По результатам фундаментального анализа состав­ляется справка, отражающая основные финансовые показатели

**Таблица 5.3**

Результативные показатели инвестиционной привлекательности акционерного общества

|  |  |
| --- | --- |
| **Показатели** | **Расчетные формулы** |
| 1 . Чистая прибыль на одну обыкновенную акцию | Чистая прибыль — дивиденды по префакциям |
| Количество обыкновенных акций у акционеров |
| 2. Соотношение рыночной цены годового дохода по акции (цена /доход) | Рыночная цена акции |
| Чистая прибыль на одну обыкновенную акцию |
| 3. Дивиденд на одну обыкновенную акцию | Величина дивидендного покрытия |
| Количество обыкновенных акций у акционеров |
| 4. Соотношение рыночной и номинальной стоимости акций | Рыночная стоимость акции |
| Номинальная стоимость акции , |
| 5. Норма выплаты дивиденда к чистой прибыли | Дивиденд на одну обыкновенную акцию |
| Чистая прибыль на одну обыкновенную акцию |
| 6. Соотношение между бухгалтерской и рыночной стоимостью акции | Бухгалтерская стоимость одной акции |
| Рыночная стоимость одной акции |

и коэффициенты по рассмотренным компаниям. Затем делаются выводы относительно покупки, продажи или сохранения в своем портфеле ценных бумаг, эмитируемых данными акционерными компаниями.

Технический анализ инвестиционной ситуации базируется на использовании графических методов изучения динамики цен,

В процессе графического анализа решаются три задачи:

1. прогнозирование уровня цен;
2. нахождение оптимального момента времени для покупки или продажи ценных бумаг;

3) проверка полноты и достоверности фундаментального анализа.  
Основным методом технического анализа является построение

гистограмм, с помощью которых для каждого биржевого дня опреде­ляются минимальный и максимальный уровни цены, а также цена при закрытии биржи, т. е. отражаются уровень и размах колебаний цен. Их совокупность за достаточно длительный период времени по­зволяет изучить основные тенденции в ценах на акции.

Для снижения риска на фондовом рынке РФ целесообразно отда­вать предпочтение прямым инвестициям в ценные бумаги эмитен­тов, обладающих реальным имуществом, а не покупке акций над­строечных структур типа холдингов.

Высокая инфляция и экономическая нестабильность вынуждают инвесторов сокращать сроки вложений, отдавая предпочтение ин­вестициям в краткосрочные ценные бумаги (МКО, облигации Банка России, банковские векселя и т. д.).

Совокупность применяемых к портфелю методов и технических приемов представляет собой способ управления, который может быть активным или пассивным. Мониторинг может быть способом как активного, так и пассивного управления.

Организация мониторинга портфеля ценных бумаг акционерной компании представлена в табл. 5.4.

Конечной целью мониторинга служит выбор ценных бумаг, обла­дающих инвестиционными качествами, соответствующими данно­му типу портфеля.

**Активная модель управления** предполагает систематическое наблюдение и быстрое приобретение ценных бумаг, отвечающих ин­вестиционным целям портфеля, а также оперативное изучение его

**Таблица 5.4**

### Организация мониторинга фондового портфеля акционерной **компании**

|  |  |
| --- | --- |
| **Активный способ управления** | **Пассивный способ управления** |
| 1. Отбор ценных бумаг, рациональных к покупке и низкодоходных к продаже | 1 . Отбор ценных бумаг в достаточ­но диверсифицированный фондо­вый портфель |
| 2. Расчет нового портфеля, его доходности и риска с учетом ротации ценных бумаг | 2. Оптимизация портфеля |
| 3. Оценка эффективности старого и но­вого портфелей с учетом расходов по купле-продаже ценных бумаг | 3. Расчет минимально необходи­мой доходности |
| 4. Формирование нового портфеля | 4. Падение доходности ниже мини­мального уровня |
| 5. Формирование нового портфеля |

состава и структуры. Фондовый рынок России характеризуется бы­стрым изменением котировок ценных бумаг и высоким уровнем рис­ка. Поэтому ему адекватна активная модель мониторинга, которая делает модель управления портфеля более рациональной. С помо­щью мониторинга можно прогнозировать размер возможных дохо­дов от операций с ценными бумагами.

Инвестиционный менеджер, занимающийся активным управ­лением портфеля, обязан купить наиболее эффективные ценные бумаги и быстро продать низкодоходные финансовые активы. В данном случае целесообразно не допустить снижения стоимости портфеля и потерю им инвестиционных качеств. Поэтому необхо­димо постоянно сравнивать стоимость, доходность, ликвидность и безопасность «нового» портфеля с аналогичными показателями прежнего портфеля, чтобы принимать обоснованные управленчес­кие решения.

Активный способ управления предполагает значительные фи­нансовые расходы, связанные с информационной, аналитической, экспертной и торговой деятельностью на фондовом рынке. Эти за­траты могут нести только крупные банки и финансовые компании, имеющие большой портфель ценных бумаг и стремящиеся к получе­нию максимального дохода от профессиональной деятельности на фондовом рынке.

В процессе мониторинга фондового портфеля инвестиционные менеджеры часто используют методы, основанные на анализе кри­вых доходности, и операции СВОП (обмен одних ценных бумаг на другие: акции на корпоративные облигации).

В первом случае в процессе инвестирования ориентируются на предполагаемые изменения доходности ценных бумаг, чтобы исполь­зовать в интересах инвестора будущие изменения процентных ставок. Инвестиционные менеджеры прогнозируют состояние финансового рынка и в соответствии с этим прогнозом корректируют фондовый портфель.

Например, если кривая доходности в данный момент находится на сравнительно низком уровне и будет, согласно прогнозу, повы­шаться, то это приведет к падению курса надежных ценных бумаг (муниципальных облигаций). Поэтому целесообразно приобретать краткосрочные облигации, которые по мере роста процентных ста­вок предъявляются к продаже и реинвестируются в более доходные финансовые активы. В данном случае краткосрочные облигации яв­ляются дополнительным резервом денежной наличности (ликвидно­сти) компании. Если кривая доходности высока и будет иметь тен­денцию к снижению, то инвестор переключается на покупку долгосрочных облигаций, которые обеспечивают более высокий до­ход.

Таким образом, активный мониторинг представляет собой непре­рывный процесс управления портфелем, что требует его периодиче­ского пересмотра, частота которого зависит от общей ситуации на финансовом рынке (включая динамику процентной ставки).

**Пассивная модель управления** предполагает формирование сильно диверсифицированных портфелей с заранее фиксированным уровнем риска, рассчитанным на длительный период времени. По­добный подход возможен для развитого фондового рынка с относи­тельно стабильной конъюнктурой. В условиях общей экономической нестабильности, высоких темпов инфляции в России пассивный мо­ниторинг малоэффективен.

Отметим наиболее общие правила пассивного управления фон­довым портфелем:

- такое управление рационально только в отношении портфеля, состоящего из малорискованных ценных бумаг;

- ценные бумаги должны быть долгосрочными, чтобы портфель существовал в неизменном виде длительное время.

Это дает возможность реализовать на практике основное пре­имущество пассивного управления - значительной объем на­кладных расходов по сравнению с активным мониторингом.

В условиях России портфель не может быть стабильным в обо­зримом будущем, так как велика вероятность потери не только его стоимости, но и дохода владельца. В российской практике до недав­него времени (до 17.08.1998) применялся собственный метод пас­сивного управления портфелем ГКО-ОФЗ. Его сущность заключа­лась в следующем. Исходя из средневзвешенной стоимости капитала (ССК) инвестор определяет минимально необходимый до­ход. После этого на основе мониторинга осуществлялся отбор цен­ных бумаг в портфель с гарантированной доходностью и минималь­ным уровнем риска. Сигналом к изменению образованного портфеля является не конъюнктура фондового рынка, как при активном управлении, а падение доходности портфеля ниже минимального уровня. Следовательно, доходность является тем индикатором, ко­торый заставляет инвестора пересматривать состав портфеля.

Выбор тактики управления зависит и от типа портфеля. Напри­мер, трудно ожидать высокого дохода, если к портфелю агрессивно­го дохода, или к портфелю агрессивного роста, применить тактику пассивного управления. Вряд ли будут оправданы высокие расходы на активное управление портфелем, ориентированны на стабиль­ный доход.

Существуют два варианта управления портфелем:

1. выполнение управленческих функций держателем портфеля;
2. передача всех функций по управлению портфелем другому юридическому лицу в форме траста (банку или финансовой компании).

Второй способ управления предпочтителен для фондовых порт­фелей крупных инвесторов.

Рассмотрим оба варианта более подробно. **В первом варианте** владелец фондового портфеля управляет им самостоятельно. В дан­ном случае держатель портфеля обязан создать специальное струк­турное подразделение (фондовый отдел), за которым будет закреп­лено управление портфелем.

В функции фондового отдела акционерной компании входят:

- определение целей и типа портфелей;

- разработка стратегии и тактики управления портфелем;

- оперативное планирование ценных бумаг в рамках заданных целей;

- реализация операций, относящихся к управлению портфелем;  
- анализ и выявление факторов, влияющих на состав, структуру и динамику движения ценных бумаг, входящих в портфель;

- принятие и реализация практических решений, направленных на корректировку состава и структуры портфеля.

Для предприятий с небольшим портфелем функции фондового отдела может выполнять один квалифицированный специалист.

**Во втором варианте** владелец портфеля доверяет осуществлять управление им другому юридическому лицу на основе договора дове­рительного управления имуществом. С помощью такого договора (траста) можно управлять фондовым портфелем промышленных ак­ционерных обществ, инвестиционных компаний и фондов.

**5.5. ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ** **ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ЦЕННЫХ БУМАГ АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА (ЭМИТЕНТА)**

Цель инвестирования в финансовые активы зависит от предпочтений каждого вкладчика. Классический вариант — вложение денежных средств в ценные бумаги промышленных компаний (корпораций).

В условиях депрессивной экономики России и недостатка досто­верной информации о деятельности акционерных предприятий при­нятие правильного решения об инвестировании требует от вкладчи­ка умения правильно оценить качество обращающихся на фондовом рынке ценных бумаг.

Основная задача рассматриваемой методики — оценить инвести­ционную привлекательность акционерной промышленной компании.

**Под инвестиционной привлекательностью** понимается на­личие экономического эффекта (дохода) от вложения денег в ценные бумаги (акции) при минимальном уровне риска. Методика осно­вана на использовании детерминированного факторного анализа и предполагает расчет результативных показателей (коэффициентов), их группировку по экономическому содержанию, обоснование полу­ченных значений и оценку текущего финансового состояния акцио­нерного общества и перспектив его развития.

Итогом анализа является заключение о степени инвестиционной привлекательности акционерной компании.

Показатели инвестиционной привлекательности эмитента клас­сифицируются по двум группам:

1)акции предлагаются впервые (первичная эмиссия);

2) акции продолжительное время обращаются на фондовом рынке.

**В первом случае** оценка инвестиционной привлекательности компании (инвесторами, кредиторами, рейтинговыми формами) про­водится с использованием традиционных показателей:

- оборачиваемости активов;

- прибыльности активов;

- финансовой устойчивости;

- ликвидности активов.

**Во втором случае** эта оценка дополняется анализом ряда новых показателей, среди которых наиболее важную роль играют следую­щие (табл. 5.5).

**Таблица 5.5**

Коэффициенты, характеризующие эффективность первичной

эмиссии акций

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Показатель** | **Назначение** | **Расчетная формула** |
| 1. Коэффициент отдачи, акцио­нерного капитала | Характеризует уровень чис­той прибыли, приходящей­ся на акционерный капитал | Чистая прибыль (после нало­гообложения), деленная на среднюю стоимость акцио­нерного капитала за расчет­ный период |
| 2. Балансовая стоимость одной акции | Отражает величину акцио­нерного и резервного капи­талов, приходящихся на одну акцию, т. е. обеспеченность акционерного общества собственными средствами | Сумма (акционерный капи­тал + резервный капитал), деленная на общее количе­ство акций акционерного об­щества на определенную Дату |
| 3. Коэффициент дивидендных вы­плат | Характеризует долю диви­дендных выплат в чистой прибыли акционерного об­щества | Сумма дивидендов, выпла­ченных акционерным обще­ством в рассматриваемом периоде, деленная на сумму чистой прибыли общества за расчетный период |
| 4. Коэффициент обеспеченности привилегирован­ных акций (префакций) чисты­ми активами | Отражает величину чистых активов, приходящихся на одну префакцию Чистые активы = активы -обязательства по балансу | Чистые активы общества на определенную дату, делен­ные на количество префакций, находящихся в обраще­нии |
| 5. Коэффициент покрытия дивидендов по префакциям | Позволяет оценить, в какой мере размер чистой прибы­ли общества обеспечивает выплату дивидендов | Чистая прибыль общества за расчетный период, деленная на сумму дивидендов, пре­дусмотренную к выплате по префакциям в расчетном пе­риоде |

Рассмотренные показатели характеризуют эффективность пре­дыдущих выпусков акций акционерного общества.

Оценка характера обращения акций на рынке ценных бумаг свя­зана прежде всего с показателями их рыночной стоимости и лик­видности. Среди этих параметров наиболее важную роль играют следующие (табл. 5.6).

**Таблица 5.6**

Коэффициенты, определяющие характер обращения акций на организованном рынке ценных бумаг

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Показатель** | **Назначение** | | **Расчетная формула** |
| 1 . Коэффициент выплаты дивиден­дов | Характеризует соотноше­ние суммы дивиденда и цены акции | | Сумма дивиденда, выпла­ченного по акции в опреде­ленном периоде (руб.), де­ленная на цену котировки акции на начало рассматри­ваемого периода (руб.) |
| 2. Коэффициент соотношения цены и доходно­сти акции | Показывает соотношение между ценой акции и дохо­дом по ней. Чем ниже это соотношение, тем привле­кательнее акция для инвес­тора | | Цена акции на начало рас­сматриваемого периода (руб.), деленная на совокуп­ный доход, полученный по акции в рассматриваемом периоде (руб.) |
| Показатель | | Назначение | Расчетная формула |
| 3. Коэффициент ликвидности акций на фондовой бир­же | | Характеризует возможности быстрого превращения ак­ций в деньги в случае необхо­димости их реализации | Общий объем предложения рассматриваемых акций на биржевых торгах (или по пе­риоду в целом), деленный на общий объем продажи рас­сматриваемых акций на бир­жевых торгах (или по всем торгам за период) |
| 4. Коэффициент соотношения коти­руемых цен пред­ложения и спроса на акцию | | Отражает соотношение меж­ду ценой предложения и спроса на акцию | Средний уровень цен пред­ложения на торгах, деленный на средний уровень цен спроса на акцию на торгах |
| 5. Коэффициент обращения акций | | Отражает объем их обраще­ния, а также уровень ликвид­ности по результатам бирже­вых торгов | Общий объем продаж рас­сматриваемых акций на торгах за период, делен­ный на общее количество акций фирмы, умножен­ное на среднюю цену про­дажи одной акции в рас­сматриваемом периоде |

По законодательству России установлены жесткие требования к проспекту эмиссии ценных бумаг. Он должен содержать:

1. сведения об эмитенте;
2. данные о его финансовом положении. Эти сведения не приво­дятся в проспекте эмиссии при создании акционерного обще­ства, за исключением случаев преобразования в него юридичес­ких лиц иной организационно-правовой формы (товариществ);
3. сведения о предстоящем выпуске эмиссионных ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций).

Условия размещения выпущенных ценных бумаг следующие:

1. эмитент имеет право начинать размещение выпускаемых им ценных бумаг только после регистрации их выпуска;
2. количество размещенных ценных бумаг не может превышать их количества, указанного в учредительных документах о вы­пуске ценных бумаг;
3. эмитент вправе разместить меньшее количество ценных бумаг, чем указано в проспекте эмиссии. Фактическое количество раз­мещенных ценных бумаг указывается в отчете об итогах выпус­ка, предоставляемом на регистрацию. Доля не размещенных ценных бумаг из числа, отраженного в проспекте эмиссии, определяется Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКУБ). Она же устанавливает порядок возврата средств инве­сторов при несостоявшейся эмиссии;
4. эмитент обязан завершить размещение выпускаемых им цен­ных бумаг по истечении одного года с даты начала эмиссии, если действующим законодательством России не определены иные сроки их размещения. Не допускается размещение цен­ных бумаг нового выпуска ранее чем через две недели после обеспечения всем потенциальным инвесторам возможности доступа к информации о выпуске. Информация о цене разме­щения ценных бумаг может быть раскрыта в день начала раз­мещения этих бумаг;
5. при публичном размещении или обращении выпуска эмисси­онных ценных бумаг эмитент не вправе предоставлять преиму­щество для приобретения этих бумаг одним потенциальным  
   покупателям перед другими.

Однако установлены исключения из этого правила:

- при эмиссии государственных ценных бумаг;

- при предоставлении акционерам акционерного общества пре­имущественного права выкупа новой эмиссии ценных бумаг в количестве, пропорциональном числу принадлежащих им ак­ций в момент принятия решения об эмиссии;

- при введении эмитетом ограничений на приобретение цен­ных бумаг нерезидентами. Не позднее 30 дней после оконча­ния размещения ценных бумаг эмитент обязан представить в  
регистрирующий орган отчет об итогах выпуска эмиссион­ных ценных бумаг.

Итак, оценка условий эмиссии акций является заключительным этапом изучения их инвестиционных качеств. Предметом такого изучения являются:

- цена эмиссии;

- условия и периодичность выплаты дивидендов;

- степень участия отдельных владельцев в управлении акцио­нерным обществом и другие важные для инвестора сведения, содержащиеся в эмиссионном проспекте.

Следует иметь в виду, что часто предлагаемый эмитентом размер дивидендов по акциям не носит характера не только юридических, но и контрактных обязательств. Поэтом/ориентироваться только на этот показатель вряд ли целесообразно. Многое зависит от конъюнк­туры фондового рынка, финансового положения эмитента и других факторов.

На основе изучения перечисленных параметров, характеризующих текущее финансовое состояние эмитента и перспективы его развития, делается выводе степени его инвестиционной привлекательности.

Надежным и перспективным объектом инвестирования считает­ся акционерная компания с устойчивым финансовым положением, растущим объемом продаж, с повышающейся нормой чистой прибы­ли на авансированный капитал, превышающей среднюю величину за последние 3-5 лет.

Что касается соотношения цена/доход, то данный показатель за­висит от рыночной конъюнктуры (курса акций). Поэтому ориенти­роваться на него следует осторожно, с учетом будущего прогноза рыночных колебаний курса ценных бумаг.

**5.6. РИСКИ, СВЯЗАННЫЕ С ПОРТФЕЛЬНЫМИ**

**ИНВЕСТИЦИЯМИ, И СПОСОБЫ ИХ СНИЖЕНИЯ**

Фондовый рынок потенциально остается важным механизмом при­влечения денежных ресурсов в экономику страны, так как у государ­ства и коммерческих банков отсутствуют достаточные средства для вложения их в отрасли хозяйства. Однако любые инвестиционные решения хозяйствующих субъектов связаны с определенным рис­ком. Ожидание потерь, соизмерение их вероятности с предполагае­мой выгодой (доходами) составляют основу инвестиционных реше­ний акционерного общества.

Инвестор вкладывает свободные средства в фондовые инструмен­ты с целью получения определенного дохода в абсолютной величине. Доходность - относительный показатель, измеряемый отношением полученного дохода к вложенному капиталу. Инвестора интересует также будущий доход и оценка риска вложений в ценные бумаги. Дан­ная оценка интуитивно устанавливается с вероятностью отклонения величины дохода от некоторого ожидаемого значения.

Практика фондового рынка выработала следующее условие — чем больше предполагаемый доход, тем выше риск, связанный с при­обретением тех или иных фондовых инструментов. Риски в инвести­ционной деятельности выражаются в снижении доходности реаль­ных или портфельных инвестиций против ожидаемых величин, сопровождаются прямыми финансовыми потерями или упущенной выгодой, возникающей при осуществлении финансовых операций в связи с высокой степенью неопределенности их результатов.

На конечный финансовый результат инвестиционной деятельно­сти влияет множество случайных факторов макро- и микроэкономи­ческого характера. Поэтому при осуществлении портфельных инве­стиций целесообразно снижать риски, возникающие по зависящим от инвестора (субъективным) причинам (например, его финансовое положение).

Финансовая сделка считается рискованной, если ее эффектив­ность (доходность) не полностью известна инвестору в момент ее заключения (эффективность недетерминирована). Неизвестность (недетерминированность) эффективности, а следовательно, риско­ванность — свойство любой сделки с куплей-продажей ценных бу­маг.

До 17.08.1998 некоторое исключение составляли ГКО. После этой даты рискованными считаются и государственные долговые обязательства.

Для измерения последствий действий инвестора в условиях неопределенности используется коэффициент финансового риска (Кфр)



(20)

где У — максимально возможная сумма убытка; Сфр — сумма соб­ственных финансовых ресурсов с учетом точно известных поступлений. Данный коэффициент выражает степень риска, ведущего к банк-

ротству:

- Кфр = 0,3 - оптимальный, не приводящий к банкротству;

- Кфр = 0,31-0,69- занимает промежуточное положение;  
- Кфр = 0,7 и выше - приводит к банкротству инвестора.

Уровень риска инвестиционного портфеля по акционерной ком­пании в целом определяется по формуле:



(21)

где Урип — уровень риска инвестиционного портфеля в целом, %; УСР1 — уровень систематического риска фондовых ин­струментов 1-го вида, измеряемый с помощью В-коэффициента или в ином порядке, принятом акционерной ком­панией, %; УНРип — уровень несистематического риска инвестиционного портфеля, достигнутый в про­цессе его диверсификации, %; У1 — удельный вес фон­дового инструмента i-ro вида в объеме инвестиционного портфеля, доли единицы; п — общее количество видов фондовых инструментов, входящих в портфель (i = 1, 2, 3,...,п).

Результатом расчета по данной формуле является оценка того, насколько удалось снизить уровень портфельного риска по отноше­нию к среднерыночному его уровню, при заданной величине доход­ности инвестиционного портфеля. Данный портфель, полностью от­вечающий целям его формирования как по составу, так и по типу включенных в него ценных бумаг, представляет собой сбалансиро­ванный инвестиционный портфель (по уровню доходности, ликвид­ности и безопасности). В отдельных случаях возможна корректи­ровка (реструктуризация) сформированного портфеля под влиянием факторов макро- и микроэкономического характера. К приемам сни­жения финансового риска относятся:

1. диверсификация (разнообразие) фондового портфеля;
2. приобретение дополнительной информации о предмете сделки;
3. самострахование (создание финансовых резервов для покры­тия возможных убытков; для акционерных обществ они фор­мируются в обязательном порядке);
4. страхование финансовых гарантий;

5) хеджирование — страхование контрактов от неблагоприят­ного изменения цен, что предполагает поставки ценных бумаг в будущем по фиксированным ценам (опционные и фьючерс­ные контракты)и др.

Эффективность операций по ценным бумагам зависит от трех факторов:

- цены покупки;

- промежуточных выплат;

- цены продажи.

Первый фактор детерминирован, так как цена точно известна в момент совершения сделки.

Применительно к процентным ценным бумагам (облигациям) из­вестны и первые два фактора, поскольку они фиксированы в обяза­тельствах эмитента. Однако существует риск их невыполнения. Мо­жет быть принято неожиданное решение об отсрочке погашения государственных ценных бумаг. В данном случае акционерная ком­пания может оказаться несостоятельной и неспособной вернуть дол­ги и проценты по ним. С другой стороны, динамика курсовой стоимо­сти процентных ценных бумаг также заранее не известна. Владелец вправе продать их в любой момент до объявления срока погашения, если он решит, что текущий курс выгоден. В случае повышения дан­ного курса в будущем он может оказаться в проигрыше.

Однако эффективность процентных ценных бумаг государства и корпораций может быть предсказуема с определенными допущения­ми, поскольку купонные и конечные платежи гарантируются госу­дарством или имуществом корпораций. Напомним, что даже в слу­чае банкротства акционерной компании ее кредитные обязательства погашаются в первоочередном порядке.

Иное положение складывается с обыкновенными акциями. Усло­вия их покупки не содержат формальных обстоятельств акционер­ного общества по выплате дивидендов или выкупу по какой-либо фиксированной цене. Приобретение обыкновенных акций, безуслов­но, рисковая финансовая операция.

Риск портфеля ценных бумаг — степень возможности того, что наступят обстоятельства, при которых инвестор понесет потери, вызванные вложениями в фондовый портфель, а также операциями по привлечению ресурсов для создания портфеля.

Итак, целью управления портфелем является достижение при­быльности, ликвидности и безопасности при минимизации финан­совых рисков. Прибыль, получаемая инвестором от фондового порт­феля (Порп), устанавливается по формуле:

Порп = доходы от инвестиций в ценные бумаги - расходы по со­зданию портфеля (...).

Риски по операциям с финансовыми активами подразделяются на систематические (недиверсификационные) и несистематические (диверсификационные). Их классификация приведена в табл. 5.7.

Рассмотрим отдельные виды рисков. **Систематический риск** обусловлен макроэкономической ситуацией в стране, уровнем де­ловой активности на финансовом рынке. Он не связан с конкретны­ми ценными бумагами, является не диверсифицируемым и непони­жаемым. Это общий риск на всю совокупность вложений в фондовые инструменты. Инвестор не сможет их высвободить, не понеся определенные потери. Анализ систематического риска сводится к вопросу о том, стоит ли вообще иметь дело с портфелем ценных бумаг, не выгоднее ли вложить свободные денежные сред­ства в иные формы активов (реальные инвестиции, недвижимость, валюту и др.). Пример систематического риска в России — паде­ние фондового рынка в конце 1991 г., в {полугодии 1992г., летом 1994г., в августе—сентябре 1998 г., что обесценило капитал инвесторов, вложенный в портфельные инвестиции. Так, по итогам финансово-

**Таблица5.7**.

Классификация рисков на фондовом рынке

|  |  |
| --- | --- |
| **Виды систематического риска** | **Виды несистематического риска** |
| Макроэкономические, отраслевые, региональные риски  1. Страновой (экономический, политический и д.р.)  2. Риски законодательных изменений  3. Валютные риск  4. Инфляционный риск  5. Отраслевой риск  6. Региональный риск | 7. Риски акционерного роста  7.1. Кредитный (деловой) риск  7.2. Риск ликвидности  7.3. Процентный риск  7.4. Риск недобросовестного проведения операций на фондовом рынке |
| 8. Риски управления портфелем, включая технические риски  8.1. Капитальный  8.2. Селективный  8.3. Отзывной  8.4. Риски поставки ценных бумаг  8.5. Операционный  8.6. Риск урегулирования расчетов |

го кризиса в августе - сентябре 1998 г. общие потери ВВП, связан­ные с негативными последствиями решений Правительства РФ и Центрального банка РФ (17.08.1998), оцениваются в сумме свыше 300 млрд руб.

Проанализируем отдельные виды систематического риска.

**Страновой риск** — риск вложения денежных средств в ценные бумаги акционерных компаний, находящихся под юрисдикцией стра­ны с недостаточно устойчивым экономическим положением или с недружественным отношением к стране, резидентом которой явля­ется инвестор.

**Риск законодательных изменений** возникает в связи с пере­регистрацией акционерного общества, получением лицензии на пра­во осуществления операций с ценными бумагами, что вызывает до­полнительные расходы у эмитента и инвестора.

**Валютный риск** связан с вложениями в валютные ценные бума­ги и обусловлен изменением курса национальной валюты. Потери инвестора возникают в связи с повышением курса национальной валюты по отношению к иностранным валютам.

**Инфляционный риск** возникает вследствие того, что при высо­ких темпах инфляции доходы, получаемые инвесторами от ценных бумаг, обесцениваются (с точки зрения реальной покупательной способности денег) быстрее, чем увеличатся в ближайшем будущем. В результате инвестор понесет потери.

Он характерен для вкладов населения в Сбербанк РФ, где предла­гаемый банком процент не возмещает потери вкладчиков вследствие роста цен на товары и услуги. Мировой опыт подтверждает, что вы­сокий уровень инфляции разрушает фондовый рынок.

**Отраслевой риск** связан со спецификой отдельных отраслей. Данный риск проявляется в изменении инвестиционных качеств и курсовой стоимости ценных бумаг и потерях инвесторов исходя из принадлежности отрасли к определенному типу. По степени риска отрасли классифицируются на подверженные циклическим колеба­ниям и менее подверженные подобным колебаниям.

**Несистематический риск** считается диверсифицируемым. Он объединяет (агрегирует) все виды рисков, связанных с конкретными ценными бумагами или эмитентом. Он может быть понижен за счет подбора в портфель менее рискованных финансовых активов.

Рассмотрим отдельные виды несистематического риска.

**Кредитный (деловой) риск** наблюдается в ситуации, когда эмитент, выпустивший долговые (процентные) ценные бумаги, ока­жется не в состоянии выплачивать проценты по ним или основную сумму долга. Кредитный риск компании-эмитента требует внимания как со стороны финансовых посредников, так и инвесторов. Финан­совое положение эмитента часто определяется по соотношению между заемными и собственными средствами в пассиве баланса. Дело в том, что банковский кредит достаточно выгодный источник финансирования только в том случае, если сумма процентов по нему меньше, чем сумма затрат по выпуску и размещению дополнитель­ного тиража долговых ценных бумаг (корпоративных облигаций). Однако чем выше доля заемных средств в пассиве баланса (более 50 %), тем больше вероятность для акционеров остаться без диви­дендов и процентов, так как усилия акционерной компании будут направлены на погашение процентов по банковскому кредиту. По действующему в России законодательству проценты за краткосроч­ный кредит банков относятся на издержки производства и обраще­ния и понижают налогооблагаемую прибыль. При банкротстве акци­онерного общества большая часть дохода от продажи активов будет направлена на погашение долга кредиторам (банкам), и возместить инвестированные средства акционерам будет нечем.

**Риск ликвидности** связан с возможностью потерь при реализа­ции ценных бумаг из-за изменения их качества. Данный вид риска широко распространен на фондовом рынке России, когда ценные бу­маги продаются по курсу, ниже их действительной стоимости. По­этому инвестор отказывается видеть в них надежный товар.

**Процентный риск** — вероятность потерь, которые понесут ин­весторы с изменением процентных ставок на кредитном рынке. Рост банковских процентных ставок по депозитам приводит к погашению курсовой стоимости акций. При резком повышении процента по де­позитным счетам может начаться массовый сброс акций, эмитиро­ванных под более низкие проценты. Эти ценные бумаги по условиям выпуска могут быть досрочно возвращены эмитенту.

Риск недобросовестного проведения операций на фондовом рын­ке часто связан с прямым обманом инвесторов и является предме­том рассмотрения в арбитражных судах.

**Капитальный риск** — общий риск на все вложения в ценные бумаги. Потери при данном виде риска неизбежны. Анализ капитального риска сводится к оценке того, стоит ли иметь дело с портфельны­ми инвестициями, не лучше ли вложить денежные средства в иные виды активов (недвижимость, товары, валюту и т. д.). Типичный при­мер капитального риска — резкое падение курса ценных бумаг боль­шинства российских предприятий и банков в VI квартале 1998 г.

**Селективный риск** — риск неправильного выбора ценных бу­маг для инвестирования в сравнении с другими их видами при фор­мировании портфеля. Обычно он вызывается неправильной оценкой инвестиционных качеств ценных бумаг.

**Отзывной риск** -возможные потери инвестора, если эмитент отзовет свои облигации с фондового рынка в связи с превышением фиксированного уровня дохода по ним над текущим рыночным про­центом.

**Риск поставки ценных бумаг** при фьючерсных контрактах свя­зан с возможным невыполнением обязательств по своевременной поставке ценных бумаг, имеющихся у продавца (особенно при про­ведении спекулятивных операций с ценными бумагами), т. е. при ко­ротких продажах.

**Операционный риск** вызывается неполадками в работе компь­ютерных сетей по обработке информации, связанной с ценными бу­магами, низким уровнем квалификации технического персонала, на­рушением технологий и др.

Итак, совокупность рисков, связанных с вложениями в ценные бумаги, должна учитываться инвестиционными менеджерами в про­цессе принятия и реализации конкретных управленческих решений.

Для всех инвесторов защита от финансового риска в определен­ной мере обеспечивается соблюдением типовых правил коммерче­ской деятельности:

1. основной капитал желательно финансировать за счет долго­ срочных займов, чтобы надолго не связывать собственный ка­питал;
2. основной капитал должен быть собственным;
3. погашение долгосрочных займов и процентов по ним целесо­образно осуществлять из денежных поступлений по реализуе­мым инвестиционным проектам;
4. краткосрочное заемное финансирование должно соответство­вать действительной потребности в кредите;
5. постоянная ориентация на снижение расходов по формирова­нию и управлению инвестиционным портфелем;
6. наличные денежные поступления часто важнее прибыли, так как обеспечивают финансовую устойчивость предприятия и его инвестиционную привлекательность для инвесторов и кре­диторов;
7. ориентация предприятия на будущий денежный поток от инве­стиционного проекта в форме инвестируемой им прибыли.

В заключение отметим, что риск — нормальная ситуация для дея­тельности инвестиционного менеджера, который не избегает рис­ка, а, правильно его прогнозируя, стремится снизить до минималь­ного уровня.

Кто не рискует, тот не может добиться большого успеха в пред­принимательской деятельности.

**5.7. ФИНАНСОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ**

Важное место в системе государственного регулирования экономи­ки занимает финансовое регулирование финансового рынка.

За последние годы издано множество нормативных актов, регули­рующих деятельность профессиональных участников данного рын­ка. Среди них определяющую роль играют Федеральные Законы «Об акционерных обществах» от 26. Г2.1995; «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996; «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 23.06.1999 .

Предпринимательская деятельность на фондовом рынке РФ, включая услуги по размещению, купле-продаже финансовых ин­струментов, осуществляется профессиональными участниками на основании лицензий, выдаваемых Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) и ее региональными комиссиями. Предпринимательская деятельность на финансовом рынке, в том числе оказание финансовых услуг инвесторам, привлечение на коммерческой основе средств юридических и физических лиц, не связанное с эмиссией и обращением ценных бумаг, осуществля­ется коммерческими банками на основании лицензий, выдавае­мых Банком России.

Страховые организации осуществляют фондовые операции на ос­новании лицензий, выдаваемых Минфином РФ.

Объектами регулирования являются следующие виды деятельно­сти:

**1) брокерская деятельность** — совершение гражданско-пра­вовых сделок с ценными бумагами на основании договора ко­миссии или поручения, а также доверенности на соверше­ние таких сделок при отсутствии указаний на полномочия поверенного или комиссионера в договоре. Сделки, осуще­ствляемые по поручению клиентов, во всех случаях подле­жат первоочередному исполнению по сравнению с дилерс­кими операциями самого брокера при совмещении им деятельности брокера или дилера;

**2) дилерская деятельность** — совершение сделок купли-про­дажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем пуб­личного объявления цен купли и продажи этих бумаг с обяза­тельством покупки и продажи их по объявленным ценам;

1. **деятельность по управлению ценными бумагами** осуще­ствляется юридическими и физическими лицами от своего имени в течение срока доверительного управления.  
   Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществ­ляющий деятельность по управлению фондовыми инструмен­тами (траст), именуется управляющим. Его права и обязанно­сти определяются законодательством РФ и договорами с клиентами. Если управляющий нанес ущерб своим клиентам, то он обязан возместить за свой счет причиненные им убытки;
2. **депозитарная деятельность** — оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг или учету и переходу прав на цен­ные бумаги. Депозитарий — юридическое лицо, являющееся  
   профессиональным участником фондового рынка и осуществ­ляющее деятельность. Депонент — лицо, пользующееся услу­гами депозитария по хранению ценных бумаг или учету прав  
   на них. Взаимоотношения между депозитарием и депонен­том регулируются депозитарным договором (договором о сче­те депо), оформляемым в письменной форме. Заключение та­кого договора не влечет за собой переход к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента;
3. **деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг** — сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставле­ние данных, составляющих систему ведения реестра владель­цев ценных бумаг. Деятельностью по ведению данного реест­ра вправе заниматься только юридические лица (держатели реестра или регистраторы). Регистратор не вправе осуществ­лять сделки с ценными бумагами. Под системой ведения реес­тра владельцев понимается совокупность данных, отражен­ных на бумажных носителях или с использованием электронной базы данных;
4. **деятельность по определению взаимных обязательств (клиринг)** включает: сбор, сверку, корректировку информа­ции по операциям с ценными бумагами и подготовку бухгалтер­ских документов по ним, а также зачеты по поставкам ценных бумаг и расчеты по ним. Клиринговые организации осуществля­ют расчеты по ценным бумагам, обязаны формировать специ­альные фонды для снижения рисков неисполнения сделок с цен­ными бумагами. Минимальный размер специальных фондов устанавливается ФКЦБ РФ по согласованию с ЦБР;
5. **деятельность по организации торговли ценными бума­гами** включает предоставление услуг, способствующих за­ключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между профессиональными участниками фондового рынка. Данным видом деятельности занимаются фондовые биржи и фондовые отделы товарных бирж.

**Основные направления регулирования первичного рынка ценных бумаг** следующие:

1. государственная регистрация выпуска ценных бумаг;
2. законодательное закрепление общих требований к первично­му размещению фондовых инструментов;
3. лицензирование деятельности инвестиционных институтов (фондов, компаний, коммерческих банков);
4. аттестация специалистов на право ведения операций с ценны­ми бумагами.

**Важнейшими принципами регулирования вторичного рынка ценных бумаг** являются:

1. сделки по купле-продаже ценных бумаг признаются состояв­шимися, если эти бумаги оформлены в соответствии с прави­лами, установленными действующим законодательством;
2. участники фондового рынка обязаны предоставлять инвесто­рам объективную информацию о ценных бумагах: их доходно­сти, сроках получения доходов по ним и механизме налогооб­ложения по ценным бумагам и т. д.;
3. государственным служащим, сотрудникам финансовых компа­ний и банков, имеющим отношение к ценным бумагам, запре­щено разглашать конфиденциальную информацию по ценным  
   бумагам либо использовать ее в целях личного инвестирова­ния;
4. каждая сторона (продавец и покупатель), участвуя в сделке с ценными бумагами, обязана уплачивать гербовый сбор, раз­мер которого устанавливается законодательством РФ;
5. налогообложение операций с ценными бумагами осуществля­ется в соответствии с Налоговым Кодексом РФ;
6. инвестор вправе самостоятельно работать на фондовом рынке. Однако в связи со сложностью операций с ценными бумагами рациональнее обратиться к услугам профессиональных участ­ников фондового рынка.

**Субъектами регулирования рынка ценных бумаг в РФ** яв­ляются:

1. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) и ее региональные отделения;
2. Министерство финансов РФ;
3. Центральный банк России;
4. Государственный антимонопольный Комитет;
5. Министерство по налогам и сборам.

ФКЦБ РФ является органом исполнительной власти в области фондового рынка по контролю за деятельностью его профессиональ­ных участников. Она определяет порядок их деятельности и устанав­ливает стандарты эмиссии ценных бумаг. Руководитель ФКЦБ явля­ется по должности федеральным министром. ФКЦБ осуществляет разработку основных направлений развития фондового рынка и ко­ординирует деятельность федеральных органов исполнительной власти по вопросам регулирования данного рынка. Круг деятельности ФКЦБ достаточно широк и определяется федеральным законода­тельством.

Саморегулируемой организацией профессиональных участников рынка ценных бумаг является добровольное объединение финансо­вых посредников. Саморегулируемая организация функционирует на некоммерческой основе. Она учреждается профессиональными уча­стниками фондового рынка для обеспечения благоприятных условий их деятельности на этом рынке.

Все доходы саморегулируемой организации используются для выполнения уставных задач и не распределяются среди ее членов. Исходя из требований федерального законодательства по проведе­нию операций на рынке ценных бумаг саморегулируемая организа­ция устанавливает для своих членов правила осуществления про­фессиональной деятельности на этом рынке, стандарты проведения операций *с* ценными бумагами и контроль за их соблюдением. ФКЦБ вправе отказать в выдаче лицензии саморегулируемой организации и аннулировать выданную ей ранее лицензию с обязательным опуб­ликованием сообщения об этом в средствах массовой информации.

**ВЫВОДЫ**

1. При формировании портфеля не представляется возможным най­ти фондовый инструмент, который одновременно был бы высоко­ доходным и ликвидным, но малорискованным. Каждый фондовый инструмент может обладать, как правило, двумя свойствами. Од­нако качественно составленный портфель из различных ценных бумаг помогает разрешить это противоречие.
2. Основной вопрос, который возникает при управлении портфе­лем: как определить пропорции между различными видами цен­ных бумаг с неодинаковыми свойствами?

Определение пропорций между сегментами фондового рынка и между ценными бумагами, входящими в портфель конкретного инвестора, базируется на следующих принципах: диверсифика­ция портфеля, консервативность, достаточная ликвидность и бе­зопасность.

1. Стратегической целью при работе на фондовом рынке должно  
   быть освоение технологий получения дополнительной прибыли путем эффективного реинвестирования денежных средств в более доходные активы.
2. Без создания эффективного фондового рынка невозможно решить задачу его превращения в организатора и регулятора хозяйства России. По своей экономической природе фондовый рынок при­зван обеспечить динамическое и рациональное движение капита­ла между отдельными отраслями для подъема реального сектора экономики страны. Именно реальный сектор народного хозяйства является фундаментом для экономического и социального разви­тия России

Вопросы по курсу «**Инвестиционный менеджмент**»

1. Основный понятия и определения: инвестиции, инвестиционный проект; объекты,  
   источники и формы инвестиций, этапы инвестирования.
2. Эффективность инвестиций. Факторы, влияющие на объем инвестирования.
3. Классификации инвестиций и инвесторов.
4. Принципы инвестиционной политики предприятия.
5. Бизнес-план инвестиционных проектов. Сальдо денежных потоков.
6. Формы государственного регулирования инвестиционной деятельности.

*7* Правила инвестирования, выработанные практикой.

8. Цена капитала. Средневзвешенная стоимость капитала.

1. Принципы оценки инвестиционных проектов.
2. Методы финансовой оценки инвестиционных проектов.
3. Метод чистой текущей стоимости оценки проекта.
4. Метод внутренней нормы прибыли оценки проекта.
5. Эффект финансового рычага.
6. Анализ чувствительности инвестиционного проекта.
7. Финансовый рынок: определение, назначение, участники и сегменты.
8. Функции финансового рынка.
9. Портфель ценных бумаг и его типы.
10. Классификация финансовых рынков. Емкость и коньюктура рынка.
11. Фондовая биржа.
12. Продавцы и покупатели фондовых инструментов.
13. Финансовые посредники фондового рынка.
14. Аспекты инвестиционного менеджмента (анализ дисконтированного денежного потока и д.р.)
15. Теория портфеля (модель САРМ).
16. Цели и задачи управления инвестиционным портфелем
17. Программа действий по формированию и реализации инвестиционного портфеля.
18. Краткий анализ инвестиционной среды России.
19. Стратегии инвесторов корпоративных ценных бумаг.
20. Портфель ценных бумаг и его типы.
21. Концепции управления портфелем ценных бумаг.
22. Требования, предъявляемые к портфелю ценных бумаг.  
    31. Цели портфельного инвестирования.
23. Структура фондового портфеля различных (по риску) инвесторов. Финансовый  
    леверидж.
24. Использование средств, полученных АО с иондового рынка.
25. Традиционный подход к управлению портфелем ценных бумаг.
26. Методы оптимизации фондового портфеля.
27. Диверсификация фондового портфеля.
28. Виды доходов по ценным бумагам. Доходность инвестиций и портфеля.
29. Фундаментальный анализ инвестиционной ситуации.
30. Технический анализ инвестиционной ситуации.
31. Активная модель управления фондовым портфелем.
32. Пассивная модель управления фондовым портфелем.
33. Оценка инвестиционной привлекательности эмитента.
34. Риски портфельных инвестиций
35. Способы снижения рисков портфельных инвестиций.

##### **ЛИТЕРАТУРА**

1. Гражданский Кодекс Российской Федерации (часть первая) от 21.10.1994.
2. Гражданский Кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 22.12.1995.
3. Налоговый Кодекс Российской Федерации (часть первая) от 31.12.J998.
4. Закон РФ «О валютном регулировании и валютном контроле» от 9,10.1992, №3615-1.
5. Федеральный Закон «О Центральном банке Российской Феде­рации (Банк России)» от 26.04.1995, № 65-ФЗ.
6. Федеральный Закон «О банках и банковской деятельности» от 3.02.1996, №17-ФЗ.
7. Федеральный Закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995, № 208-ФЗ.
8. Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996, № 39-ФЗ.
9. Федеральный Закон «О несостоятельности (банкротстве)» от 8.01.1998, №6-ФЗ.
10. Федеральный Закон «Об особенностях правового положения акционерных обществ работников (народных предприятий)» от 19.07.1998, №115-ФЗ.
11. Федеральный Закон «О первоочередных мерах в области бюд­жетной и налоговой политики» от 29.12.1998, № 192-ФЗ.
12. Федеральный Закон «Об инвестиционной деятельности в Рос­сийской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложе­ний» от 25.02.1999, № 39-ФЗ.
13. Федеральный Закон «О несостоятельности (банкротстве) кре­дитных организаций» от 25.02.1999, № 40-ФЗ.
14. Федеральный Закон «О защите прав и законных интересов ин­весторов на рынке ценных бумаг» от 5.03.1999, № 46-ФЗ.
15. Указ Президента РФ «Об организационных мерах по преобразо­ванию государственных предприятий, добровольных объединений го­сударственных предприятий в акционерные общества» от 1.07.1992, №721.
16. Указ Президента РФ «О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации» от 26.07.1995, №765.
17. Указ Президента РФ «О мерах по оздоровлению государствен­ных финансов» от 11.12.1997, №1278.
18. Указ Президента РФ «О государственной комиссии по защите прав инвесторов на финансовом и фондовом рынках России» от 16.07.1997, №730.
19. Указ Президента РФ «Об обеспечении прав инвесторов и акци­онеров на ценные бумаги РФ» от 16.09.1997, № 1034.
20. Указ Президента РФ «О мерах по укреплению финансовой дис­циплины и исполнению бюджетного законодательства» от14.05.1998, №554.
21. Указ Президента РФ «О порядке выпуска органами исполни­тельной власти субъектов РФ внешних облигационных займов» от 9.06.1998, №696.
22. Указ Президента РФ «О неотложных мерах по обеспечению фи­нансовой стабилизации в стране» от 16.07.1998.
23. Указ Президента РФ «О некоторых мерах по стабилизации фи­нансовой системы РФ» от 25.08.98, № 988.
24. Указ Президента РФ «Об изменении порядка обязательной про­дажи части валютной выручки» от 15.03 1999, № 334.
25. Постановление Правительства РФ «О выпуске государствен­ных краткосрочных облигаций» от 8.02.1993, № 107.
26. Постановление Правительства РФ «О выпуске облигаций фе­деральных займов» от 22.04.1997, № 445.
27. Постановление Правительства РФ «О выпуске облигаций госу­дарственных нерыночных займов» от 3.07.1997, № 812.
28. Постановление Правительства РФ «О реформе предприятий и иных коммерческих организаций» от 30.10.1997, № 1373.
29. Методические рекомендации по разработке финансовой поли­тики предприятия. Приказ Министерства экономики РФ от 1.10.1997,№118.
30. Постановление Правительства РФ «О дополнительных мерах по стимулированию деловой активности и привлечению инвестиций в экономику Российской Федерации» от 19.12.1997, № 1605.
31. Постановление Правительства РФ «О привлечении финансовых ресурсов международных рынков капитала в 1998 г.» от 14.03.1998, № 302.
32. Постановление Правительства РФ «О мерах по укреплению фи­нансовой дисциплины» 12.05.1998, №438.
33. Постановление Правительства РФ «О мерах по повышению эф­фективности процедур банкротства» 22.05.1998, № 476.
34. Постановление Правительства РФ «О погашении государствен­ных краткосрочных бескупонных облигаций и облигаций с постоян­ным и переменным купонным доходами со сроками погашения до 31 декабря 1999 г. и выпущенных в обращение до 17 августа 1998 г.» от 25.08.1998, №1007.
35. Распоряжение Правительства РФ «О новации по государствен­ным ценным бумагам» от 12.12.1998, № 1787-Р.
36. Постановление Правительства РФ «О порядке предоставления Центральным депозитарием — Центральным фондом хранения и об­работки информации фондового рынка документов, подтверждающих права на ценные бумаги, которые находятся на хранении либо права на которые учитываются в национальной депозитарной систе­ме» 16.02.1999, №291.
37. Приказ Минфина РФ «Об утверждении условий эмиссии и об­ращения Государственных облигаций, погашаемых золотом» от 28.10.1998, №48 н.
38. Указания Госналогслужбы РФ «О налогообложении операций с государственными облигаций Российской Федерации и облигациями органов местного самоуправления» от 18.12.1998, № ВАК-6-05/ 890.
39. Указания Центрального банка России «О внесении изменений и дополнений в Инструкцию ЦРБ № 417-У от 23.11.1998. "О прави­лах выпуска и регистрации ценных бумаг кредитными организация­ми на территории Российской Федерации"» от 17.09.1996, № 8.
40. Центральный Банк РФ. Указания от 30.03.1998, № 196-У. «О дополнительных мерах по защите интересов вкладчиков банка».
41. Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг-М.: Финансы и статисти­ка, 1992.
42. Алехин Б. И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые опера­ции. Саратов: Самвен, 1992.
43. Агарков М. М. Учение о ценных бумагах. М.: Финстатинформ, 1993.
44. Астахов В. П. Ценные бумаги. М.: Аксамит, 1995.
45. Балабанов И. Т. Риск-менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1996.
46. Балабанов И. Т. Основы финансового менеджмента: Учеб. по­собие. М.: Финансы и статистика, 1997.
47. Банковское дело: Учебник/ Под ред. В. И. Колесникова и Л. П. Кроливецкой. М.: Финансы и статистика, 1998.
48. Банковское дело: Учебник/ Под ред. О. И. Лаврушина. М.: Фи­нансы и статистика, 1998.
49. Биржевая деятельность: Учебник/ Под ред. А. Г. Грязновой и др. М.: Финансы и статистика, 1995.
50. Белов В. А. Ценные бумаги: вопросы правовой регламентации: Учеб. пособие. М.: МГУ, 1993.
51. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Пер. с англ. М.: Экономическая школа, 1997.
52. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997.
53. Бланк И. А. Финансовый менеджмент. Киев: «Ника-Центр», «Эльга», 1999.
54. Бочаров В. В. Методы финансирования инвестиционной дея­тельности предприятий. М.: Финансы и статистика, 1998.
55. Букато В. И., Львов Ю. И. Банки и Банковские операции в Рос­сии. М.: Финансы и статистика, 1996.
56. Буренин А. М. Рынки производственных финансовых инстру­ментов. М.: Инфра-М, 1996.
57. Ван Хорн. Основы управления финансами: Пер. с англ. М.: Фи­нансы и статистика, 1996.
58. Введение во фьючерсы и опционы. СПб.: Диалог-Инвест, 1993.
59. Ващенко Т. П. Математика финансового менеджмента. М.: Перспектива, 1996.
60. Гарнер Д., Оуэн Р., Конвей Р. Привлечение капитала: Пер. с англ. М.: «Джон У аил и энд Сандс», 1995.
61. Герчиков И. Н. Финансовый менеджмент. М.: АО «Консалтбанкир», 1996.
62. Гитман Л. Д., Джонк М. Д. Основное инвестирование: Пер. с англ. М.: Дело, 1997.
63. Грузинов В. П., Грибов В. Д. Экономика предприятия: Учеб. по­собие. М.: Финансы и статистика, 1998.
64. Грабовый П. Г. и др. Риски в современном бизнесе. М.: Алане, 1994.
65. Домари Р. Финансы и предпринимательство. Ярославль: Пери­одика, 1993.
66. Едронова В. Н., Мизиковский Е. А. Учет и анализ финансовых активов. М.: Финансы и статистика, 1995.
67. Ипотечно-инвестиционный анализ: Учеб. пособие/ Под редзасл. деят. науки РФ, проф. Е. В. Есипова. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1998.
68. Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Вы­бор инвестиций. Анализ отчетности. М.: Финансы и статистика, 1997.
69. Кочович Е. Финансовая математика. Теория и практика финан­сово-банковских расчетов. М.: Финансы и статистика, 1994.
70. Крейнина М. Н. Финансовый менеджмент. М.: Дело и Сервис, 1998.
71. Козлов А. А. Основные этапы проведения сделок с ценными бумагами// Деньги и кредит. 1994. *№ 2.*
72. Кохно А. П., Микрюков В. А., Комаров С. Е. Менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1992.
73. Лембден Д. К., Таргет Д. Финансы в малом бизнесе. М.: Финан­сы и статистика, 1992.
74. Лялин В. А., Воробьев П. В. Финансовый менеджмент (управ­ление финансовыми фирмами). СПб.: Юность, Петрополь, 1994.
75. Лавров А. М. Проблемы рынка ценных бумаг и фондовых бирже­вых структур: вопросы теории и практики. Кемерово: Книжное из­дательство, 1993.
76. Лапуста М. Г., Шаршукова Л. Г. Риски в предпринимательской деятельности. М.: Инфра-М, 1998.
77. Лукасевич И. Я. Анализ финансовых операций. М.: Финансы, ЮНИТИ, 1998.
78. Лимитовский М. А. Основы оценки инвестиционных и финан­совых решений. М.: Инжиниринго-консалтинговая компания «Дека», 1996.
79. Меньшиков И. С. Финансовый анализ ценных бумаг. М.: Фи­нансы и статистика, 1998.
80. Михайлова Е. В. Финансовый рынок в Российской Федерации. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1992.
81. Мелкумов Я. С. Экономическая оценка Эффективности инвес­тиций. М.: ИКЦ «ДИС», 1997.
82. Мелкумов Я. С. Техническое и практическое пособие по финан­совым вычислениям. М.: Инфра-М, 1996.
83. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспек­тива, 1995.
84. Мелкумов Я. С., Румянцев В. Н. Кредитные ресурсы: расчеты и анализы. М.: Бизнес-школа «Интел-Синтез», 1995.
85. Мартене А. В. Инвестиции. Киев: Киевское инвестиционное агентство, 1997.
86. Маршалл Д., Бансал В. Финансовая инженерия: полное руко­водство по финансовым нововведениям: Пер. с англ. М.: Инфра-М, 1998.
87. Норкотт Д. Принятие инвестиционных решений. М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997.
88. Ошеров М. Е. Бухгалтерский учет ценных бумаг и операции с ценными бумагами. СПб.: Изд-во СПбГУ, 1995.
89. Павлова Л. Н. Операции с корпоративными ценными бумагами. М.: ЗАО «Бухгалтерский бюллетень», 1997.
90. Принципы инвестирования. М : Крокус-Интернейшнл, 1992.
91. Первозванские А. А. и Т. Н. Финансовый рынок — расчет и риск. М.: Инфра-М, 1994.
92. Портфель конкуренции и управления финансами. М.: СОМИНТЭК, 1996.