**Содержание**

Введение 3

Глава 1. Двойственная природа акций и их роль в экономическом обороте. 9

§ 1. Место и роль ценных бумаг в инвестиционном процессе. 9

§ 2. Формы соединения финансовых и материальных ресурсов производства. 26

Глава 2. Методы и участники инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг. 47

§ 1. Методы анализа инвестиционных качеств и ликвидности ценных бумаг. 47

§ 2. Обусловленность поведения индивидуальных и институциональных инвесторов их специфическими интересами. 77

Заключение 115

Использованная литература. 121

Приложения 141

# Введение

Ценные бумаги вошли в привычный уклад жизни российских граждан. Сложился и развился довольно разношерстный, пока еще не достаточно цивилизованный рынок ценных бумаг. В зависимости от уровня развития рынка ценных бумаг можно судить об уровне развития инвестиционных процессов, эффективности вовлечения совокупных финансовых ресурсов в воспроизводственный процесс.

В условиях перехода отечественной экономики на рыночные методы хозяйствования проблема развития и эффективного функционирования рынка ценных бумаг, определения существенных особенностей финансовых инструментов, а также специфических интересов субъектов рынка ценных бумаг является особо актуальной. Особенностью развития рынка ценных бумаг в России является то, что, с одной стороны, он формируется по классическим законам рыночной экономики, а, с другой стороны, отражает специфику российской действительности.

На формирование и функционирование российского рынка ценных бумаг сильное влияние оказывает целый ряд экономических, политических, географических и кадровых факторов. Политическая и экономическая нестабильность, разрыв единого ранее экономического пространства, дефицит государственного бюджета, хронический кризис неплатежей предприятий, нехватка квалифицированных кадров, отсутствие четкой нормативной базы, регулирующей отношения на рынке ценных бумаг, недостаточная грамотность населения в вопросах инвестиционного предпринимательства являются существенными сдерживающими факторами развития рынка ценных бумаг. Вместе с тем, следует отметить, что в течение последних трех лет произошли кардинальные изменения экономической ситуации. Активное образование акционерных обществ, акционирование и приватизация государственных предприятий способствуют появлению большого количества инвестиционных институтов, профессионально работающих на рынке ценных бумаг. Введение системы приватизационных чеков сделало практически каждого гражданина России потенциальным инвестором. Активное развитие акционерного дела, расширение числа индивидуальных и институциональных инвесторов обуславливают безотлагательную необходимость теоретического анализа и обобщения накопленного отечественного опыта, а также осмысления опыта функционирования рынка ценных бумаг в зарубежных странах.

Проблемам развития и функционирования рынка ценных бумаг посвятили свои исследования многочисленные поколения экономистов, представляющих различные экономические школы. Теоретические вопросы зарождения и развития акционерного дела в России и других странах исследованы в фундаментальных работах отечественных экономистов и правоведов прошлого и наших современников: В.П.Безобразова, И.Брауде, А.А.Васильева, Э.Р.Вредена, И.Я.Горлова, А.И.Каминки, С.Н.Ландкофа, В.Я.Мотылева, И.Т.Тарасова, Л.Е.Шепелева и др. Обобщению современного опыта акционирования в России посвящен ряд работ М.Ю.Алексеева, Б.И.Алехина, С.Л.Леонова, Е.В.Михайловой, В.Т.Мусатова и других авторов.

Теоретические проблемы инвестиционного процесса, определяющие его основания и принципы, исследовались в работах Дж.Кейнса, И.И.Комарова, В.А.Лялина, А.Маршалла, В.П.Федорова, С.Блока, Дж.Гирта, Л.Гитмана, Р.Нельсона. Вопросам сущности ценных бумаг, в частности, основного их типа - акций, посвящены исследования В.А.Белова, И.К.Гейлера, Н.Д.Колесова, П.В.Воробьева, Н.Семилютиной, В.Дегио, Л.Петражицкого, Дж.Френсиса и др.

Несмотря на обилие публикаций современных отечественных и зарубежных авторов и авторов ранних периодов, посвященных акционерному делу, серьезного исследования требуют вопросы эффективности инвестиций в ценные бумаги, которые лишь затронуты в общих чертах в работах А.В.Воронцовского, В.В.Кузнецова, Дж.фон Неймана, О.Монгенштерна, А.А.Первозванского и Т.Н.Первозванской, Дж.Сороса, Е.Элтона, М.Грубера.

Вместе с тем, необходимо отметить, что ряд теоретических и практических вопросов, касающихся современного понимания природы ценных бумаг, в особенности массового их вида - акций, сущности инвестиций в ценные бумаги как формы соединения материальных и финансовых ресурсов, эффективности инвестиций в ценные бумаги, в частности портфельных инвестиций, не получили еще должного освещения. Относительная неразработанность в отечественной литературе названных проблем, а также их значительность для отечественной экономики в целом и каждого отдельного индивидуального и институционального инвестора определяют актуальность избранной темы.

Целью настоящего диссертационного исследования является разработка теоретических и практических вопросов инвестиционного процесса, опосредованного ценными бумагами, как формы соединения финансовых и материальных ресурсов, а также изучение особенностей поведения индивидуальных и институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг.

Для достижения поставленной цели в работе решались следующие задачи:

- исследование двойственной природы акции, как важнейшей разновидности ценных бумаг;

- изучение инвестиционного процесса, опосредованного ценными бумагами, как формы соединения финансовых и материальных ресурсов производства;

- обобщение и классификация научных методов анализа инвестиционных качеств ценных бумаг;

- разработка методических основ определения меры ликвидности ценных бумаг;

- исследование мотивационных аспектов поведения индивидуальных и институциональных инвесторов, обусловленное двойственной природой акции;

- исследование теоретических основ портфельных инвестиций.

Предметом исследования диссертационной работы является совокупность теоретических, методологических и практических вопросов инвестиционного процесса, опосредованного ценными бумагами.

Объектом исследования является инвестиционная деятельность индивидуальных, а также институциональных инвесторов, в частности инвестиционных фондов ("Генеральный инвестиционный фонд", взаимный фонд "Астро-Капитал" г.Санкт-Петербург), банков (Санкт-Петербургский коммерческий банк "Астробанк", "БНП-Дрезднербанк") и других компаний.

Теоретической и методологической основой исследования явились вышедшие ранее и современные труды ведущих отечественных и зарубежных ученых-экономистов, посвященные вопросам определения сущности инвестиционного процесса, ценных бумаг, финансовых рынков, организации и функционирования первичных и вторичных рынков ценных бумаг, формирования оптимальной структуры портфеля ценных бумаг; действующие нормативные акты и методические документы органов государственной власти и управления.

Источником фактического материала послужили данные отечественных и зарубежных периодических изданий, статистические отчеты Госкомстата РФ, отчеты акционерных обществ и инвестиционных фондов, материалы международных конференций и семинаров по вопросам организации финансовых рынков. Использован личный опыт автора, полученный во время работы в аналитических отделах АООТ "Генеральный инвестиционный фонд", КБ "Астробанк", а также в процессе управления активами взаимного фонда "Астро-Капитал".

К элементам научной новизны настоящего диссертационного исследования можно отнести следующее:

- исследован процесс инвестирования в ценные бумаги как форма соединения финансовых и материальных ресурсов, дана эволюция этих форм;

- обобщены и классифицированы научные методы анализа инвестиционных качеств ценных бумаг;

- разработаны методические основы определения меры ликвидности ценных бумаг;

- исследованы мотивационные аспекты поведения индивидуальных и институциональных инвесторов на российском рынке ценных бумаг в ходе приватизации и акционирования государственных предприятий.

Положения данного исследования могут учитываться при разработке нормативно-методических материалов для создания правовых условий регулирования рынка ценных бумаг со стороны государства. Выводы и рекомендации данной работы могут быть использованы при разработке методики определения меры ликвидности ценных бумаг для конкретного инвестора, а также для разработки инвестиционной политики профессиональных участников рынка ценных бумаг. Проанализированные мотивационные аспекты поведения инвесторов могут использоваться при формировании структуры портфельных инвестиций, исходя из конкретных предпочтений инвестора.

# Глава 1. Двойственная природа акций и их роль в экономическом обороте.

## § 1. Место и роль ценных бумаг в инвестиционном процессе.

Инвестиции - широкое и емкое понятие, охватывающее процесс движения и соединения материальных и финансовых ресурсов с целью развития производства и сбыта товаров и услуг.[[1]](#footnote-1) Свободные капиталы устремляются в первую очередь в те отрасли, где их соединение сулит наивысшую отдачу. Инвестиции - это форма движения финансового капитала.

Под инвестициями и на макроуровне, и на уровне отдельного хозяйствующего субъекта (в качестве хозяйствующго субъекта здесь выступают как предприятие или организация, так и любой индивид, принимающий хозяйственные решения) понимаются свободные средства субъекта, оставшиеся после удовлетворения его необходимых потребностей, которые можно использовать с целью получения дохода. На разных уровнях необходимые потребности - различны: на уровне экономики в целом - это поддержание границ и оборона государства, здравоохранение, образование, культура и т. п.; на уровне предприятия - это материально-техническое, сырьевое и энергетическое обеспечение и выплата заработной платы работникам; на уровне индивида - питание, покупка жилья, одежды и т. п. Во всех случаях удовлетворение потребностей осуществляется из дохода. Остающуюся часть можно назвать инвестициями. Дж. Кейнс определяет инвестиции как сбережения.[[2]](#footnote-2) Инвестиции - это та часть дохода, которая не направлена на потребление, а используется для преумножения. Отсюда, величина инвестиций определяется в зависимости от предпочтений хозяйствующих субъектов. Люди или организации отказываются от потребления сегодня, чтобы направить эти средства на обеспечение потребления в будущем.

А.Маршалл в "Принципах политической экономии" поясняет способность и склонность к сбережениям: "Способность к сбережению зависит от превышения дохода над необходимыми издержками."[[3]](#footnote-3) Следовательно, сбережения, а равно и инвестиции, возможны при достижении производством такого уровня эффективности, когда доход превышает потребление.[[4]](#footnote-4)

Еще один немаловажный фактор, побуждающий к сбережениям, влияющий на осуществление инвестиций, - безопасность. В условиях нестабильности в экономике и обществе, при наличии галопирующей инфляции найдется немного желающих откладывать свои сбережения в надежде получить доход в будущем, отказавшись от потребления сегодня. В условиях спада производства не только получение дохода, но и возврат вложенных средств в том же объеме остается под вопросом. "В далеком прошлом, - пишет А.Маршалл, - расточительность в большой мере обусловливалась отсутствием безопасности, неуверенностью тех, кто способен откладывать на будущее, что они смогут воспользоваться своими запасами; лишь те, кто уже был богат, обладали достаточной силой, чтобы отстоять свои сбережения."[[5]](#footnote-5)

В российской экономике в настоящее реформенное время ситуация весьма не стабильная. Все вышесказанное по поводу безопасности относится и к современной экономике России. Высокие темпы инфляции делают неэффективными всякие долгосрочные сбережения. Долгосрочные инвестиции в производство малопопулярны из-за низкой рентабельности. Поэтому даже банки идут неохотно на долгосрочные кредиты. В основном в ходу краткосрочные коммерческие кредиты, которые позволяют предприятиям лишь временно пополнить оборотные средства. Не случайно, по-видимому, объем дорогих европейских автомобилей проданных в России в 1993 г. превысил объем продаж этих автомобилей по всей Европе.

Весьма непопулярны сбережения и среди населения и других инвесторов. Так по данным статистической отчетности по городу Санкт-Петербургу за первое полугодие 1993 года уровень сбережений населения составил 9,5 %.[[6]](#footnote-6) В целом по России этот показатель составил 5.5 % за названный период.[[7]](#footnote-7)

Как известно, показатель уровня сбережений, характеризующий долю сбережений населения в его совокупных доходах, отражает инвестиционную активность населения. Которая, в свою очередь, характеризует инвестиционный процесс в экономике в целом, поскольку из вкладов населения образуются основные инвестиционные ресурсы.[[8]](#footnote-8)

"В мае 1993 г. личные сбережения составили 212 миллиардов рублей, в то время как на руках у населения (после покупки товаров и оплаты услуг, уплаты налогов и покрытия нетоварных расходов) находилось 776 миллиардов рублей наличных денег, то есть в 3,7 раза больше."[[9]](#footnote-9)

Под инвестициями также подразумевается деятельность конкретных лиц, направленная на осуществление мероприятий, обеспечивающих движение и соединение материальных и финансовых ресурсов.

Понятия инвестиций и инвестиционного процесса в отечественной литературе традиционно рассматривались в ключе централизованных капиталовложений государства в развитие экономики. Проблемам эффективности капиталовложений, оптимальной структуре государственных инвестиций посвящено много работ. Нет возможности даже просто перечислить всех авторов, занимавшихся этими проблемами.

Можно выделить ряд работ таких авторов раннего периода как: А.Финн-Енотаевский, В.Е.Мотылев, Г.В.Пономаренко, Р.Гильфердинг, Дж.Кейнс, и др., которые рассматривали проблемы инвестиций с точек зрения в той или иной мере близких задачам, поставленным в настоящей работе.

С переходом нашей страны к рыночным методам хозяйствования возникла потребность в работах, отражающих проблемы инвестиционной деятельности на современном этапе, когда роль государства в капитальных вложениях в производство значительно уменьшилась. Появился ряд работ таких авторов как: М.Ю.Алексеев, Б.И.Алехин, Е.В.Михайлова, В.Т.Мусатов, С.Л.Леонов и др. Названные авторы в своих работах обобщают опыт инвестиционной деятельности, рассматривают понятия, структуру, эффективность, инструменты и механизмы инвестиций и инвестиционной деятельности в новых условиях формирования инвестиционного рынка в России.

Вместе с тем еще многие как теоретические, так и практические вопросы, относящиеся к инвестиционному рынку остаются за рамками рассмотренных публикаций. В работах зарубежных авторов Дж.Тобина, Дж.Хикса, Э.Харрода, Л.Харриса, Г.Марковица, М.Миллера, У.Шарпа, Р.Рэдклиффа, Дж.Френсиса и др. обобщен более длительный опыт и практика инвестиционной деятельности в странах с развитыми инвестиционными рынками, разветвленной системой форм и методов государственных и, главное, частных инвестиций.

В экономическом смысле инвестиции представляют собой куплю-продажу товаров особого свойства - инвестиционных товаров. Особенности инвестиционных товаров заключаются в тех роли и месте, которые они играют и занимают в структуре товарных рынков.

В структуре товарных рынков выделяют кроме инвестиционных товаров потребительские товары и особый товар - деньги. Те и другие типы товаров имеют сходные черты: ликвидность, массовость, свободное обращение, меновую стоимость и т.п.

Существенной отличительной чертой этих товарных групп является их потребительная стоимость, способность удовлетворять те или иные потребности. Это так называемые частные отличительные особенности. Среди разных товаров одной группы можно выделить товары с отличными потребительными стоимостями. Разные товары удовлетворяют различные потребности. Это характерно и для инвестиционных товаров, и для потребительских. Вместе с тем, можно выделить общие для товарных групп отличные потребительные стоимости. Потребительная стоимость потребительских товаров заключается в удовлетворении конкретных потребностей в еде, одежде, культурных потребностей и т.п., то есть текущих. Потребительная стоимость инвестиционных товаров заключается в том, что они способны приносить доход, удовлетворять будущие потребности. Характерная черта особого товара - денег заключается в том, что они являются всеобщим эквивалентом, в них выражается стоимость всех других товаров.[[10]](#footnote-10) Таким образом, потребительские товары удовлетворяют текущие потребности, инвестиционные товары удовлетворяют будущие потребности (потребности в получении дохода в будущем и его приращении), деньги выступают стоимостными выразителями тех и других.

Еще одно существенное отличие этих групп товаров заключается в степени их универсальности, возрастающей последовательно от первой группы товаров к последней. Потребительские товары удовлетворяют конкретные частные потребности субъектов. Инвестиционные товары приносят доход, который можно использовать в будущем для удовлетворения любых потребностей, либо отложить их удовлетворение еще на некоторый срок. Имея деньги, можно направить их на приобретение любого товара из первых двух групп. По степени универсальности инвестиционные товары, как способные удовлетворять будущие разнообразные потребности, занимают промежуточное положение между потребительскими товарами, удовлетворяющими текущие потребности, и деньгами, выступающими всеобщим эквивалентом любых других товаров и обладающими высшей степенью универсальности.

Итак, потребительной стоимостью инвестиционных товаров является способность приносить доход, который можно использовать на удовлетворение в будущем любых потребностей, кроме собственно производственных. На практике инвестиционные товары представляют собой производственное оборудование, промышленные здания и сооружения, сырье, материалы, энергию и т.п. а также свидетельства на владение всеми этими активами.

В работах зарубежных и отечественных авторов приводятся различные определения структуры инвестиций. Исторически и логически инвестиционный процесс развивался последовательно от прямых инвестиций в производство (вложений в реальные активы) к инвестициям в ценные бумаги. Причем, средства, вложенные в ценные бумаги, преследовали цель быть в конце концов инвестированными в реальные активы. Поэтому наиболее распространенным является выделение инвестиций в реальные активы и в ценные бумаги. Или иначе - производственные и финансовые инвестиции.[[11]](#footnote-11) В марксистской литературе соответственно этому в структуре капитала выделялись дествительный капитал (инвестиции в реальные активы) и фиктивный капитал (вложения в ценные бумаги).[[12]](#footnote-12) "Производственные инвестиции представляют собой вложение ценностей в реальные активы, связанные с производством товаров (услуг) с целью получения прибыли (дохода). Этот тип инвестиций обеспечивает прирост действительного (физического) капитала."[[13]](#footnote-13) Инвестиции в реальные активы означают создание, производственных мощностей, приобретение оборудования, сырья, наем рабочей силы, организацию производственного процесса. Подобного рода инвестиции иначе еще называют прямыми инвестициями. Источником таких инвестиций могут выступать как собственные средства организаторов производства (акционеров, собственников, пайщиков), так и заемные средства (кредиты банков, ссуды).

Вложения средств в ценные бумаги называются финансовыми инвестициями. На практике это выражается в купле-продаже ценных бумаг.

Ценные бумаги - облигации, векселя, чеки и т.п. - в ограниченном виде присутствовали в хозяйственном обороте в нашей стране и ранее, но только в последнее время, с развертыванием реформ в экономике, ценные бумаги заняли достойное место в отечественной экономике. Ценные бумаги занимают особое место в хозяйственном обороте в силу своих особенных свойств. Выше мы рассматривали отличительные особенности потребительских и инвестиционных товаров и денег. Ценные бумаги в первом приближении также следует отнести к товарам, при чем к инвестиционным товарам. Однако ценные бумаги являются товаром особого свойства.

В широком смысле слова под товарами понимают все, что может быть предметом торговых сделок, все, что имеет меновую стоимость, всякое благо, в том числе и так называемые нематериальные активы - кредит, фирма, торговый знак, специальные права. В этом смысле ценные бумаги несомненно подпадают под определение товара. В узком же смысле под товарами понимаются материальные предметы торговых сделок, которые ценны сами по себе, в силу своих материальных свойств. То есть потребительная стоимость их заключается в удовлетворении конкретных потребностей. В этом смысле также соотносятся с общим понятием товаров и инвестиционные товары.

Ценные бумаги сами по себе не удовлетворяют каких-либо потребностей. "Ценными бумагами в юридическом смысле, - отмечает В.А.Белов, - являются денежные документы, которые ценны не сами по себе, как бумаги - материальные предметы: в силу своих естественных свойств, а в силу содержащегося в них права на некоторую ценность."[[14]](#footnote-14) Следовательно, потребительная стоимость ценных бумаг заключается в содержащихся в них правах: на доход, на собственность - на ценность. "Способность бумаги, как и любого иного объекта отношений, быть носителем потребительной и меновой стоимости и следует называть ценностью бумаги."[[15]](#footnote-15) Вместе с тем, ценной бумагой можно назвать лишь тот документ, который право на ценность ставит в тесную связь с бумагой. В ценной бумаге, отмечал российский исследователь М.Агарков: "Право овеществлено в бумаге".[[16]](#footnote-16) Таким образом, отличительной особенностью ценных бумаг является то, что потребительная стоимость ценной бумаги заключается в тесной связи бумаги с воплощенным в ней правом на ценность.

Наряду с этим выделяют еще один общий для всех ценных бумаг отличительный признак. "В отношении целого ряда бумаг (вексель, чек, акция и т.д.), - отмечает М.Агарков, - предъявление бумаги необходимо для выражения воплощенного в ней права. Такие документы называются ценными бумагами."[[17]](#footnote-17) Таким образом, общий признак ценных бумаг - "необходимость их предъявления для осуществления выраженного в них права".[[18]](#footnote-18)

Подобное определение закреплено и в нормативных документах, действующих в Российской Федерации. Так, в статье 31 Основ гражданского законодательства Союза ССР и республик сказано: "Ценная бумага - документ, удостоверяющий имущественное право, которое может быть осуществлено только при предъявлении подлинника этого документа".[[19]](#footnote-19) Это довольно-таки широкое определение ценных бумаг, под которое подпадают самые различные документы. Это определение дало возможность А.Фельдману обвинить действующее Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР, определяющее ценные бумаги как "денежный документ, удостоверяющий имущественное право или отношения займа владельца документа по отношению к лицу, выпустившему такой документ. Ценные бумаги могут существовать в форме обособленных документов или записей на счетах."[[20]](#footnote-20), в неправомерном включении в число ценных бумаг широкого круга инструментов, обращающихся на рынке. "При таком определении из категории ценных бумаг исключаются соответствующие товарные документы, но придается этот статус <<записям на счетах>>, что противоречит не только устоявшимся определениям, но и многовековой рыночной практике."[[21]](#footnote-21)

Как представляется, трудно согласиться с А.Фельдманом в его трактовке понятия ценных бумаг. Во-первых, под определение категории ценных бумаг, приводимое в Основах, подпадают не только те ценные бумаги, которые А.Фельдман исключает из этого числа, но и неизмеримо больший их круг, включая и такие, на первый взгляд казалось бы совсем не похожие на ценные бумаги, как проездные билеты в общественном транспорте, или гардеробные жетоны (называемые в юриспруденции легитимационными знаками).[[22]](#footnote-22)

Во-вторых, А.Фельдман, по-видимому, абсолютизирует в определении понятия ценных бумаг, приводимом в Основах, положение о предъявлении *подлинника* для осуществления имущественного права, заключенного в ценной бумаге. Из смысла приводимых определений вовсе не следует, что записи на счетах являются ценными бумагами. Зписи на счетах это не особый вид ценных бумаг, а лишь одна из форм существования ценных бумаг, выпускаемых в безналичной форме. На счетах хранятся действительные ценные бумаги. Записи на счетах подтверждают лишь тот факт, что поименованное лицо является владельцем определенных ценных бумаг, как подтверждает запись на банковском счете, что поименованное лицо является владельцем определенной суммы денег, которыми он может расплачиваться во всех местах, где его владение может быть неоспоримо засвидетельствовано.

С появлением и развитием электронных средств связи и передачи информации расширились возможности использования ценностей в безналичной форме. Безналичные расчеты существуют давно и активно используются. При помощи электронных средств передачи информации эти расчеты значительно ускоряются. Они заключается в том, чтобы мотивированно доказать контрагенту, что платеж подкреплен наличием средств. Аналогично и с ценными бумагами. Причем, к востребованию прав предъявляются не "записи на счетах", а ценные бумаги в форме, позволяющей их фиксировать. Владельцу их для реализации воплощенных в них прав необходимо представить фиксируемый документ, который признается контрагентом, в котором означенное лицо фигурирует как владелец этих прав. В отношении акций, например, таким документом является выписка из реестра акционеров, которая сама по себе не несет в себе никаких прав, кроме подтверждения (свидетельства) того, что где-то существуют какие-то ценные бумаги, которыми владеет поименованное лицо. Об этом недвусмысленно говорится в Положении о реестре акционеров акционерного общества: "Выписка из реестра акционеров - документ, выдаваемый держателем реестра акционеров и подтверждающий записи, содержащиеся в реестре, не являющийся ценной бумагой, передача которого от одного лица к другому не означает совершение сделки и не влечет переход прав на акции". Таким образом, ни выписка, ни запись на счетах не являются ценными бумагами, ценными бумагами является то, что означено в выписке либо на счете. При сделках фигурируют именно сами бумаги, на счетах же делаются соответствующие изменения: исключается прежний владелец и вписывается новый. Новому владельцу выдается новая выписка, а старая теряет свою силу. При этом право на ценные бумаги переходит к новому владельцу именно при условии передачи ему ценных бумаг, хотя сами эти бумаги могут и не наличествовать в осязаемой форме. В чем дествительно трудно не согласиться с А.Фельдманом, так в том, что современное положение на рынке ценных бумаг в России требует более основательной разработки законодательной базы, регулирующей этот сектор, так как в рыночный оборот включается широкий слой граждан, интересы которых должны быть защищены.

Процесс безналичного обращения ценных бумаг несколько осложнен их широким разнообразием: ценных бумаг много и различных видов и наименований. Поэтому процесс их обращения предъявляет к участникам сделок особые требования. Документы, подтверждающие наличие прав на ценные бумаги требуют определенной степени защиты от подделок, порой сравнимой по степени с денежными знаками. Это требование гарантии прав участников операций на рынке ценных бумаг.

По своей сущности ценные бумаги отличаются и от денег. В.А.Белов, например, выделяет три существенных отличия ценных бумаг от денег: "Под деньгами в юридическом смысле слова понимают особые объекты правоотношений имущественного оборота, характеризующиеся исполнением в нем функций *всеобщего* орудия обмена и являющиеся в силу этого свойства мерилом стоимости (принципиальное отличие от ценных бумаг) и средством сохранения ценности; часть таких объектов или аналогичные им могут наделяться *обязательной* платежной силой. Ценные же бумаги никогда не обладают принудительным курсом, и в этом их третье существенное отличие от денег".[[23]](#footnote-23)

Ценные бумаги в хозяйственном обороте выполняют специфическую экономическую роль. Во-первых, ценные бумаги являются документами, опосредующими переход воплощенных в них ценностей (товарных, денежных, правовых). В силу этого они являются средством перевода. Во-вторых, ценные бумаги являются кредитными инструментами, так как воплощают в себе вещные и обязательственные права. Обладая меновой стоимостью, ценные бумаги являются, в-третьих, средством обращения. Некоторые ценнные бумаги выступают средством платежа. В первую очередь это относится к такому специальному виду ценных бумаг, как приватизационные чеки Российской Федерации. Приватизационные чеки были выпущены для оплаты гражданами России своего участия в приватизации государственного имущества. Их принципиальное отличие от денег в том, что они не являлись всеобщим расчетным средством. Приватизационные чеки могли поступать в оплату только акций приватизируемых предприятий России, либо акций специализированных инвестиционных фондов, они не могли приниматься в оплату товаров и услуг.

Далее, ценные бумаги, принося определенный доход их владельцам, могут выступать в качестве средства накопления. Эта роль выполняется ценными бумагами при условии повышения их курсовой стоимости, либо процентных или дивидендных выплат. И наконец некоторые ценные бумаги могут выступать средством сбережения. Такая роль присуща только наиболее надежным ценным бумагам, к числу которых относятся не только государственные облигации, но и акции некоторых корпораций, приносящие доход, защищающий от рисков и инфляции порой не хуже драгоценных металлов или недвижимости.

Таким образом, можно отметить, что ценные бумаги на рынке занимают подобающее их роли и сущности место. Ценные бумаги по своим экономическим функциям и роли в хозяйственном обороте обладают более высокой степенью универсальности по отношению к материальным товарам. Однако, степень их универсальности ниже по отношению денег. Ценные бумаги не являются всеобщим эквивалентом, универсальным мерилом ценности.

В силу своих принципиальных особенностей ценные бумаги влекут и особые условия хозяйственных отношений. "... само наименование документа "ценная бумага", - отмечает В.А.Белов, - говорит о том, что стороны соглашаются вступить в *особые*, возникающие на его основании, отношения, подчиниться особому порядку, более строгому режиму обращения, специальным правилам передачи бумаг и перехода прав, виндикации, ответственности."[[24]](#footnote-24)

На современных рынках ценных бумаг обращаются многочисленные их представители. Инвесторы сталкиваются с множеством способов инвестирования: акции, облигации, варранты, закладные, векселя, опционы и т.п. Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР, утвержденное постановлением Правительства РФ от 28 декабря 1991 г. No 78 определяет следующие виды ценных бумаг обращающихся на фондовом рынке России: акции акционерных обществ, облигации, государственные долговые обязательства, производные ценные бумаги (права на покупку или продажу ценных бумаг).[[25]](#footnote-25) Среди этих многочисленных альтернатив акции и облигации относятся к числу наиболее используемых. Это обусловлено тем, что эти ценные бумаги относятся к числу наиболее гибких и активно обращающихся фондовых инструментов, отвечающих требованиям инвесторов.

Между акциями и облигациями имеется существенное различие Облигации "представляют собой формальное юридическое свидетельство кредита"[[26]](#footnote-26), пишет американский исследователь Дж. Френсис. Вышеупомянутое Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР определяет облигации как удостоверение отношения займа между кредитором и должником.[[27]](#footnote-27) По сути облигация является свидетельством займа. Акция же "дает право на участие в управлении делами предприятия, на получение части прибыли и на участие в разделе имущества в случае прекращения предприятия."[[28]](#footnote-28) То есть, акция является свидетельством того, что ее владельцу принадлежит часть действительного капитала фирмы. Следовательно, акцию можно отнести к инструментам фондового рынка (а равно и инвестиционного), а облигацию, скорее, - к инструментам ссудного рынка. Иными словами, облигация представляет собой для инвестора одну из разновидностей сбережения средств. Облигация свидетельствует не долю в действительном капитале, а юридически обеспечивает заем.

В пользу того, что облигация является кредитным свидетельством говорит и то, что это срочный документ и выплата процентов по нему фиксирована. Чего нет у акции. Сам правовой статус облигации предполагает такие же обязательства ее эмитента, которые дает кредитору заемщик: срочность, обязательность, безусловность возврата, гарантию определенной доходности, приоритетность возврата при ликвидации фирмы. Каковых обязательств не могут дать ни владельцы действительного капитала друг другу, ни эмитент акций инвестору.

Не может облигация свидетельствовать о вложении аккумулированных с ее помощью средств в действительный капитал, как не может свидетельствовать этого и банковский кредит. Таким образом, вложение средств в облигации с точки зрения формы движения и соединения материальных и финансовых ресурсов представляет собой отношения займа. Вложение средств в облигации с точки зрения получения дохода представляет собой форму сбережений более выгодную, чем вложение средств на банковский счет.

## § 2. Формы соединения финансовых и материальных ресурсов производства.

Выше уже приводились характеристики инвестиционных товаров. Их отличие от других товарных групп с точки зрения потребительной стоимости. В этом смысле потребительная стоимость инвестиционных товаров заключается в удовлетворении будущих потребностей, в приносимом ими доходе.

Инвестиционный товар характеризуется массовым характером, ликвидностью, свободным обращением. Инвестиционные товары относятся к группе так называемых биржевых товаров. Эта группа товаров отвечает потребностям инвестора - свободному переливу капиталов от одного вида товаров к другому, быстрое высвобождение денежных ресурсов. Следовательно, эти товары должны быть ликвидными, то есть свободно обмениваться на деньги. На такие товары должен сохраняться устойчивый повышенный спрос.

В настоящее время широко распространены посреднические виды предпринимательства. Торгово - закупочная коммерческая деятельность приносит предпринимателю колоссальные доходы. Однако, такого рода куплю - продажу товаров нельзя назвать инвестиционным процессом. А такие товары - инвестиционными.

Инвестиционные товары непременно проходят процесc производства, потребляются в производстве. В этом смысле в качестве иллюстрации можно применить формулу процесса производства капитала К. Маркса: Д - Т - П...Т'- Д'[[29]](#footnote-29). Здесь Д - финансовые ресурсы, Т - инвестиционные товары, П - процесс производства, Т'- потребительские товары, Д'= Д + Д.

Т и Т' по своему материально-вещественному содержанию могут представлять собой одно и то же. Они отличаются по своей экономической сущности. Для данного производства Т - это товары производственного назначения, приобретаемые для налаживания производства. Их потребительная стоимость заключается в том, что эти товары могут вращать двигатели, резать металл, хранить готовую продукцию и тому подобное.

Иначе - инвестиционные товары. Следовательно, и процесс Д -Т...- есть форма соединения *денежных* и *производственных* ресурсов. Д - Т...- есть инвестиционный процесс - направление средств в производство.

Т' же для рассматриваемого случая представляет собой товары, потребительная стоимость которых заключается в том, что они пользуются спросом, их можно продать и получить за них деньги, причем в возросшем количестве. Следовательно, Т'- это потребительские товары. Даже если Т' в материально-вещественной форме представляет собой те товары, которые можно использовать в производстве, в инвестиционные товары они превращаются только тогда, когда перейдут из Т' в Т. А процесс ...Т'- Д' представляет собой не что иное, как заурядную коммерцию.

Таким образом, инвестиционные товары кроме таких характеристик, как массовость, возможность быстрого превращения из материально-вещественной формы в денежную, унифицированный характер, свободное обращение, содержат непременный атрибут - участие в производственном процессе, потребление в процессе производства.

Инвестиционный процесс, как форма соединения материальных (производственных) ресурсов с финансами прошел в своем развитии ряд стадий. Простой форме соединения соответствовал непосредственный обмен денег на различные группы товаров с целью производства определенных видов товаров. (См.: Рис. 1.).

--> станки -

|--> здания - |

Деньги --------|--> сталь - |--> П... - автомобиль.

|--> энергия - |

--> труд -

--> кирпич -

|--> цемент - |

Деньги |--> стекло - |--> П... - здание (дом).

|--> энергия - |

--> труд -

**Рис. 1. Простая форма соединения финансовых (денежных)**

**и материальных (производственных) ресурсов.**

Для инвестора, как уже было сказано выше, инвестиционный процесс тогда только имеет смысл, если он приносит доход. "Прежде как в западно-европейских государствах, так и у нас деньги отдавали в банки, теперь же владелец денег стремится поместить их наивыгоднейшим образом или в каком-нибудь предприятии - торговле, фабричной промышленности или же в процентных бумагах"[[30]](#footnote-30), - отмечал русский экономист прошлого века В.Судейкин, понимая при этом под процентными бумагами различные ценные бумаги, опосредующие отношения займа; хотя данное высказывание в равной мере относится и к так называемым дивидендным бумагам - акциям. Дивидендные бумаги (акции) "указывают на участие известного лица в предприятии и по ним уплачиваются не определенные проценты, а дивиденд, размер которого зависит от успешности хода и прибыльности данного предприятия".[[31]](#footnote-31) Для управления производством, для формирования портфеля реальных активов (для управления инвестиционным процессом), необходимо учитывать большое количество факторов. При этом сложно уследить одновременно за движением финансовых потоков, состоянием финансовых рынков, конъюнктурой, складывающейся на те или иные виды инвестиционных товаров, спросом на продукцию собственного производства и т. д. Это под силу только лишь большому штату специалистов и крупному объему капитала.

Для простой формы соединения материальных и финансовых ресурсов характерны были такие организационные формы предприятий как: товарищества, частные предприятия, выросшие из мелких мастерских, госпредприятия (характерно для отечественной экономики в прошлом). Здесь капитал-функция и капитал-собственность неразрывны. Инвесторы объединяли не только собственные капиталы, но и собственные усилия и, следовательно, полностью разделяли ответственность за результаты своей деятельности. От управляющего требовалось не только знание конкретных производственных процессов, но и умение отслеживать состояние финансовых рынков. Для рядового инвестора такое было не под силу по той причине, что, во-первых, не всякий располагал необходимыми знаниями и навыками, во-вторых, не всякий располагал необходимым стартовым капиталом. По мере усложнения экономических связей, с развитием рыночных отношений, усложнялся и процесс производства капитала, все больше требовалось специализации в управлении этим процессом. С одной стороны, требовались крупные инвестиционные средства, которые можно было привлекать от рядовых инвесторов. При чем, нужно было найти такой механизм привлечения этих средств, чтобы можно было использовать их на более выгодной долгосрочной основе. С другой стороны, для инвестора нужен был, также, механизм более надежного прибыльного и подконтрольного инвестирования своих средств. Возникла необходимость появления на финансовом рынке такого инструмента, который мог бы увязать интересы сторон в реализации этих механизмов. Таким инструментом явилась акция.

Предприниматель, взыскующий дополнительные средства для расширения производства, или осуществления долгосрочных проектов, нашел в акции удобный инструмент привлечения дешевых долгосрочных инвестиций. По общеустановившемуся правилу, отчасти закрепленному в нормативных документах[[32]](#footnote-32), предприниматель, эмитирующий акции, получает в длительное пользование практически не ограниченные средства инвесторов, при чем, последние не могут возвратить вложенные средства обратно иначе, как только продав свои акции на рынке, а также в ряде случаев не могут повлиять на доход от своих инвестиций, поскольку выплата дивидендов по простым акциям не является конкретным обязательством общества перед акционерами[[33]](#footnote-33). Акционерное общество создается как правило без ограничения сроков деятельности. Инвестор же разделяет ответственность за деятельность акционерного общества в пределах своего вклада. Дивиденды могут выплачиваться при эффективной, прибыльной работе акционерного общества. В случае недостаточной прибыли или убытков дивидендов может не быть вообще.

Рядовой инвестор, как индивидуальный так и институциональный, располагающий свободными денежными ресурсами, нашел в акции удобный инструмент относительно простого, прибыльного размещения своих средств. "В некоторых случаях помещение в промышленных предприятиях трудно достижимо и является рискованным вследствие чего более удобно помещать капиталы в процентных бумагах."[[34]](#footnote-34) Для вложения средств в акции нет нужды отслеживать конъюнктуру товарных рынков, вникать в технические и технологические сложности производственных процессов, непосредственно следить за развитием производственного цикла и т. п. Все проблемы сводятся к тому, чтобы из всего набора ценных бумаг определить те акции, которые приносят постоянный надежный доход в виде дивиденда или роста курсовой стоимости, проследив их динамику за ряд лет, и выбрать из них наиболее понравившиеся.

Происходит модификация формы соединения денежных и материальных ресурсов. Этот процесс опосредуется акцией. Наряду с этим происходят существенные изменения социально-экономических отношений. Поскольку инвестор участвует в процессе производства только лишь инвестициями и непосредственно ни управляет, ни организует производство, происходит отделение капитала-функции от капитала-собственности. Отмечая эти изменения, Р.Гильфердинг писал: "Собственность, которая некогда знаменовала фактическое, неограниченное распоряжение средствами производства, а, следовательно, и такое же руководство производством, теперь превратилась в простой титул на доход. Собственость на действительные средства производства от отдельных лиц переходит к юридическому лицу, которое, правда, представляет совокупность этих отдельных лиц, но отдельные лица как таковые уже не имеют права собственности на имущество юридического лица."[[35]](#footnote-35) В частной собственности акционеров находятся лишь принадлежащие им акции - титулы собственности. Функция титула собственности - исторически и логически первая функция акции. Эта функция на начальном этапе образования акционерных обществ являлась подтверждением о вложении капитала. Она соответствовала, как правило, такой организационной форме акционерных обществ как акционерное общество закрытого типа. Кроме свидетельства о внесении капитала акция являлась и титулом на доход.

Еще одна функция акции, возникшая вместе с ее появлением, - функция финансирования. В обмен на акцию инвестор вкладывает в развитие производства, помимо личного участия в организации и управлении производством, и капитал в различной форме - в денежной, материальной, в форме передачи прав на нематериальные ценности. Однако, функция акции по обеспечению финансирования в акционерном обществе закрытого типа ограничена возможностями учредителей, их ограниченным числом. Также ограничены инвестиционные качества акции для внешних инвесторов. "С появлением акционерных обществ открытого типа роль акции коренным образом изменяется: акция занимает место инвестиционного товара. Более того, акция приобретает черты универсального инвестиционного товара."[[36]](#footnote-36)

На первых этапах создания акционерных обществ открытого типа актуальной становится функция контроля над предприятием. Однако, в процессе первичного размещения акций среди инвесторов - неучредителей для них эта функция постепенно утрачивается. Эту черту современного акционерного предпринимательства отмечают и западные экономисты. Так, по замечанию американского экономиста Дж. Френсиса "... большинство держателей акций не проявляют большого интереса к возможности принимать решения, которую они имеют, и возвращают посланные им доверенности на право голосования обратно компании."[[37]](#footnote-37)

С появлением у акции качеств инвестиционного товара не имеет приоритетного значения роль акции как свидетельства о внесении пая - титула собственности. Данная функция основное значение имеет лишь для учредителей, для них важно сосредеточение в своих руках контрольных пакетов для управления обществом. Для остальных акционеров, не являющихся учредителями, основная функция акций заключается в том, что они дают право на доход. "Способность акций приносить доход делает их полноценным инвестиционным товаром."[[38]](#footnote-38) Таким образом, акции встают в ряд с различными инвестиционными товарами, реализуя тем самым кругооборот ссудного капитала, принося определенный доход.

По мере развития разделения труда, усложнения производственных процессов, появления все новых и новых разновидностей инвестиционных товаров, акции начинают приобретать совершенно особую роль на инвестиционном рынке. Как отмечает Е. В. Михайлова: "Этому способствует их уникальное качество: в отличие от всех прочих инвестиционных товаров акции однородны. Они различаются только по доходу. Тем самым акции становятся потенциальной формой выражения любого инвестиционного товара."[[39]](#footnote-39)

Таким образом, процесс соединения финансовых и материальных (производственных) ресурсов, опосредованный акциями, можно назвать акционерной формой соединения финансовых и материальных (производственных) ресурсов. Схематично эту форму можно изобразить так (см.: Рис. 2.):

--> станки -

|--> здания - |

-- Акция |--> сталь - |--> П... - автомобиль.

| А |--> энергия - |

| --> труд -

Деньги ---|

| --> кирпич -

| |--> цемент - |

-- Акция |--> стекло - |--> П... - здание (дом).

Б |--> энергия - |

--> труд -

**Рис. 2. Акционерная форма соединения финансовых (денежных)**

**и материальных (производственных) ресурсов.**

Таким образом, простая форма соединения производственных и финансовых ресурсов заменяется акционерной. Акции, являясь заменителями всех других инвестиционных товаров, значительно облегчают широкой массе людей, имеющих свободные денежные средства, - инвесторам - участие в инвестиционном процессе. Следствием этого является вовлечение широчайшего круга лиц в процесс инвестирования в ценные бумаги и тем самым усложнение связей и отношений на инвестиционных рынках.

Начиная с конца 80-х годов в повседневный быт россиян стали входить такие понятия как акции и все с этим связанное. А в последнее время просто-таки вторгаться навязчивой рекламой из всех средств массовой информации. Вместе с тем эти понятия не являются для России абсолютно новыми. В экономической истории России уже были периоды акционерных бумов и относительно спокойные этапы глубинного развития акционерного предпринимательства. В отечественной научной литературе имеются исследования тех этапов развития акционерного предпринимательства как авторов раннего периода[[40]](#footnote-40), так и более позднего[[41]](#footnote-41), в том числе и наших современников. Из последних глубиной и фундаментальностью исследования, а также широтой привлеченного материала выделяется работа Л.Е.Шепелева[[42]](#footnote-42). В последнее время, наряду со стремительным развитием и ростом числа акционерных обществ, лавинообразно нарастает и поток публикаций, затрагивающих проблемы акционирования, акционерного предпринимательства и т. п.

Вместе с тем проявляется недостаток в серьезных исследованиях, касающихся сущности ценных бумаг в целом и акций в частности, специфики функций акций на современном этапе развития рыночных отношений в Российской Федерации.

Выше уже приводилась общая характеристика ценных бумаг. Акции по своим характеристикам несомненно являются ценными бумагами. С социально-экономической точки зрения акция, наряду с другими ценными бумагами, является носителем потребительной и меновой стоимости. Потребительная стоимость акции заключается в ее способности приносить доход. В этом смысле акция является инвестиционным товаром. Ей присущи все качества инвестиционного товара: массовость, стандартность, взаимозаменяемость, неопределенность и непредсказуемость изменения цены. Однако, только акции "доводят эти качества до высокой степени универсальности".[[43]](#footnote-43) Акция по сути замещает собой любой другой инвестиционный товар. Инвестору достаточно вложить свои средства в акции, не вдаваясь в подробности развития производства, конъюнктуры товарных рынков и т. п. В присущей ей универсальности заключается отличительная особенность акции по отношению ко всем другим инвестиционным товарам. Акция, как универсальный инвестиционный товар, занимает промежуточное положение между другими инвестиционными товарами (реальными активами), степень универсальности которых ниже, чем у акции, и деньгами - товарами с наивысшей степенью универсальности.

Как ценная бумага акция выделяется из всех других видов ценных бумаг тем, что она опосредует отношения совладения действительного капитала. Акция выступает титулом, свидетельством, собственности на реальный капитал, является свидетельством участия в капитале фирмы. "Право членства, - подчеркивает М. М. Агарков, - составляет существенную часть содержания акции."[[44]](#footnote-44) Эта же черта выделяется в действующих на территории Российской Федерации Основах гражданского законодательства Союза ССР и республик: "Акция - ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении делами акционерного общества и на часть имущества, остающегося после его ликвидации."[[45]](#footnote-45) Данное положение разделяют многие исследователи, рассматривающие сущность акций.[[46]](#footnote-46) Однако, не все исследователи единодушны в этом вопросе. Еще в начале века известный русский юрист и экономист Л. И. Петражицкий отказывал акции в ее праве на участие ее держателя в предприятии. "Акция есть не удостоверение или воплощение (формальное corpus права) участия в предприятии, - писал Л. И. Петражицкий, - а самостоятельная ценная бумага, столь же отличная по существу своему, по родовым своим признакам от документа участия в предприятии, как и облигация (и другие процентные бумаги). Акция есть процентная бумага наравне с облигацией или т. п. Интересным и важным здесь для нас является то видовое хозяйственное различие между этими двумя видами процентных бумаг, что акция является процентной бумагой с неопределенными и колеблющимися: 1) процентными и 2) капитальными, 1) положительными и 2) отрицательными премиями.

Или мы можем характеризовать акцию как доходную бумагу с колеблющимся от 0 до +n (неизвестная величина без определенной границы вверх) капиталом и доходом. Напротив, облигация есть ценная бумага с фиксированным доходом и капиталом."[[47]](#footnote-47) Таким образом, Л. И. Петражицкий полностью отказывал акции в том, что эта бумага дает ее держателю право на участие, сводя ее к простым процентным бумагам.[[48]](#footnote-48)\*) Однако, думается, что это мнение крайнее. Такое положение дел действительно имеет место, когда речь идет о небольшом пакете акций. Действительно, ведь чтобы формально участвовать в управлении делами акционерного общества, входить в Совет директоров, необходимо иметь достаточный для этого, либо контрольный, пакет акций. Контрольным пакетом акций американской корпорации "Кока-Кола", например, является пакет, составляющий немногим более одного процента от величины уставного капитала компании. Чтобы иметь своего представителя в Совете директоров акционерного общества "Кировский завод", одному из петербургских инвестиционных фондов оказалось достаточным держать в своем портфеле пакет акций, составляющий немногим более четырех процентов от величины уставного капитала общества (правда, стоимость этого пакета на момент покупки составила немногим менее 1 млрд. рублей). Для мелкого же инвестора, владеющего несколькими акциями, эти акции действительно представляются простыми процентными бумагами, ничем не отличающимися от облигаций или других долговых бумаг, правда, долги по акциям не всегда возвращаются. В этом смысле верно высказывание Л. И. Петражицкого: "В этой особенности акций, то есть в капитальной и доходной зыбкости их, нет по законам права никакого *privilegium* ни *lucrativum*, ни *odiosum* для акционеров по сравнению с прочими владельцами доходных бумаг, в том числе с облигационерами. Положительным доходным и капитальным премиям, связанным с акциями, противостоят отрицательные премии, колебаниям вверх - колебания вниз."[[49]](#footnote-49)

Доходная и капитальная зыбкость акции отличает ее, скажем, от облигации с точки зрения экономической. Однако, доходность и надежность некоторых акций порой бывает даже выше чем у облигаций. На современных Западных рынках обращаются акции солидных стабильно работающих компаний, приносящие крупные доходы их обладателям как в форме дивидендов, так и постоянным ростом курсовой стоимости. Такие акции называются "голубыми фишками". Вложения в такие акции считается наиболее надежным, а доходность гораздо выше даже государственных облигаций. В нашем городе на сегодняшний день к таким можно отнести акции АО "Банк "Санкт-Петербург", или АО "Промышленно-строительный банк".

Формальное же право участия заложено в акции нормативными документами. Реализовать это право можно путем голосования на общем собрании акционеров. Все акции наделены одинаковыми правами: одна акция - один голос. Однако, суть экономической демократии заключается в том, что реализовать свое право акционер может лишь в большинстве. В этом смысле качества акции реализуются при концентрации их в определенное количество. Одна отдельная акция (если она, конечно, не "Золотая") располагает правом участия лишь формально.

С появлением на рынке все большего числа инструментов для рядового инвестора усложняется и процесс инвестирования в ценные бумаги. Доступ к инвестированию в ценные бумаги затруднен для многих рядовых инвесторов. Во-первых, не у всех инвесторов может быть необходимое количество средств. Так, на Нью-Йоркской фондовой бирже инвестор может приобретать ценные бумаги только лотом минимумом в 100 долей по цене $30 за долю. Во-вторых, не каждый мелкий инвестор располагает временем для выбора альтернативных решений, а также необходимыми знаниями. В-третьих, невозможно защитить вложения от риска диверсификацией. Минимальное количество лотов для диверсификации составляет 10 штук. "В то время, как миллионы инвесторов испытывают недостаток (1) капитала для покупки диверсифицированного портфеля, (2) знаний для распоряжения портфелем и (3) времени для занятий этим, предприимчивые менеджеры создали общественные портфели ценных бумаг, в которых инвесторы могут покупать малое или большое количество акций, - пишет Дж.Френсис. - Эти общественные портфели акций получили название инвестиционных компаний и, обычно, существуют в одной из двух форм: (1) открытые инвестиционные компании, называемые обычно взаимными фондами, и (2) закрытые инвестиционные фонды."[[50]](#footnote-50)

Инвестиционные компании подобного типа возникли впервые в Англии в 70-х годах ХIX века. Вначале это были компании по доверительному управлению собственностью своих вкладчиков - трасты (Investment trust). Инвестиционный траст - "это такая компания, которая специально собирает средства у лиц, желающих инвестировать их в ценные бумаги, и соответствующим образом помещает эти средства"[[51]](#footnote-51). В США и других странах подобные трасты стали появляться еще до первой мировой войны, но широкое распространение получили с 20-х годов ХХ века.

В Америке нормативной базой, определяющей деятельность инвестиционных компаний, явился Закон об инвестиционных компаниях 1940 года (Investment Company Act of 1940), определивший условия деятельности и организационные формы инвестиционных фондов. И именно в США после второй мировой войны инвестиционные фонды достигли колоссального развития. Об этом свидетельствует Таблица 1.

Как видно из таблицы, совокупные активы инвестиционных компаний, включая собственно инвестиционные компании и взаимные фонды, возросли за период с 1945 по 1984 год с $1.3 млрд. до $340.6 млрд., или более чем в 277 раз. Взаимные же фонды за пять лет с 1980 по 1984 год выросли почти в 3 раза с $74.4 млрд. до $213.5 млрд.

**Таблица 1**

**Суммарная стоимость активов финансовых посредников**

**на конец года ( в млрд долларов )**[[52]](#footnote-52)

Годы

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Финансовые посредники | 1945 | 1970 | 1980 | 1984 |
| Коммерческие банки | 160.3 | 576.2 | 1702.7 | 2275.8 |
| Ссудо-сберегательные ассоциации | 8.7 | 176.2 | 629.8 | 902.4 |
| Страховые компании | 44.8 | 207.3 | 476.2 | 717.5 |
| Сберегательные банки | 17.0 | 79.0 | 171.6 | 288.1 |
| Финансовые компании | 4.4 | 64.0 | 180.1 | 287.9 |
| Инвестиционные компании | 1.3 | 47.6 | 58.4 | 137.1 |
| Кредитные союзы | 0.4 | 18.0 | 71.7 | 115.9 |
| Частные пенсионные фонды | 2.8 | 110.4 | 264.8 | 436.2 |
| Государственные пенсион. фонды | 2.6 | 60.3 | 200.4 | 348.3 |
| Взаимные фонды | - | - | 74.4 | 213.5 |
| ВСЕГО | 242.2 | 1339.0 | 3830.1 | 5722.7 |

Два года тому назад инвестиционные фонды появились и в нашей стране, получившие право на жизнь Указом Президента Российской Федерации.[[53]](#footnote-53)

Инвестиционные фонды - общественные портфели - строят свою деятельность путем аккумулирования средств рядовых вкладчиков, и размещая их "между значительным числом доходных ценных бумаг (с ограничением вложений в каждую отдельную бумагу в интересах осторожности, надежности и сраховки)"[[54]](#footnote-54). Аккумулируют средства вкладчиков фонды путем выпуска и продажи им собственных акций. Аккумулированные средства инвестиционные фонды могут направлять только на инвестиционную деятельность: покупку ценных бумаг. Специализированные фонды приватизации, созданные в соответствии с вышеназванным Указом, могут направлять аккумулированные средства только на покупку акций приватизированных предприятий России. Таким образом, собрав средства от рядовых вкладчиков, инвестиционный фонд формирует портфель из различных видов ценных бумаг, чаще акций (а специализированные чековые инвестиционные фонды только из акций приватизированных предприятий). Вкладчики фонда являются его акционерами, т.е. его владельцами. Следовательно, каждый акционер фонда является владельцем пропорциональной своему вкладу части от общего портфеля. Он владеет пропорциональной частью каждой ценной бумаги, находящейся в портфеле фонда.

Фонды нанимают опытных специалистов для формирования своих портфелей ценных бумаг. Управляющие фондов используют современные достижения науки для формирования портфеля. Инвестиционные фонды - специальная организационная форма по доверительному управлению средствами вкладчиков, размещению этих средств среди доходных ценных бумаг. Рядовому инвестору теперь нет необходимости следить за колебаниями рыночных курсов тех или иных ценных бумаг, прибегать к сложным математическим вычислениям с целью защитить свои вклады от разного рода рисков. Всем этим занимаются опытные управляющие. Рядовому инвестору остается только выбрать между различными фондами, исходя из личных предпочтений: ориентируясь на рост своих вкладов, их доходность, или защищенность от инфляции.

Таким образом, денежные средства граждан - финансовые ресурсы (инвестиционный потенциал) населения, направляемые в производство, проходят еще одну стадию опосредования. Форма соединения финансовых и материальных (производственных) ресурсов примет следующий вид (рис. 3), которую можно назвать фондовой.

--> станки -

|--> здания - |

-- Акция- |--> сталь - |--> П... - автомобиль.

| А |--> энергия - |

| --> труд -

--Акция--

| Инвест. | --> кирпич -

| фонда | |--> цемент - |

| X -- Акция- |--> стекло - |--> П... - здание

| Б |--> энергия - | (дом).

| --> труд -

Д.-- |

| --> станки -

| |--> здания - |

| -- Акция- |--> сталь - |--> П... - электровоз.

| | В |--> энергия - |

| | --> труд -

--Акция--

Инвест. | --> глина -

фонда | |--> цемент - |

Y -- Акция- |--> песок - |--> П... - кирпич

Г |--> энергия - |

--> труд -

**Рис. 3. Фондовая форма соединения финансовых (денежных)**

**и материальных (производственных) ресурсов.**

Как видно из рисунка 3. при фондовой форме соединения производственных и финансовых ресурсов капитал-функция максимально отдаляется от капитала-собственности. Вкладчик инвестиционного фонда, формально владеющий пропорционально своему вкладу долей каждой акции из активов фонда, реально не может участвовать в управлении акционерными обществами, акциями которых владеет фонд. Формально его волю и интерес на собрании акционеров акционерного общества представляют менеджеры фонда, которым он передал эти полномочия при покупке акций фонда. Реально и формально владельцем этих акций является инвестиционный фонд как юридическое лицо. Более того, некоторые инвестиционные посредники лишают рядовых вкладчиков и возможности участвовать в управлении инвестиционным фондом, оговаривая при продаже акций фондов, что право голоса они оставляют за собой. К примеру, действующий в С.-Петербурге "Фондовый эмисионный синдикат" (ФЭС) размещает среди населения города акции специализированных инвестиционных фондов, обменивая их на приватизационные чеки граждан. При этом ФЭС взамен "ваучера" выдает собственное свидетельство о депонировании акций, согласно которому право голоса по акциям на собраниях акционеров от имени акционера ФЭС оставляет за собой. Аналогичные свидетельства выпускает "AVVA", "Олби-Дипломат", "Холдинг-Центр", и, возможно, другие воспользуются этим механизмом. Таким образом, действиями этих институтов акция лишается, быть может, единственного своего достоинства в условиях российской экономики.

Итак, рассмотренные простая, акционерная и фондовая формы соединения финансовых (денежных) и производственных (материальных) ресурсов, с одной стороны, последовательно все более отдаляют капитал-функцию от капитала-собственности, а с другой - это относится в первую очередь к акционерной и в особенности к фондовой формам, - путем опосредования аккумулируют разрозненные финансовые ресурсы и направляют их в производство. С появлением акционерной формы соединения финансовых и производственных ресурсов облегчается перелив капиталов из одних отраслей в другие. Инвестиционные фонды - эти гигантские смесители капиталов - позволяют рядовым инвесторам избегать рисков, связанных с инвестициями в ценные бумаги, путем диверсификации вложений. Каковы особенности инвестиций в ценные бумаги, обусловленные их повышенной рискованностью и непредсказуемостью поведения на рынке инструментов инвестирования освещается в следующей главе.

# Глава 2. Методы и участники инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг.

## § 1. Методы анализа инвестиционных качеств и ликвидности ценных бумаг.

Инвестиции в ценные бумаги такой же сложный процесс для инвестора как и прямые инвестиции. Поэтому рядовые инвесторы предпочитают передавать свои средства в управление профессиональным инвесторам - инвестиционным институтам. Необходимо отметить, что при выборе объектов для инвестирования в ценные бумаги необходима не только определенная осмотрительность, компетентность и осведомленность, но и тщательный анализ бумаг на основе углубленного изучения их жизненного цикла и длительных статистических наблюдений. Такой анализ под силу только крупным, объединяющим солидные капиталы фирмам. Поэтому столь популярными в различных странах являются финансово-инвестиционные учреждения, работающие со средствами клиентов.

Практика инвестиционной деятельности в странах с развитыми финансовыми рынками выработала целый арсенал приемов и методов анализа эффективности инвестиций в ценные бумаги. Анализ эффективности инвестиций в ценные бумаги сводится к анализу эффективности поведения на рынке конкретной ценной бумаги. При этом были выработаны различные подходы к анализу ценных бумаг. В общем плане можно выделить следующие подходы в подобного рода анализе: фундаментальный, технический, системный. Каждому из этих подходов соответствует основная цель, основной вопрос, на который делается попытка дать удовлетворительный ответ. Так, старейший из названных подходов - фундаментальный - пытался ответить на вопрос: что стоит акция? Технический подход делал попытку решить проблему оценки и прогноза доходности той или иной ценной бумаги. Системный подход решает вопрос защиты инвестиций и финансовых рынков в целом от различного рода рисков.

Фундаментальный анализ инвестиций в ценные бумаги выкристализовался из анализа эффективности капиталовложений - прямых инвестиций. Основой его является оценка финансового состояния эмитента (или его кредитоспособности при анализе прямых инвестиций).

Фундаментальный анализ основное внимание уделяет макроэкономическим показателям, а также финансовым показателям деятельности фирмы. В качестве основных макроэкономических показателей фундаментальный анализ использует такие важные индикаторы как текущая ставка процента, текущий средний темп инфляции, динамика курсов основных валют и т.п.

В качестве финансового показателя деятельности фирмы используется целый арсенал индикаторов, которые расчитываются на основе данных балансовой отчетности (Форма 1 утвержденной бухгалтерской отчетности) и отчетов о финансовых результатах и их использовании (Форма 2). Большое множество таких индикаторов как правило группируется в укрупненные блоки: показатели, характеризующие имущественное состояние корпорации, коэффициенты ликвидности, финансовой устойчивости; показатели, оценивающие деловую активность, рентабельность, рыночную активность акций корпораций. Эти методы анализа формализованы для машинной обработки. В Санкт - Петербурге разработкой такого продукта занимается довольно известная фирма - "Альт". Правда, ее продукт предназначен для анализа общего финансово-экономического состояния компании безотносительно к акциям этой компании и их качеству.

С помощью показателей, характеризующих имущественное положение компаний, оценивают общее состояние (стоимость) активов предприятия, отношение активной и пассивной частей основных средств, коэффициенты износа и обновления основных фондов. Эти инструменты показывают что стоит то или иное предприятие, его производственный, технический и технологический потенциал.

Коэффициенты ликвидности характеризуют состояние оборотных средств компании, маневренность капитала, влияющую на способность ориентироваться в быстроменяющейся конъюнктуре рынка, способность быстрой ликвидности. Существенное значение имеет структуризация оборотных стредств по степени их ликвидности, что характеризует платежеспособность, т.е. способность своевременно и в полном объеме произвести расчеты по краткосрочным обязательствам.

Коэффициенты, характеризующие финансовую устойчивость, дают понятие о стабильности деятельности предприятия в свете долгосрочной перспективы. Важнейшими показателями финансовой устойчивости служат: степень концентрации собственного капитала, коэффициент финансовой зависимости и т.п. По поводу степени привлечения займов в зарубежной практике существуют различные, иногда противоположные мнения. В западных странах наиболее распространено мнение, что доля собственного капитала должна быть высока. В предприятия с высокой долей собственного капитала инвесторы охотнее вкладывают свои средства. Напротив, японским компаниям свойственна высокая доля привлечения средств. По мнению японских предпринимателей, высокая доля привлеченных (заемных) средств говорит о высокой степени доверия со стороны инвесторов.

Деловая активность проявляется в динамичности развития предприятия, что отражают как абсолютные, так и относительные показатели. На качественном уровне оценка деловой активности получается в результате сравнения деятельности данной компании и родственных ей компаний по сфере деятельности. Такими качественными критериями являются: широта рынков сбыта, наличие экспортной продукции, репутация и имидж фирмы и т.п.

Количественная оценка деловой активности проводится по двум направлениям:

- обеспечение необходимых темпов роста по основным показателям;

- уровень эффективного использования ресурсов.

Важнейшими из таких количественных показателей являются: темпы роста прибыли, объема реализации, основного капитала; коэффициент устойчивости экономического роста и т.п.

Важными с точки зрения анализа компании являются показатели рентабельности, которые характеризуют результативность и экономическую целесообразность функционирования предприятия. Иначе это называется экономической эффективностью. Экономическая эффективность - показатель, соизмеряющий полученный эффект с затратами или ресурсами. В качестве эффекта, используемого для расчета показателей экономической эффективности, чаще всего используется показатель балансовой прибыли (в инвестиционных компаниях и фондах - прирост стоимости чистых активов).

Все вышеназванные индикаторы характеризуют общее состояние компании, ее финансовую устойчивость, деловую активность, положение на рынке, иными словами, надежность компании и эффективность ее деятельности. Все эти характеристики учитываются инвестором при выборе объектов инвестиций - акций той или иной компании. Однако, поведение на рынке акций какой-либо компании определяется и рядом других факторов, которые характеризуют рыночную и инвестиционную активность компании и ее акций. Рыночная активность компании заключается в том, чтобы выбрать оптимальную стратегию и тактику в использовании прибыли, ее аккумулировании, наращивании капитала путем выпуска дополнительных акций, влиянии на рыночную цену акции. Основными такими показателями являются: доход на акцию, ценность акции, рентабельность акции, коэффициент котировки и др. Показатель дохода на акцию, в значительной степени влияющий на рыночную цену акции, представляет собой отношение чистой прибыли, уменьшенной на величину дивидендов по привилегированным акциям, к общему числу обыкновенных акций.

Показатель ценности акций служит индикатором спроса на акции данной фирмы, поскольку показывает, как много согласны платить инвесторы в данный момент за 1 руб. прибыли на акцию. Рост этого показателя в дикамике указывает на то, что инвесторы ожидают более быстрого роста прибыли данной фирмы по сравнению с другими.

Доходность (рентабельность) акции выражается отношением дивиденда, выплачиваемого по акции, к ее рыночной цене (курсу). Зачастую компании, расширяющие свою деятельность путем капитализации прибыли, не выплачивают дивидендов. В таких случаях доходность акций рассчитывается в динамике в зависимости от роста курса акций во времени. Однако, этот метод анализа подходит лишь для акций, характеризующихся высокой ликвидностью.

Коэффициент котировки акции означает отношение рыночной цены акции к доле собственного капитала, приходящегося на одну акцию. Этот показатель характеризует заинтересованность потенциальных инвесторов в акциях данной компании, готовность их платить за акции цену, равную ее реальной стоимости, либо превышающую эту стоимость.

Вышеприведенные индикаторы в сопоставлении с макроэкономическими показателями дают возможность инвестору оценить реальную стоимость акций. В определенной степени такой анализ помогает избежать потерь при кратковременных колебаниях биржевой конъюнктуры, вызываемых спекулятивными операциями биржевиков. Вместе с тем, зачастую поведение акций на рынке определяется совсем другими факторами.

Иногда акции компаний отрываются от своей материальной основы - компании и ее деятельности - и живут "собственной жизнью", которая определяется исключительно игрой биржевых сил или манипуляцией спросом и предложением. В таком случае чаще при выборе объектов инвестиций инвесторы используют данные технического анализа. Технический подход в анализе ценных бумаг исходит из того, что вся информация, существенная с точки зрения фундаментального анализа, учитывается в курсах ценных бумаг еще до их опубликования, а рынок ценных бумаг будущего признается функцией рынка ценных бумаг прошлого и настоящего.

В рамках технического анализа выделяются различные подходы, которые берут за основу в своем выборе предпочтительных вариантов инвестиций те или иные показатели.

Довольно часто в инвестиционной практике используется бета-коэффициент. Этот показатель измеряет соотношение между колебаниями цен на отдельный выпуск ценных бумаг и движением синтетического общерыночного курса. Иногда в качестве аргумента при расчете бета-коэффициента используется показатель прибыли от отдельного выпуска ценных бумаг и общерыночная прибыль по всем акциям на бирже в целом. Бета-коэффициент в определенной мере характеризует риск, с которым связано вложение средств в данный инструмент рынка. При одинаковой динамике общерыночных цен и цен на конкретные ценные бумаги величина бета-коэффициента равна единице. Если средний курс и курс на конкретные ценные бумаги изменяется не одинаково, то значение бета-коэффициента либо больше единицы, либо меньше.

Одной из довольно распространенных концепций анализа ценных бумаг и поведения инвестора на рынке является концепция противоположного мнения. В соответствии с этой концепцией при активной деятельности биржевых спекулянтов большинство владельцев ценных бумаг обычно заблуждаются в оценке текущей биржевой ситуации. Поэтому, следуя противоположному мнению, якобы можно достигать определенных высоких результатов. Отчасти это действительно так. Когда большинство владельцев акций одновременно пытаются их просто продать (причины такого действия не имеют существенного значения) предложение начинает превышать спрос и цены на акции приобретают тенденцию к снижению. Действуя в противоположном направлении, т.е. скупая акции в этот момент, можно, дождавшись повышения их курса в будущем и продав их на пике, получить от таких операций значительную прибыль. И наоборот, продавая акции, когда на них имеется на рынке постоянно превышающий спрос, можно накопить значительные средства и с изменением тенденции курса бумаг вернуть те же акции в прежнем количестве, получив при этом определенную премию.

В попытках составить прогноз развития рынка ценных бумаг часто прибегают к использованию метода "лидера", когда по поведению ценных бумаг одной из компании судят о тенденциях изменения рынка ценных бумаг в целом. Зачастую поведение акций солидных крупных компаний действительно влияет на изменение состояния рынка в целом. В большинстве случаев такими лидерами являются крупнейшие национальные компании производственной инфраструктуры. Любой инвестор следит за состоянием дел с акциями такой компании и, в известном смысле, определяет эту зависимость. Всякие изменения курсов подобных компаний скрупулезно фиксируются и анализируются.

Для защиты инвестиций от риска потерь выработан метод диверсификации инвестиций в ценные бумаги. Так, на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) принят минимальный объем диверсификации - $30.000. Минимальный лот покупаемых ценных бумаг одним инвестором составляет $10.000. Таким образом, минимальные требования к диверсификации заключаются в следующем: портфель должен состоять минимум из трех видов активов. Чаще всего используется так называемая селективная диверсификация, которая заключается в том чтобы, портфель инвестиций в колебаниях рыночной стоимости следовал за ведущей частью ценных бумаг рынка. Для этого берется репрезентативный набор выпусков ценных бумаг, между которыми равномерно распределяются вкладываемые средства.[[55]](#footnote-55)

Необходимость диверсификации заложена в законодательных актах в качестве обязательного условия для инвестиционных институтов. Так, американский Закон об инвестиционных компаниях 1940 г. предписывает инвестиционным компаниям вкладывать в ценные бумаги одного эмитента не более 5% своих активов. Таким образом, требования к диверсификации портфеля инвестиционных компаний и фондов: портфель должен содержать не менее 20 наименований различных типов и видов ценных бумаг. На самом деле это минимальное требование перевыполняется с лихвой: портфель одного из инвестиционных фондов Швейцарии содержит более 80-ти наименований только различных облигаций, не говоря уже об акциях (в законодательстве Швейцарии, регулирующем этот вид деятельности, также предусмотрены 5 % ограничения). Активы Генерального инвестиционного фонда (Санкт-Петербург) диверсифицированы среди более чем семидесяти российских эмитентов. Вместе с тем, есть определенные пределы диверсификации с точки зрения максимального количества видов и типов ценных бумаг. Чем более раздут портфель за счет количества разнородных активов, тем больше возрастают издержки по управлению портфелем. Кроме того, масштабные эксперименты по изучению факторов, влияющих на прибыль инвестиционного портфеля показали, что прибыль на 94% определяется выбором типа используемых инвестиционных инструментов и распределением средств между ними, на 4% - выбором конкретной ценной бумаги заданного типа и на 2% - оценкой момента закупки бумаг.[[56]](#footnote-56) Таким образом, должен проводиться как горизонтальный, так и вертикальный матричный анализ портфеля.

Еще один способ инвестирования в ценные бумаги заключается в предвосхищении рынка. Анализ бумаг и формирование портфеля из них осуществляется таким образом, чтобы обеспечить превосходство показателей роста рыночной стоимости конкретного портфеля инвестиций над средними рыночными показателями, над показателями роста стоимости условного общерыночного портфеля. К примеру, инвестиционные менеджеры БНП Дрезднербанка, управляющие инвестиционными портфелями специального фонда для индивидуальных инвесторов dbi (dresdnerbank investment management Kapitalanlagegesellschaft mbH Spezialfonds) и взаимного фонда DIT (Deutscher Investment Trust Gesellschaft fur Kapitalanlagen GmbH Mutual Funds), так сформировали портфели этих фондов, что рост их стоимости с апреля 1989г. по март 1994г. постоянно опережал рост стоимости общерыночного индекса JP Morgan Word Index на 2 - 5 процентных пункта.

При осуществлении инвестиций в ценные бумаги инвестору необходимо знать истинную цену будущих доходов с позиций текущего момента. Для анализа оценки будущих денежных потоков с точки зрения текущего момента выработаны методы дисконтирования. Оценивая целесообразность финансовых вложений в тот или иной вид ценных бумаг, инвестор исходит из того, является ли это вложение более прибыльным (при допустимом уровне риска), чем вложение средств в государственные ценные бумаги, или размещение их на банковских депозитах. Основная идея метода дисконтирования заключается в оценке будущих поступлений с позиций текущего момента. Вкладывая финансовые средства, инвестор руководствуется двумя посылками:

а) происходит перманентное обесценение денег;

б) желательно периодическое поступление доходов на инвестированный капитал, причем в размере не ниже определенного минимума.

Базируясь на этих посылках. инвестор должен оценить, какими будут его доходы в будущем, какую максимально возможную сумму допустимо вложить в данное дело исходя из прогнозируемой его рентабельности. Методы дисконтирования давно общеизвестны. Конкретные формулы для расчетов изложены во многих отечественных публикациях[[57]](#footnote-57).

Анализ контрфазных потоков позволяет инвестору извлекать прибыль путем покупки и продажи ценных бумаг, имеющих противоположные тенденции поведения на рынке (игры на курсовых разницах). Инвестор продает ценные бумаги, курсовая цена которых приближается к своему экстремальному максимальному значению и покупает те ценные бумаги, курсовая цена которых стремится к экстремальной минимальной точке. Таким образом действия повторяются всякий раз при смене тенденций в поведении ценных бумаг, с которыми ведется работа. При этом подобного рода операции необходимо проводить в моменты стремления котировок к точке экстремума, а не в моменты после изломов. Ибо когда тенденции изменятся, будет трудно реализовать поставленные тактические задачи. В моменты, когда большинство инвесторов пытаются сбросить акции, трудно продать те же бумаги без потерь для себя, как трудно купить ценные бумаги в те моменты, когда их все стараются приобрести.

Из концепции использования контрфазных потоков вытекает важная задача анализа ликвидности ценных бумаг. Ликвидность ценных бумаг отличается от балансовой ликвидности предприятия, о которой говорилось выше. Ликвидность баланса предприятия - это его платежеспособность. Ликвидность ценной бумаги - это способность любого актива в минимальные сроки в достаточном объеме и с минимальными издержками быть обмененым на наиболее ликвидный актив. Самым высоколиквидным активом являются деньги. Поэтому иначе под ликвидностью ценной бумаги понимается ее способность быть легко обмененой на деньги, т.е. быть проданной.

Ликвидность ценных бумаг - очень важная характеристика. Она зависит от типа ценных бумаг. Существуют ценные бумаги с вполне определенной степенью ликвидности, которая определяется самой сущностью ценной бумаги. Так например, вексель является безусловным обязательством должника вернуть указанную в нем сумму кредитору по его требованию в определенный срок, либо по желанию кредитора в любой срок до погашения в зависимости от формы векселя. Поскольку вексель является безусловным обязательством должника и, если в нем указан определенный срок платежа, его тем не менее можно свободно продавать до срока любому покупателю в т.ч. и должнику, т.к. должник при этом не освобождается от своих обязательств. Облигация также является долговым обязательством, согласно которому должник обязуется по истечении определенного срока вернуть кредитору определенную сумму средств, выкупив облигацию с доплатой определенной премии в виде дисконта либо фиксированного по срокам процента. Акция же не является обязательством эмитента перед акционерами по обратному выкупу ее. Эмитент акций не обязан по требованию или по истечении определенного срока возвратить акционеру вложенные средства. Вследствие этого акция является ценной бумагой повышенного риска. Поэтому такая ее характеристика как ликвидность имеет важное теоретическое и практическое значение.

Если акцию всегда можно продать или купить, это характеризует ее с самой лучшей стороны. Такие акции будут пользоваться постоянным спросом. Для акционерного общества, эмитирующего такие акции, это относительно дешевый способ привлечения денежных ресурсов, поэтому в ликвидности акций прежде всего должен быть заинтересован эмитент. Для эмитента важен процесс обратной ликвидности - обмен акций на деньги. Неликвидные активы не представляют интереса для инвестора. Как правило, на плечи эмитента ложится основная забота по поддержанию ликвидности своих бумаг. Прежде всего это выражается в его эффективной работе. Также это заключается в тщательном отборе инвестиционных посредников, совместной с ними разработке программы поддержания ликвидности. Основное внимание в этой программе должно быть уделено котировке акций (объявлению на определенные ценные бумаги "цены продавца" и "цены покупателя", по которым компания обязуется их продавать и покупать).

Проблема ликвидности биржевого рынка акций уже обсуждалась в отечественных публикациях[[58]](#footnote-58). Авторы указанной публикации подробно исследуют причины низкой ликвидности рынка акций, обусловленной в целом неразвитостью самого рынка ценных бумаг. Авторы статьи предлагают методику оценки ликвидности акций на основе учета ряда критериев: частоты продаж за определенный период; количества проданных акций; количества проданных акций в условных единицах; объема продаж за рассматриваемый период, рассчитанный по курсу продаж. Сопоставив приоритеты этих показателей, авторы предлагают проранжировать эмитентов по критерию ликвидности их акций на биржевом рынке. Такой метод позволяет сравнить акции различных эмитентов по их ликвидности и выбрать наиболее ликвидные. Однако, как замечают сами авторы: "к сожалению, используемый метод не позволяет оценить меру ликвидности акций, а лишь дает возможность осуществлять их ранжирование по данному критерию".[[59]](#footnote-59) Этот метод позволяет оценить ликвидность акций постфактум. Не менее важной является потенциальная ликвидность (мера ликвидности) акций до того, как инвестиции осуществлены - априори.

Ликвидность акции важна с точки зрения анализа доходности инвестиций в этот инструмент, а, следовательно, и при формировании портфеля инвестиций. К портфелю инвестиционных фондов применяется требование оптимизации его с точки зрения ликвидности. Однако понятие ликвидности, необходимое для использования в оптимизационных моделях, не разработано. Ликвидность той или иной акции определяется чаще всего экспертным путем. Ликвидность важна с точки зрения возможности перелива средств из одного актива в другой, обещающий больший доход. В этом плане ликвидность - это возвратность вложенных средств с приростом. Для любого инвестора при выборе объектов инвестирования важны следующие моменты:

1) возможность возврата вложенных средств и риск полной потери инвестиций;

2) минимальный объем средств, которые можно возвратить одномоментно;

3) минимальный срок, по истечении которого можно возвратить вложенные средства в полном объеме, а также срок, в течение которого можно возвратить инвестиции по частям;

4) издержки, которые можно понести при ликвидации данных акций, либо прибыль, которую можно получить;

5) отношение руководства эмитента к вопросу поддержания ликвидности собственных акций.

В современных условиях широкого применения экономико-математических методов и ЭВМ важной является возможность формализации различных критериев, оценивающих положение ценных бумаг на рынке, в т.ч. и такого критерия, как ликвидность. Предложенные нами параметры можно рассматривать как показатели меры ликвидности. Эти параметры использованы при разработке методики оценки ликвидности ценных бумаг.

С точки зрения самой возможности возврата вложенных средств в качестве важнейших критериев выступают: а) возможность продажи акций во вторичном обороте; б) возврат средств при ликвидации предприятия в случае его банкротства. Возможность возврата средств путем продажи акций на вторичном рынке представляет собой качественный критерий, который фиксирует наличие или отсутствие сделок с данными акциями на рынке ценных бумаг в биржевом или внебиржевом обороте. Причем в целях данного критерия важно, чтобы на рынке фиксировались фактические сделки. Специфика предоставления биржевой информации и информации, поставляемой фирмами, специализирующимися на сборе и обработке информации по внебиржевому обороту ценных бумаг, заключается в том, что в сводках указываются три важные с этой точки зрения позиции: наличие спроса, о чем говорят предлагаемые цены заявок на покупку; наличие предложения, о чем говорят цены, предлагаемых к продаже акций; объем сделок в штуках или в денежных суммах - важнейшая характеристика, фиксирующая фактический оборот по данным ценным бумагам. Универсально важной является третья характеристика, которая показывает активность рынка данной ценной бумаги. Если же в сводках присутствует только лишь предложение на продажу и нет фактических сделок, то эти бумаги вряд ли можно считать ликвидными - рынок затоварен. Если же в сводках фигурируют только заявки на покупку и нет сделок, такая ситуация также должна насторожить инвестора, проводящего разумную стратегию и тактику инвестирования. В данном случае нужно проанализировать цену, предлагаемую покупателями. Вероятно, предлагаемая цена покупки не устраивает держателей акций, не соответствует реальной ценности акций либо затратам на ее приобретение. Такую цену необходимо соотносить с внутренними показателями: затратами на приобретение. Если это соотношение в пользу держателя акций, то наличие устойчивого спроса на данный вид акций позволяет считать их ликвидными. Хотя в общем случае, в качестве нормы, следует рассматривать вариант, когда на рынке наличествует постоянный в известном объеме среднемесячный оборот.

Возврат затраченных на покупку акций средств при ликвидации предприятия в случае его банкротства, как вторая составляющая самой возможности возврата вложенных средств, представляет собой как качественный, так и количественный критерий. С качественной стороны инвестору необходимо получить ответ на вопрос о возможности банкротства предприятия. В этом смысле полезно исследовать его хозяйственное состояние, динамику показателей и выявить вероятность банкротства. Существуют методы оценки с известной долей достоверности вероятности банкротства предприятия.[[60]](#footnote-60)

Количественная оценка возможности возврата вложенных средств заключается в том, чтобы безошибочно определить реальную долю материальных ценностей, которая приходится на одну акцию. На этот вопрос позволят дать ответ данные фундаментального анализа. При этом необходимо учесть, что при ликвидации предприятия удается возвратить зачастую лишь 20-40 % от номинальной стоимости всех акций. Таким образом, возможность возврата вложенных в акции средств вообще (назовем ее полной ликвидностью) зависит от двух переменных: вероятности банкротства предприятия и суммы средств, приходящихся на одну акцию, которые можно получить при ликвидации его имущества в случае его банкротства.

С точки зрения инвестора, формирующего портфель инвестиций, весьма важно достоверно знать какой объем средств можно вкладывать в тот или иной актив, учитывая вероятную необходимость возврата в будущем вложенных средств в денежной форме в полном объеме (причем при высокой вероятности возникновения такой необходимости точный момент ее появления труднопрогнозируем). Подобное жесткое требование предъявляется к управляющему взаимного фонда. Часть активов фонда необходимо держать в ликвидной форме, чтобы быстро превратить эту часть в деньги, которые необходимы для выкупа собственных акций у акционеров.

Таким образом, объем средств, которые инвестор готов вложить в акции одного эмитента, определяется прежде всего предпочтениями самого инвестора. Существует две больших группы инвесторов: профессионально действующие на рынке ценных бумаг и вкладывающие средства в акции того или иного эмитента, формируя свой портфель с целью получения доходов от держания акций; и инвесторы, приобретающие акции других эмитентов с целью перекрестного владения, поглощения или получения контроля над предприятием. Институциональными инвесторами, профессионально занимающимися на рынке ценных бумаг, являются инвестиционные компании, большинство из которых составляют инвестиционные фонды, в т.ч. взаимные фонды. В первую очередь для этих институтов важна мера ликвидности акций с точки зрения ее объема. Объем инвестиций может ограничиваться возможностями самого инвестора. В нашем случае в качестве нормальной будем рассматривать ситуацию, когда инвестор не испытывает затруднений по поводу нехватки средств. В зарубежной практике для подобного рода институтов установлены жесткие ограничения на инвестиции своих средств в активы одного эмитента. Это требование по диверсификации вложений установлено и действующим законодательством России для отечественных инвестиционных фондов. Оно ограничивает инвестиции фонда, направляемые в акции одного эмитента, пятью процентами общих активов.[[61]](#footnote-61) Это ограничение можно рассматривать и в качестве аргумента меры ликвидности акций данного эмитента.

Значение функции, определяющей меру ликвидности, с аргументом, ограниченным только с точки зрения объема инвестиции, будет неверным, если в качестве другого аргумента не принять ограничения с точки зрения объема эмиссии акций. По общему правилу, чем больше объем средств, тем труднее любому инвестору изыскать возможность их получения. В названном Положении об инвестиционных фондах установлено ограничение для инвестиций в акции одного эмитента: инвестиционные фонды могут иметь не более 10% акций одного эмитента. Программа приватизации на 1994 г. подобное ограничение установила для банков, а для инвестиционных фондов определила предел - 25%.[[62]](#footnote-62) Указанные ограничения в первую очередь призваны предотвратить монополизацию рынка. Поэтому не могут рассматриваться в качестве аргумента меры ликвидности

Параметры этого аргумента можно определить исходя из требований, которые предъявляются к ценным бумагам, имеющим рыночную котировку. В качестве одного из требований такого рода есть и требование к объему акций одного эмитента, обращающихся на биржевом и внебиржевом рынке. Так, Центральный Банк Российской Федерации кроме прочих требований, предъявляемых к ценным бумагам, имеющим рыночную котировку, определяет среднемесячный биржевой оборот по этим бумагам не менее 5 млн.руб.[[63]](#footnote-63) Временное положение о порядке оценки и составления отчетности о стоимости чистых активов инвестиционных фондов подобный параметр устанавливает как в абсолютном выражении - не менее 0,5 млн.руб., так и в относительном - не менее 3% от общего объявленного объема эмиссии данных ценных бумаг.[[64]](#footnote-64) Любые параметры в абсолютном выражении не могут учитывать меняющиеся условия. Кроме того, перечисленные параметры определяют ценные бумаги с рыночной котировкой, которая не является аналогом ликвидности. В качестве такого параметра целесообразнее было бы использовать только относительные показатели и в т.ч. показатель, выражаемый в процентах от общего объема эмиссии одного эмитента. Для уже осуществленных инвестиций этот аргумент определяется исходя из объема вложенных средств. Для предполагаемых инвестиций этот аргумент следует считать равным 3 % от общего объема эмиссии анализируемых акций.

Следовательно, ликвидность акций с точки зрения минимального объема средств, который можно возвратить одномоментно, определяется значением функции, в качестве аргументов которой выступают ограничения по объему средств, направляемого инвестором в акции одного эмитента: V = f(v); при этом V = Э3%/v, где:

V - аргумент функции ликвидности ценных бумаг, определяемый объемом оборота;

Э3% - трехпроцентная доля от общего объема эмиссии данных ценных бумаг;

v - средненедельный (среднемесячный) оборот по данным ценным бумагам.

Минимальный срок (t), в течение которого инвестор желал бы получить назад вложенные средства, определяется различными факторами. Психологически любой инвестор хотел бы получить все разом. То есть минимальный срок можно определить и в один день. Однако, практика хозяйственных отношений в нашей стране в настоящее время не позволяет осуществлять платежи моментально в течение дня. Такова же ситуация и на рынке ценных бумаг. В условиях отсутствия разветвленной сети расчетно-клиринговых и депозитарных центров затруднены расчеты на рынке ценных бумаг. Поэтому в качестве нормального минимального срока, в течение которого можно полностью вернуть инвестированные средства, следует считать одну рабочую неделю. За пять рабочих дней происходит перевод денег от одного партнера другому, а также дробление на части общей суммы, если она выше, чем средний дневной оборот данных ценных бумаг. Тогда T = f(t), при этом T= 7/t, где:

Т - аргумент функции ликвидности ценных бумаг, определяемый временем ликвидации актива;

t - конкретный срок ликвидации определенного актива.

Правда, в связи с этим необходимо отметить частные случаи, которые имеют место в практике хозяйственных отношений на рынке ценных бумаг в ходе приватизации в России. Практика такова, что порой ликвидность акций того или иного эмитента зависит от их количества у держателя, желающего их продать. Коль скоро в ходе приватизации в России происходит перераспределение государственной собственности в частные руки, поэтому определенный интерес представляет контрольные пакеты акций перспективных предприятий. В этом случае чем больше пакет акций, тем большим спросом он пользуется. Чаще можно найти покупателя на пакет акций, составляющий более 5% от уставного капитала, чем до 3%. И почти всегда находится покупатель на пакет акций более 15-20 процентов от уставного капитала предприятия. Таким образом, на ликвидность влияет не срок возврата средств, а объем вкладываемых средств. Однако, такая ситуация не может продолжаться постоянно. (Ниже будут рассмотрены подробнее причины нежелательности создания крупных пакетов акций в одних руках). Во-первых, всякий передел конечен. Во-вторых, на рынке уже существует масса инвестиционных компаний, основной сутью деятельности которых являются активные операции на вторичном рынке ценных бумаг. К середине нынешнего года только в Санкт-Петербурге получили лицензию свыше 250 инвестиционных институтов, не считая чековые инвестиционные фонды.

Нормальной мерой ликвидности (N), т.е. при которой не наблюдается отклонений ни в отрицательную, ни в положительную сторону, является такая, когда инвестор, если и не получает прибыли от своих инвестиций в ценные бумаги, то и убытков также не несет. При этом нужно учитывать экономическую цену времени. Если, вложив один миллион рублей, инвестор после ликвидации ценных бумаг по истечении некоторого времени, получает свой миллион рублей обратно, то в этом случае о норме говорить не приходится. Используя метод дисконтирования можно оценить целесообразность инвестирования средств в те или иные бумаги, оценив при этом их реальную будущую стоимость с учетом покрытия издержек по их обращению и получения средней нормальной прибыли, компенсирующей обесценение инвестиций во времени.

I0/Ikx100%

N = ---------,

%

где: I0 - размер начальных инвестиций;

Ik - размер конечных (возвратных) средств;

% - ссудный процент.

Еще один фактор, влияющий на ликвидность ценных бумаг, - отношение руководства эмитента к проблеме поддержания ликвидности собственных акций. Это весьма важный фактор, который необходимо учитывать при определении меры ликвидности ценных бумаг. Обычно высокой ликвидностью отличаются те ценные бумаги, эмитент которых уделяет пристальное внимание вопросу поддержания их ликвидности. Этот вопрос весьма важен для приватизации российских предприятий. Ценные бумаги с низкой ликвидностью редко привлекают инвестора. Поэтому руководители приватизированного предприятия, не обеспокоенные жизнью своих акций на вторичном рынке, рискуют остаться без дополнительных инвестиций в нужный момент. Большинство из российских приватизированных предприятий нуждаются в инвестициях для развития производства. Эти средства сравнительно дешево можно было бы получить, расширив эмиссию своих акций. Если же заранее не побеспокоиться о ликвидности своих бумаг, то такой источник средств может оказаться недоступным. Тот же эмитент, который самостоятельно либо с помощью инвестиционной компании - маркет-мейкера, поддерживает ликвидность рынка своих акций, проводя постоянную котировку их на биржевом и внебиржевом рынках, имеет возможность всегда прибегнуть к дополнительной эмиссии акций для получения дополнительных средств для финансирования производства. Устойчивое поведение акций на рынке характеризует эмитента с лучшей стороны. У такой компании больше шансов пользоваться доверием банков и других клиентов. Формализованно отношение эмитента к вопросу поддержания ликвидности собственных бумаг может быть выражено в индексе котировки (К).

Таким образом, на ликвидность ценных бумаг на рынке влияет целый ряд различных факторов. Определяя меру ликвидности тех или иных бумаг, необходимо учитывать риск полной потери инвестиций, среднедневной оборот ценных бумаг на рынках, минимальный объем средств, который необходимо вернуть одномоментно, минимальный срок, в течение которого вложенные инвестиции могут вернуться, экономическую цену времени, в течение которого инвестиции "работали", а также отношение эмитента к поддержанию ликвидности собственных акций.

Следовательно, меру ликвидности ценных бумаг (L) можно выразить с помощью уравнения, членами которого выступают функции, учитывающие в качестве аргументов поведение акций на рынке, предпочтения инвестора и действия эмитента, сроки возврата инвестиций, экономическую цену времени. Тогда L = F (V;T;N;K)

Как видим абсолютной ликвидности акций не может быть по опредеднию. Поэтому рекламные заявления об абсолютной ликвидности тех или иных бумаг, мягко говоря, грешат неточностью. Один только факт, что действующее законодательство не требует да и не может требовать от эмитента обязательного выкупа выпущенных акций, дает возможность эмитенту либо фирме, занимающейся котировкой акций, в любой момент отказаться от покупки. Кроме того, ликвидность акций для любого инвестора понятие индивидуальное. Поэтому абсолютно ликвидными акции быть не могут. Даже акции взаимных фондов, которые согласно действующему законодательству должны выкупаться фондом у акционеров по первому требованию, не могут считаться абсолютно ликвидными потому, что средства фонда должны быть вложены в доходные активы и, чтобы выкупить акции у акционеров, фонду необходимо ликвидировать часть средств, что потребует определенного времени, кроме того и фонды могут потерпеть крах.

В предложенной методике оценки меры ликвидности подразумеваются средненормальные условия. Любой инвестор может задать необходимые ему ограничения и таким образом выбрать приемлемые для себя ценные бумаги, вычислив и сравнив меры их ликвидности.

Еще одним подходом в рамках технического анализа ценных бумаг является графический анализ. В рамках этого подхода реализуется оптимизация инвестиционного портфеля сточки зрения доходности и риска. Множество портфелей с различным соотношением риска и доходности, помечаемые на графике образуют кривую эффективных портфелей. Тангенс угла, образуемого касательной к линии эффективных портфелей, в точке касания отмечает структуру портфеля, обеспечивающего наилучшее соотношение между приростом доходности и возрастанием риска. Максимизируя функцию, определяющую тангенс указанного угла, можно найти оптимальную структуру портфеля.

Все приведенные методы анализа ценных бумаг в рамках фундаментального и технического подходов с помощью колоссального научного аппарата позволяют инвестору рассчитать оптимальные направления инвестиций, снизить риск своих вложений и повысить их доходность. Одно лишь только перечисление различных методов убеждает в том, что инвестиционный процесс превращается во все более сложную профессиональную деятельность. Рядовому инвестору из-за недостатка времени и специальных знаний становится все сложнее ориентироваться в стихии финансовых рынков.

Наряду с фундаментальным и техническим подходами к анализу рынков ценных бумаг в последнее время все большее место занимает системный подход. Финансовые рынки рассматриваются как целостные сложные иерархические структуры с информационными потоками на входе и выходе, влияющими на состояние и поведение системы. Общеизвестна точка зрения о том, что фондовый рынок действует как отлаженный механизм, оптимально распределяющий капиталы по отраслям и между компаниями в соотвествии с критерием прибыли. Из этой общей функции фондового рынка исходят и при оценке уровня и динамики курса ценных бумаг. Считается, что биржевые курсы ценных бумаг соотвествуют объективно складывающимся соотношениям между прибыльностью отдельных компаний и отраслей. Такая концепция, возникшая в 60-х гг., получила название теории "эффективного рынка". Согласно этой теории в условиях конкуренции на рынке ценных бумаг инвесторы учитывают всю информацию о корпорации. В данный конкретный момент времени нет такой информации, которая не учтена в биржевом курсе. Поэтому все инвесторы находятся в одинаковом положении, а такой рынок считается "эффективным".

Для проверки "эффективности" рынка используются классические тесты. Для этого предлагаются слабая, полусильная и сильная формы проверки. При слабой форме проверки цены прошедшего периода сопоставляются с динамикой текущего курса. Рынок считается эффективным, если в текущих курсах учтена предыдущая информация об изменениях в курсах. В полусильной форме рынок "эффективен", если им учтена общедоступная информация. Сильная форма проверки призвана выяснить, есть ли преимущества в монопольном доступе к информации, недоступной основной массе инвесторов. Экспериментальные и модельные проверки гипотезы "эффективности" подтверждают "эффективность" рынков в слабой и полусильной форме и частично подтверждают в сильной форме.[[65]](#footnote-65)

Таким образом подтверждается, что "эффективный" фондовый, или шире финансовый, рынок как целостная система в силу своей эффективности стремится к равновесию. Равновесное состояние системы обеспечивает устойчивость ее функционирования. Положительные обратные связи, возникающие локально в нерассмотренном случае сильной формы проверки гипотезы, уравновешиваются отрицательными обратными связями. Действия инвестора, располагающего конфиденциальной информацией, воспринимаются остальными как тоже своего рода информация и учитываются в изменении текущих курсов акций. Курсы акций уравновешиваются, поскольку в них опять учитывается вся различная информация.

Финансовые рынки, рассматриваемые как развивающиеся системы, на самом деле не являются эффективными. Такая концепция исследования финансовых рынков появилась в последнее время. Основная посылка, используемая этой гипотезой, состоит в том, что участники финансовых рынков "руководствуются в своих поступках искаженным воприятием действительности, и это искаженное восприятие влияет на результаты функционирования рынка."[[66]](#footnote-66)

Участники рыночных операций руководствуются в своих действиях восприятием действительности, которая зависит от их собственных действий. Возникает положительная обратная связь, выводящая систему из равновесия. Динамическое неравновесие является естественным состоянием рынка как развивающейся неравновесной системы. "Функцинирование неравновесной системы есть результат внутреннего взаимодействия составляющих ее элементов (процессов) и внешнего взаимодействия целого со средой."[[67]](#footnote-67) Рыночные цены при этом не просто отражают спрос и предложение, но само движение цен может активно воздействовать на спрос и предложение. "...с одной стороны, события влияют на мнение человека, с другой - то, что в мыслях у человека, оказывает воздействие на события."[[68]](#footnote-68) Такое явление в развитии финансовых рынков называется рефлексивностью. Теоретической базой этой гипотезы стала теория катастроф, завоевывающая сегодня широкое признание. Теория катастроф, или иначе теория хаоса, занимается сложными явлениями. Они развиваются необратимо, причем даже незначительные отклонения усиливаются с течением времени. Обратная положительная связь усиливает системный эффект. Функции, описывающие сложные системы, нелинейны.Кроме того, здесь возникает рекурсивная петля, т.е. такое состояние системы, которое описывается функцией, значение которой для данного аргумента вычисляется с помощью значения для предшествующего аргумента. Иными словами, сложные системы обладают тенденцией к колебаниям от одной крайности к другой, которая со временем может самоусиливаться. Состояние подобных систем характеризуется не только динамическим неравновесием, но иногда может достигать и крайнего неравновесного состояния - точки бифуркации. В этой точке система флуктуирует, т.е. переходит в иное качественное состояние, переживая скачок, ломку, крах.

На практике положительная обратная связь на финансовом рынке, не уравновешиваемая отрицательными связями, приводит рынок к перегреву. Развитие ситуации на рынке начинает развиваться стремительно, "вразнос". Количественные изменения быстро достигают качественного эффекта и рынок переходит в новое качественное состояние, сопровождаемое катастрофой, которая выражается в биржевом кризисе. Отсюда совершенно справедливо предположение Дж.Сороса о том, что подобные системы должны подвергаться жесткому регулированию, которое должно гасить положительные обратные связи. На финансовых рынках таким регулятором должна выступать деятельность государства.

В плане государственного регулирования российскому рынку ценных бумаг повезло меньше всего. На сегодняшний день рынок ценных бумаг в России регулируется тремя ведомствами: Министерством финансов, Государственным комитетом по управлению государственным имуществом и Центральным банком Российской Федерации. Без единого руководства нет единства и в политике и действиях по регулированию фондового рынка. При отсутствии единства в действиях по регулированию на рынке ценных бумаг возможно появление финансовых афер, подобных АО "МММ", наносящих серьезный вред неокрепшему российскому рынку. В известной мере события, связанные с АО "МММ", развивались по схеме, которую можно описать теорией катастроф. В правовой же базе, регулирующей рынок ценных бумаг в России существует такой хаос, который вряд ли может объяснить даже теория катастроф.

В мировой практике сложились две модели развития рынка ценных бумаг. Первая модель, условно называемая британской или американской, предполагает поддержание ликвидности акций на рынке, вовлечение широкого круга инвесторов, институциональных и индивидуальных, в инвестиционный процесс. Благодаря развитию этой модели в США образовалось значительное количество крупных акционерных обществ с большой степенью распыленности акций среди мелких инвесторов. Для многих акционерных обществ контрольным является небольшой пакет акций. Этот фактор побуждает руководство компаний постоянно следить за поведением их акций на рынке и стремиться к тому, чтобы не было "обвалов" и резких "взлетов" цены, иначе контрольный пакет может перейти к другому лицу и бывшее руководство компании может быть смещено. Эта модель основана на полной открытости информации для акционеров и на жесткости законодательства, регулирующего участие в сделках купли-продажи ценных бумаг и ограничивающего использование конфиденциальной информации, получаемой в силу служебного положения участников. Основными законами, регулирующими эту деятельность в США, являются: о ценных бумагах; об обращении ценных бумаг; о государственных холдинговых компаниях по коммунальному обслуживанию; о контрактах между держателями акций и выпускающими их компаниями; об инвестиционных компаниях; о санкциях за совершение сделок лицами, обладающими конфиденциальной информацией в силу своего служебного положения.[[69]](#footnote-69)

При второй модели, условно называемой германо-японской, ликвидность акций для инвестора играет значительно меньшую роль. При этой модели инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги, прибегают к помощи посредников - чаще всего банков, - которые на основе доверительного управления акциями осуществляет контроль за руководством компаний. Вторичный рынок акций развит слабо, крупные пакеты акций сосредоточены в одних руках. Банки тщательно изучают информацию о деятельности компаний, устанавливают долгосрочные отношения с руководством. Часто представители банков входят в советы директоров компаний, где они и получают необходимую информацию о состоянии компании, планах руководства.

По какой модели пойдет развитие фондового рынка в Российской Федерации покажет время. Однако, уже сейчас фактически в инвестиционный процесс вовлечены широкие массы населения России, путем использования своих приватизационных чеков и права на участие в приватизации предприятий, работниками которых они являются. Очевидно, что развитие рынка ценных бумаг пойдет по пути, определяемом целой группой экономических, правовых и технических факторов. От решения проблем, вызываемых этими факторами, и будет определяться модель развития российского рынка ценных бумаг.

## § 2. Обусловленность поведения индивидуальных и институциональных инвесторов их специфическими интересами.

Изложенные выше приемы и методы исследования рынков ценных бумаг, широко применяемые в сранах со сложившимися финансовыми рынками, становятся актуальными и для участников российского рынка ценных бумаг. В ходе экономических преобразований на российском рынке появилась масса ценных бумаг - акций приватизированных предприятий. Развитие экономической кооперации способствует появлению новых эмитентов, которые путем активных операций с акциями аккумулируют колоссальные средства граждан и предприятий. Сформировался слой профессиональных участников фондового рынка: предприятий и специалистов. Активно включились в процесс акционирования и инвестирования в ценные бумаги банки. Четко определился интерес публики и профессионалов к событиям на фондовых рынках. Вызывают живой интерес аналитические публикации о проблемах развития рынков ценных бумаг.

Инвесторы, в основном профессиональные, в своих действиях руководствуются данными аналитических исследований, проводимых на базе описанных выше методов. Не все из названных приемов и методов находятся в активном обороте. Вместе с тем, например, методы фундаментального анализа широко используются, в частности, банками при определении кредитоспособности предприятий, заинтересованных в кредитах. Кроме общеупотребительных некоторые методики фундаментального анализа являются, в частности, утвержденными Правительством в качестве системы критериев для определения неудовлетворительной структуры баланса неплатежеспособных предприятий.[[70]](#footnote-70)

К фундаментальному анализу эмитента прибегают все чаще, особенно при продаже акций в ходе приватизации. Применить технический анализ акций того или иного предприятия не представляется возможным потому, что для технического анализа акций необходимы статистические данные за длительный период. Кстати говоря, и данные фундаментального анализа обычно сравниваются с предыдущими, чтобы выявить динамику развития положения дел на предприятии за ряд лет. Для технического анализа требуются длительные статистические ряды изменений курсовых цен и объемов продаж различных акций. Акции российских же предприятий на аукционах продаются впервые.

Чтобы платить на аукционе ту или иную цену за акции приватизированного предприятия, инвестору необходимо знать реальную цену данной акции, которую можно было ориентировочно определить, оценив стоимость активов предприятия. В этом смысле делалась попытка оценить предприятие как носителя определенной суммы материальных ценностей. Такая методика оценки приватизируемого предприятия, в частности, применялась в начальный период деятельности Генеральным инвестиционным фондом (Санкт-Петербург).

За основу анализа брались данные бухгалтерской отчетности, величина земельного участка, местоположение предприятия, характер пассивной части основных фондов и т.п. Балансовые отчеты приватизируемые предприятия представляли на середину 1992 г., поэтому в 1993 г. по этим данным о состоянии предприятия судить было невозможно. Такие данные приводились к сопоставимому виду. Учитывалась балансовая стоимость основных фондов. Стоимость основных фондов корректировалась на кредиторскую задолженность, сопоставленную с дебиторской.

Земельный участок оценивался по его размеру и местоположению. "Стоимость" местоположения корректировалась, исходя из ставки земельного налога, которая, как известно, устанавливается администрацией с учетом районирования земли по удаленности от центра, наличию коммуникаций, экономическому состоянию.

Характер пассивной части основных фондов оценивался с точки зрения функциональной принадлежности: производственные здания, хранилища, административные здания. Также оценивалась возможность использования этих объектов в коммерческих целях.

Все показатели приводились к формализованному виду и путем сравнения выстраивался ранжированный ряд. Подобный анализ позволял установить предельные ориентировочные цены акций с точки зрения их нарицательной стоимости. Такой анализ позволял инвестору, покупающему акции с целью их длительного держания, дать ответ о целесообразности их покупки по той или иной цене. Однако, он не давал ответ на вопрос о доходности и ликвидности этих акций. Хотя к такого рода анализу прибегало большинство инвестиционных фондов города, вместе с тем в определенной мере можно говорить, что косвенный ответ можно было получить и на этот вопрос.

Прогнозная оценка акций с точки зрения их доходности была предпринята екатеринбургским центром ExMedia[[71]](#footnote-71), разработавшим методику оценки доходности акций на основе данных о балансовой прибыли предприятия за отчетный период. Не останавливаясь подробно на анализе этой методики, необходимо отметить, что она не получила практического применения, поскольку имела абстрактно-научный, скорее даже иллюстративный характер. В основу данной методики был положен целый ряд допущений. Результаты анализа получались на основе ряда предполагаемых аргументов, хотя содержание их истинных значений носит принципиальный характер. Предпринятые в Генеральном инвестиционном фонде попытки анализа ценных бумаг на основе методики, предложенной ExMedia, не принесли практических результатов. Методика же оценки акций с точки зрения их нарицательной стоимости в зависимости от стоимости материальных активов, приходящихся на одну акцию, не дающая ответа на вопрос об их доходности, противоречила сущности деятельности инвестиционного фонда, которая заключается не в держании акций с целью сохранения контроля над предприятием, а в доходном владении и активных операциях с ценными бумагами.

Из сказанного выше, а также из анализа сущности акции вытекает вывод о том, что на российском рынке ценных бумаг можно выделить две значительные группы конечных инвесторов по их предпочтениям в выборе объектов инвестирования. Кроме этих групп еще имеется значительная прослойка профессиональных участников рынка ценных бумаг, которые занимаются посредническими услугами по обслуживанию рынка ценных бумаг и не являются конечными инвесторами.

На российском рынке ценных бумаг выделяется группа инвесторов, предпочитающих акции как титулы собственности. Таких инвесторов привлекает в акциях возможность с их помощью установить контроль над компанией. Доход, получаемый ими в конечном итоге от владения и управления предприятием, извлекается не непосредственно из ценных бумаг. В ходе приватизации государственных предприятий России именно эта черта акций являлась основой их привлекательности. К этой группе инвесторов относятся в основном те предприятия, которые занимаются, как правило, деятельностью аналогичной или смежной той, которую осуществляет приватизируемое предприятие. Либо интерес для них представляют административные здания, производственные сооружения и площади. У таких инвесторов, как правило, имеется собственный прект использования производственного и имущественного потенциала приватизируемого предприятия, пусть и не всегда самым эффективным способом. Очень редко в этой группе встречаются частные лица, т.к. для того, чтобы получить контроль над предприятием, скупив контрольный пакет его акций, необходима, как правило, огромная сумма денежных средств.

Эта группа инвесторов обеспечивает ликвидность акций некоторых эмитентов на вторичном рынке. И несмотря на общую вялость вторичного рынка, данная группа инвесторов обеспечивает значительные по объемам отдельные сделки с интересующими их акциями. В целом же такого инвестора не устраивает повышенная ликвидность акций курируемого им эмитента. Ликвидность акций - лишняя угроза их концентрации до критического размера в конкурирующих руках.

Инвесторов из этой группы интересует вопрос о цене акций. Причем в той лишь мере, чтобы не платить больше, если можно платить меньше. Доходность ценной бумаги их почти не интересует. Свои доходы они планируеют получать от хозяйственно-коммерческой деятельности, используя производственный и имущественный потенциал приватизированного предприятия. Хотя вопрос цены, как правило, условный. В принципиальных случаях такой инвестор идет на все, чтобы либо сохранить, либо получить контроль над нужным ему предприятием.

К такого рода инвесторам, предпочитающим акцию как титул собственности, относятся институциональные инвесторы, как правило, коммерческие предприятия, которые каким либо образом связаны с администрацией приватизируемого предприятия или учреждены ею. Также к этой группе относятся и чековые инвестиционные фонды, используемые их учредителями в качестве дешевого средства аккумулирования чеков и держателя акций.

Вновь созданные коммерческие предприятия, накопившие необходимые объемы денежных средств, участвуют на рынке ценных бумаг с целью получения контроля и, получив контроль над приватизируемым предприятием, как правило, вносят серьезные инвестиции в развитие предприятия, пытаются перестроить структуру, организационную и номенклатурную, с целью оживить деятельность предприятия и наладить его эффективную работу. Такие участники фондового рынка в основном формируют спрос на вторичном рынке ценных бумаг потому, что к первичному распределению акций в ходе закрытой подписки они, как правило, не имели доступа. За счет этого на вторичном рынке могли сформироваться довольно высокие цены на акции отдельных предприятий. К тому же некоторые предприятия представляют собой перспективный в производственном отношении объект и на рынке имеется не один подобный конкурирующий инвестор. Поведение таких инвесторов на рынке отличается агрессивностью. Предприятия, каким либо образом связанные с администрацией приватизируемых предприятий, участвуя на рынке ценных бумаг, инвестируют свои средства в акции с целью сохранения контроля над предприятием со стороны прежнего руководства.

Чековые фонды, приобретая акции с целью длительного держания, поступают в соответствии с решением учредителей и вопреки сущности своей деятельности, ибо такого рода акции, как правило, не сулят дивидендных доходов, цены же, складывающиеся на чековых аукционах, оказываются в ряде случаев чрезмерными.

Если и проводится в первой группе анализ ценных бумаг, то только лишь с точки зрения их реальной цены, которая, кстати, очень сильно коррелирует со стремлением инвестора купить те или иные акции. Вместе с тем, в большинстве случаев почти при полном отсутствии исходной информации, или при ее сильном искажении в отчетах, результаты такого анализа весьма сомнительны.

Вторая значительная группа инвесторов, действующих на российском рынке ценных бумаг, рассматривает акции как способ сохранить и приумножить свои деньги, т.е. как инвестиционный товар. Таких инвесторов в первую очередь интересует доходность ценных бумаг. Доходность акций имеет две составляющие: выплачиваемые по акциям дивиденды и доход от роста их курсовой стоимости.

Доходность акций российских эмитентов в зависимости от выплаты дивидендов весьма сомнительна. Из приватизированных предприятий очень немногие вообще выплатили дивиденды по итогам 1993 года. Из тех придприятий, которые выплатили дивиденды по итогам 1993 г., выплаты соствили от 40% до 150% годовых в расчете к номиналу акций. Однако цена этих акций порой в несколько десятков раз превышала номинал. Дивидендная доходность акций, как известно, рассчитывается по следующей формуле:

D

R = ---- \* 100%,

Цк

где, R - рендит, доходность ценной бумаги;

D - дивиденд на одну акцию;

Цк - цена покупки акции.

Поэтому, потратив на покупку акций в несколько раз больше номинальной стоимости акции и получив дивиденд, составляющий лишь часть от номинальной стоимости акции, вряд ли какой-либо инвестор удовлетворится такой доходностью. При том еще инфляция помогает снизить доходность акции.

Лишь некоторые крупные банки и отдельные приватизированные предприятия могли позволить себе выплатить дивиденды, сопоставимые с ценой их покупки и обеспечивающие приемлемую доходность. Так, по итогам 1993 г. банк "Санкт-Петербург" выплатил рекордно высокие дивиденды в размере 1111 % к номиналу акций. Владивостокский морской торговый порт выплатил по итогам года 1000 % годовых, а Горьковский автозавод - 2100 % (правда, только по привилегированным акциям).[[72]](#footnote-72) По итогам работы в 1994 г. за II квартал Тверьуниверсалбанк объявил дивиденды в размере 170 % годовых. Санкт-Петербургский Промстройбанк за I полугодие объявил дивиденды в размере 610 % годовых.[[73]](#footnote-73) Однако, и эти акции продаются на вторичном рынке очень дорого. Акции банка "Санкт-Петербург" и Промстройбанка на вторичном рынке продаются по цене 55 - 59 тыс.руб.[[74]](#footnote-74) К тому же они не отличаются высокой ликвидность.

Остается один способ получения дохода по акциям - от роста их курсовой стоимости. Курсовая стоимость акций тех же банков "Санкт-Петербург" и Промстройбанка выросла за полтора года первого в 2 раза, второго - в 4 раза. Не отстают в масштабе роста цены акций приватизированных предприятий. По наблюдениям "Ъ": "акции АО "Юганскнефтегаз" стоили по ценам чекового аукциона, завершившегося 19 ноября прошлого года, меньше $1 (цена рассчитана исходя из курса аукциона и валютного курса ваучера на дату окончания аукциона), в январе их цена составила $2-2,5, а сейчас курсовая стоимость достигла $15. Таким образом, доходность вложений составила 1300% годовых в валюте - и это, если рассматривать приобретение акций на вторичном рынке. Если же рассматривать доходность по отношению к первичному чековому аукциону, то она составит 2400% годовых. Примерно такая же ситуация наблюдается с акциями других предприятий нефтяного комплекса, а также предприятий некоторых других отраслей - электроэнергетики, электросвязи, производства минудобрений, цемента и т.д."[[75]](#footnote-75) Такой стремительный рост стоимости привлекает инвесторов, в том числе и иностранных, за счет чего курс акций еще более возрастает.

В группе инвесторов, ориентирующихся на доходность акций, - рассматривающих акции как инвестиционный товар, - значительное место кроме институциональных инвесторов (о которых ниже) занимают простые граждане, участвующие в приватизации своими приватизационными чеками, а также доверяющих свои кровные деньги различного рода венчурным компаниям, обещающим им уберечь их вклады от инфляции и обеспечить высокую доходность. Потенциально все граждане являются инвесторами. Во-первых, благодаря тому, что все граждане России были обладателями ваучеров, которые они обменяли на акции различных предприятий. Во-вторых, население любой страны является крупным инвестором в силу того, что в их руках находятся значительные денежные ресурсы[[76]](#footnote-76)\*). Именно за эти денежные ресурсы на финансовых рынках идет серьезная конкурентная борьба между различными эмитентами ценных бумаг.

Итак, миллионы граждан России в силу того, что они являлись ваучеровладельцами, были вовлечены в инвестиционный процесс. Свои приватизационные чеки граждане могли сдавать в обмен на акции инвестиционных фондов, либо, участвуя в чековых аукционах, обменивать на акции приватизированных предприятий. В большинстве своем индивидуальные инвесторы ориентируются на получение дохода. Как показывают данные социологического исследования, проведенного среди акционеров взаимного фонда "Астро-Капитал", большинство из них, примерно от 55 до 65 процентов составляют рабочие и служащие государственных или бюджетных организаций. То есть, те лица, которые имеют на сегодня не очень большие доходы. В подавляющем большинстве случаев акционеры ориентируются на длительное участие в фонде, надеясь сохранить свои средства от инфляции и приумножить свой капитал.

В условиях первичного размещения акций приватизируемых предприятий и отсутствия какой бы то ни было информации об эмитенте инвестиционные решения принимались случайно. Чаще всего исходя из общих всем известных принципов инвестирования, на основании которых принимают решения все инвесторы, в том числе и институциональные из обеих групп, что приводит к большому превышению цен на акции над их доходностью. И даже выплачивая очень большие дивиденды, эмитент не обеспечивает минимальной доходности по своим акциям и, следовательно, не удовлетворяет ожидания инвестора.

Чековые инвестиционные фонды, накопив огромный инвестиционный потенциал, в силу привязанности к чековой приватизации, а зачастую и из-за неразумного управления активами, не смогли должным образом реализовать этот потенциал и закончили свой первый финансовый год с незначительными прибылями. Так, Генеральный Инвестиционный фонд по итогам 1993 г. получил прибыль в размере 176 млн. рублей. В расчете на 1 приватизационный чек (10 акций фонда), после уплаты налогов, пришлось около 400 рублей прибыли. Собрание акционеров приняло единственно приемлемое в данном случае решение капитализировать полученную прибыль. Однако, на эту сумму каждому акционеру невозможно выделить даже по одной дополнительной акции, поскольку номинальная стоимость акции - 1.000 рублей.

Дивидендная политика акционируемых российских предприятий, какой бы она ни была, не может удовлетворить запросов инвестора, имеющего невысокий инвестиционный потенциал и ориентирующегося на доходность акций. Такого рода инвесторы, пытаясь спасти свои средства от галопирующей инфляции, вкладывают их в ценные бумаги высокорискованных ("венчурных") компаний, которые разрабатывают на фондовом рынке стратегию по так называемому "принципу пирамиды". Подобные компании эмитируют акции с искусственно растущим курсом, самостоятельно осуществляя котировку.

Котировка акций на российском фондовом рынке несколько отличается от котировок на мировых рынках. Прежде всего в мировой практике котировки как правило проводятся на организованных рынках - фондовых биржах. По технике исполнения это напоминает близкую нам котировку государственных краткосрочных бескупонных облигаций Министерства финансов Российской Федерации. На бирже присутствуют "специалисты", которые сводят воедино все заявки на покупку и продажу и фиксируют сделки при совпадении предлагаемых цен. Брокер, получая заказ от своего клиента на покупку или продажу тех или иных акций, идет к специалисту и просит его "провести котировку", то есть указать самую высокую цену предложения и самую низкую цену спроса. В зависимости от данного ему поручения (на покупку или продажу по рыночной цене) брокер осуществляет сделку. На цены акций при этом влияет кроме спроса и предложения и финансово-экономическое состояние эмитента, и ряд других макроэкономических факторов, которые учитывает специалист.

Акции российских предприятий, миновав организованный рынок, утвердились на внебиржевом. К котировкам своих акций на внебиржевом рынке прибегли в основном вновь организованные предприятия. Отличительной особенностью громких кампаний по размещению подобного рода бумаг является искусственность формирования цен на них по принципу пирамиды. Суть такой финансовой операции заключается в массированном привлечении денежных средств населения в обмен на акции путем искусственного непрерывного повышения их курсовой стоимости и обеспечения их полной ликвидности. Массированная продажа акций населению позволяет значительно сократить сроки их размещения, довольно быстро привлекая крупные наличные суммы денег. При этом можно даже не обещать каких-либо конкретных выплат дивидендов по истечение определенного срока, а лишь постоянно менять котировку акций в сторону их роста, создавая эффект возможности получения супердивидендов. К реализации финансовой операции такого рода прибегли ряд российских фирм, среди которых: "МММ", "Телемаркет", "Олби-Дипломат", "Диго" и др. АО "МММ" первым прибегло к размещению своих акций по такому принципу. Взлет и падение АО "МММ" станет классическим примером осуществления рискованных финансовых операций на российском фондовом рынке.

Разрабатываемая АО "МММ" стратегия котировки акций за период от начала их реализации с 1 февраля до начала июля 1994 г. (до того момента, до которого имеется статистическая информация о динамике курсов акций, предоставляемая рекламной службой "МММ") отличалась определенными особенностями (см. Таблицу 1, Приложение 1):

- после каждого очередного изменения курса акции скупались по цене выше предыдущего курса продажи;

- тенденция к снижению разницы между курсами покупки и продажи от 10 % в начале размещения до 2 % в конце периода;

- доходность акций от начала периода к концу претерпела значительный прирост с 2280 % до 10430 % годовых;

- тенденция доходности за одну неделю, претерпев некоторые колебания, напротив снизилась с 1825 % до 431 % годовых.

Не смотря на "искусственность" роста курса акций, такой способ размещения акций имеет ряд преимуществ перед традиционным размещением с использованием подписной кампании. Во-первых, массированная продажа акций позволяет быстро привлечь значительные денежные средства. Во-вторых, при такой продаже можно не обещать больших дивидендов, поддерживая постоянный рост курсовой стоимости акций. А также, можно сформировать ликвидный рынок собственных акций.

Успешность проведения такой финансовой операции требует соблюдения ряда условий. Во-первых, необходимо организовать разветвленную сеть филиалов по торговле акциями. Причем, такая сеть должна быть приспособлена к выполнению сложной задачи как по распространению, так и по выкупу акций, чтобы обеспечивать постоянную ликвидность акций. Ибо малейший сбой в такой работе может привести к панике и массированному сбросу акций. Во-вторых, необходимо поддерживать постоянную ликвидность акций путем выкупа всех предлагаемых к продаже акций.

Вместе с тем, подобные операции не всегда приводят к скандалу. По принципу пирамиды размещает свои краткосрочные обязательства Казначесйство США. По такому же принципу действует Министерство финансов Российской Федерации, размещая государственные краткосрочные бескупонные облигации. Размещение государственных обязательств осуществляется таким образом, что последние покупатели оплачивают выкуп обязательств у первых покупателей. Сами по себе финансовые операции по принципу "пирамиды" являются высокорискованными для инвесторов. Однако это не означает, что они обречены на неудачу. "Дело не в принципиальной невозможности взамовыгодного (для фирмы-эмитента ценных бумаг и ее акционеров) осуществления подобных операций, - отмечает О.Овчинников, - а в параметрах, задаваемых при их проведении."[[77]](#footnote-77) При разумном сочетании темпов прироста курсов акций, обеспечении приемлемой в данных условиях доходности для инвестора и размещении вырученных средств в высоколиквидные активы можно не только свести операцию "к нулю", т.е. выполнить все обязательства, не понеся при этом убытков, но и получить прибыль. Исход этой операции будет зависеть от двух параметров - темпа роста курсовой стоимости акций и ставки, под которую инвестируются полученные средства. Из приводимой О.Овчинниковым таблицы становится ясным, "что при определнных условиях риск при инвестировании средств в покупку искусственно котируемых акций практически равен нулю".[[78]](#footnote-78) Тот же темп роста курсов акций, который приняло АО "МММ" весьма сложно обеспечить в нынешних условиях.

К крупнейшим институтам, инвестирующим свои средства в акции с целью получения доходов, т.е. рассматривающим акции как инвестиционный товар, относятся банки, страховые компании, пенсионные и инвестиционные фонды и инвестиционные компании, формирующие собственный портфель инвестиций. Анализ инвестиционной деятельности страховых компаний и пенсионных фондов выходит за рамки данного исследования. По этому поводу хотелось бы отметить лишь два момента. Пенсионные фонды в Российской Федерации в настоящее время находятся лишь в стадии становления. Ими не накоплен еще инвестиционный потенциал. Нет нормативной базы, регламентирующей деятельность подобных институтов. Страховые компании по Правилам о порядке размещения страховых резервов могут и должны около 20 % своих активов размещать в ЦБ.[[79]](#footnote-79)

Деятельность инвестиционных институтов: финансового брокера, инвестиционного консультанта, инвестиционной компании, уже исследовалась, в том числе и в диссертационных работах.[[80]](#footnote-80) В данной работе хотелось бы остановиться на характеристике деятельности на рынке ценных бумаг коммерческих банков, а также инвестиционных фондов, в особенности такой их разновидности как открытые (взаимные) инвестиционные фонды.

При отсутствии законодательных актов, регламентирующих деятельность инвестиционных банков, регулированием деятельности коммерческих банков на рынке ценных бумаг занимается Центральный Банк Российской Федерации. Необходимо отметить здесь, что регулирующая деятельность Центрального Банка на рынке ценных бумаг отличается взвешенностью и профессионализмом. В условиях отсутствия законодательства об инвестиционных банках деятельность комерческих банков на рынке ценных бумаг носит эпизодический характер, что является дополнительным фактором риска.

Деятельность банков на рынке ценных бумаг осуществляется в качестве посредника, инвестиционной компании, собственной инвестиционной деятельности и деятельности по выпуску собственных ценных бумаг. Посредническая деятельность банка охватывает широкий спектр финансовых и в том числе брокерских услуг. В частности, многие банки Санкт-Петербурга являются акционерами С-Петербургской фондовой биржи, где проводят операции с ценными бумагами, в том числе и по пручению клиентов. Оказание банком брокерских услуг основывается на договорах поручения и комиссии.

Многие банки на рынке выступают дилерами акционерных обществ по распространению их акций. Так, банк "Национальный кредит" закупил 3 млн. акций акционерного общества "Магазины Бабилон". Ранее этот банк успешно распространял акции акционерного общества "Олби-Дипломат".[[81]](#footnote-81) Санкт-Петербургский коммерческий банк "Астробанк" является дилером взаимного фонда "Астро-Капитал". Этот вид деятельности российских банков имеет ограничения, что сказывается как на эффективности проведения подобных операций, так и в целом сдерживает развитие рынка ценных бумаг в России. В программе приватизации на 1994 г. банкам не разрешено покупать и иметь в собственности более 10% акций приватизированных предприятий и специализированных инвестиционных фондов.[[82]](#footnote-82) Это положение существенно ограничивает использование возможностей банков по оказанию помощи приватизированным предприятиям по привлечению инвестиций.

На рынке ценных бумаг банки выступают в качестве консультантов, а также оказывают специальные услуги по депозитарному обслуживанию и ведению реестров акционеров. В качестве консультанта банк как дает консультации о качестве тех или иных ценных бумаг, о наилучшем направлении инвестиций, так и регистрирует сделки с ценными бумагами. В условиях безналичного обращения ценных бумаг в Российской Федерации любой владелец акций может открыть в банке специальный счет "Депо", на котором хранятся его акции в виде записи на счетах. Многие банки уже сейчас (и эта тенденция будет развиваться) разрабатывают технологию проведения операций по переводу акций со счета на счет аналогичную технологии банковских проводок по денежным счетам. По такому способу работает депозитарий Санкт-Петербургского коммерческого банка "Астробанк". Такой способ перевода бумаг позволяет четко зафиксировать волеизъявление партнеров, а также моменты перехода прав собственности на ценные бумаги, что является весьма важным при обращении ценных бумаг на рынке. Также банки оказывают услуги по обеспечению правильного составления и своевременного и быстрого внесения изменений в реестр акционеров. Услуги по ведению реестров акционерных обществ включают также расчет и выплату дивидендов, удержание налогов и прочие финансовые операции, связанные с принципами существования акционерных обществ, но более свойственные таким учреждениям как банки.

Банки могут вкладывать собственные средства в ценные бумаги с целью получения дохода. Основной доход от инвестирования в ценные бумаги в условиях высокой инфляции банки могут получить лишь от курсовой разницы путем проведения активных операций на рынке. Таким образом, банки формируют собственный портфель инвестиций. Проводится большая работа по анализу инвестиций и оптимизации портфеля. Для этого осуществляется сбор и обработка информации по широкому спектру ценных бумаг. Исследуются различные предприятия на предмет риска и доходности их бумаг, прогнозируется динамика их курсовой стоимости с применением названных приемов и методов анализа. Аналитические подразделения в структурах банков объединяют большие коллективы высококвалифицированных специалистов. Например, в Дрезднербанке в аналитическом управлении работает около 100 человек. Портфели банков оптимизируются по срокам инвестиций, по видам и типам ценных бумаг, с целью сбалансированности по доходности и рисковости вложений. Подобным образом начинают работать и российские банки.

Выступая в качестве инвестиционной компании, банки могут осуществлять организацию выпуска ценных бумаг, а также выдавать гарантии по размещению ценных бумаг в пользу третьих лиц. Предприятие при эмиссии ценных бумаг в подавляющем большинстве случаев прибегают к услугам третьих лиц. И, как правило, посредниками в этих операциях выступают банки, как институты, имеющие наибольший опыт и возможности в такого рода деятельности. Это объясняется, во-первых, доверием к банку. Клиенты банка, доверяя ему, переносят это доверие и на ценные бумаги, размещаемые банком. Лица, заинтересованные в инвестициях, надеятся, что банк не предложит им сомнительные ценные бумаги. Посредничество банка служит гарантом как добросовестности эмитента, так и соотвествия эмиссии действуюшему законодательству и правилам, принятым на рынке ценных бумаг. Во-вторых, банки располагают достаточной информацией и квалифицированным персоналом, что позволяет им оперативно и адекватно оценивать ситуацию, складывающуюся на рынке. В-третьих, банку легче организовать успешное размещение ценных бумаг через сеть своих филиалов и отделений, которые стремятся создавать все коммерческие банки.

Организация выпуска ценных бумаг предполагает выполнение целого комплекса услуг, состоящего из нескольких этапов: подготовка эмиссии, прием и выкуп ценных бумаг у эмитента, размещение ценных бумаг среди инвесторов, поддержание вторичного рынка. Подготовка эмиссии, в свою очередь, включает как экономический, так и технический этапы. Экономический этап предполагает изучение потребности предприятия в инвестициях, определение объема эмиссии, выбор инвестиционных инструментов и т.п. Технический этап включает подготовку необходимых документов для государственной регистрации эмиссии и собственно ее регистрацию в государственных органах, прием и выкуп эмиссии у эмитента.

Прием и выкуп у эмитента может предполагать полный выкуп, когда банк полностью выкупает эмиссию и ценные бумаги переходят в его собственность. При этом не проданные ценные бумаги остаются у банка. При частичном выкупе банк вначале выкупает лишь часть эмиссии, оставляя за собой право выкупить за свой счет недоразмещенный остаток эмиссии. Иногда банки размещают ценные бумаги от имени и за счет эмитента без принятия на себя риска по выкупу нераспространенной части выпуска.

Согласно существующему правилу размещение ценных бумаг может быть закрытым либо открытым. Предприятия прибегают к помощи посредников для размещения ценных бумаг обычно при открытом размещении, которое предполагает регистрацию и публикацию проспекта эмиссии, проведение подписки и открытой продажи ценных бумаг.

Кроме того, банки могут выпускать и собственные ценные бумаги, организовывая их размещение и вторичное обращение. С целью формирования собственного уставного фонда банки выпускают акции. При формировании дополнительных заемных средств банки выпускают долговые обязательства - облигации, депозитные и сберегательные сертификаты, векселя.

Новым направлением деятельности банков на рынке ценных бумаг, которое еще предстоит освоить отечественным банкам, являются трастовые операции - доверительное управление активами по поручению клиентов. Это формирование инвестиционного портфеля клиента с учетом его предпочтений и ограничений. Агент - в данном случае банк - предлагает на выбор набор различных портфелей с различным соотношением риска и доходности. Клиент, исходя из своих предпочтений, выбирает какой-либо портфель в качестве базового и дает рекомендации по инвестициям в те или иные дополнительные активы. К такого рода услугам банков прибегают в основном крупные инвесторы: корпорации, имеющие остатки средств на счетах, а также пенсионные фонды, страховые компании и т.д. Для обслуживания индивидуальных инвесторов банки создают общественные портфели - взаимные фонды. По такому принципу строится работа взаимных фондов в европейских странах. В США зачастую взаимные фонды работают самостоятельно.

Создание и деятельность взаимных фондов под патронажем банков имеет определенные преимущества по сравнению с автономным существованием. Во-первых, банк является депозитарием фонда. По Положению об инвестиционных фондах депозитарий фонда ведет как хранение, так и учет активов фонда, а также бухгалтерский учет всех операций. Во-вторых, специалисты банка могут консультировать управляющего фондом по наилучшему формированию инвестиционного портфеля. И наконец, банк, курирующий взаимный фонд, несет косвенную отвественность за деятельность фонда и поэтому будет заинтересован в целях сохранения своего имиджа гарантировать успешную работу взаимного фонда. По такому принципу, например, строит свою работу БНП-Дрезднербанк ФРГ.

Таким образом организована работа первого в Санкт-Петербурге и России взаимного фонда "Астро-Капитал", банком-опекуном которого является "Астробанк". "Открытый взаимный инвестиционный фонд "Астро-Капитал" создан в форме акционерного общества открытого типа. "Астробанк" не входит в число учредителей. Но является депозитарием фонда, ведет реестр, учет и хранение акций и активов фонда, по поручению фонда несет обязательства фонда перед акционерами, осуществляя котировку акций.

Взаимные фонды выпускают собственные акции, которые продаются акционерам по цене доли стоимости чистых активов, приходящихся на одну акцию. Собранные за проданные акции средства размещаются управляющим в ценные бумаги. Взаимные фонды как свободно продают, так и выкупают у акционеров собственные акции. Покупка акций осуществляется также по цене стоимости чистых активов на одну акцию. В зависимости от спроса акции эмитируются вновь. Выкупленные акции уничтожаются. Таким образом достигается принцип равных условий для всех инвесторов: в связи с выкупом акций уменьшается общая стоимость чистых активов фонда, но и количество акций уменьшается. Для акционера взаимного фонда участие в фонде аналогично внесению денежных средств на банковский счет до востребования. В ряде случаев в публикациях покупка акций взаимного фонда называется открытием счета[[83]](#footnote-83). В любой момент акционер может продать свои акции фонду и возвратить вложенные средства. По идеологии формирования портфеля фонда стоимость акций фонда должна расти во времени. Хотя бывают и редкие исключения из этого правила, когда взаимные фонды бывают убыточными по итогам года.[[84]](#footnote-84)

Взаимные фонды возникли в 20-х годах в США. Их прототипами принято считать инвестиционные компании, которые впервые появились в Англии в 70-х годах XIX века как трастовые компании по доверительному управлению собственностью.[[85]](#footnote-85) В 1993 г. в США насчитывалось около 4300 взаимных фондов.[[86]](#footnote-86) Деятельность взаимных фондов срого регулируется законодательством, поэтому среди подобных институтов практически исключено банкротство. При условии выполнения фондами установленных правил их деятельность не облагается налогами. Таким образом, инвестиции во взаимные фонды являются весьма выгодными.

Кроме этого инвестиции во взаимные фонды имеют еще ряд преимуществ. Во-первых, это реальная возможность для инвестора увеличить свой капитал. Акционеры могут получить назад больше денег, чем было ими инвестировано. Рост капитала защищает инвестора от инфляции.

Во-вторых, регулярная выплата дивидендов. Большинство взаимных фондов выплачивает дивиденды. Положением об инвестиционных фондах предписывается, что вся прибыль (прирост активов) за вычетом издержек управляющего и депозитария, не превышающих 10 % прироста, должна быть направлена на выплату дивидендов.[[87]](#footnote-87)

В-третьих, диверсификация вложений. Фонд, согласно названному Положению, обязан распределять свои вложения в активы как минимум двадцати различных эмитентов. Каждая компания в отдельности может быть подвергнута риску спада производства или даже полного краха (пример АО "МММ"). Инвестиции во множество различных компаний позволяют инвестору снизить риск потери средств. Диверсификация осуществляется также и по различным срокам окупаемости и инструментам рынка.

В-четвертых, профессиональное управление инвестициями. Крупные инвестиционные фонды стараются нанимать лучших специалистов по инвестированию.

В-пятых, это высокая ликвидность: акции фонда можно продать обратно фонду в любой момент и в течение нескольких дней.

В-шестых, удобство и простота вложения средств и их возврата. Вклады денежных средств во взаимные фонды можно осуществлять начиная с 500 долларов в США, либо с 10.000 рублей в "Астро-Капитал" в Петербурге.

Идеальных способов инвестирования не существует. Инвестиции во взаимные фонды также имеют ряд недостатков, наиболее характерными из которых являются: отсутствие твердых гарантий. Несмотря на впечатляющие успехи инвестиционной деятельности взаимных фондов в прошлом, они не гарантируют таких же успехов в будущем. Правда, если состояние экономики не изменяется кардинально, фонды могут обеспечить неплохой доход.

Следующий недостаток - дополнительные затраты, связанные с покупкой акций. При покупке акций взаимных фондов покупателю приходится оплачивать затраты на организацию продаж. На самом деле получается, что акции взаимных фондов продаются и покупаются по стоимости чистых активов за прибавлением и вычитанием соответственно комиссионных агентам по распространению акций.

Далее в качестве недостатка можно назвать то, что инвесторы взаимных фондов оплачивают услуги по управлению активами. Эти средства идут на оплату персонала, состоящего из высококвалифицированных специалистов по инвестированию. Подобные затраты вряд ли можно отнести к бесспорным недостаткам взаимных фондов, ибо они служат достижению именно той цели, ради которой инвесторы покупают акции взаимных фондов.

И наконец, к недостаткам инвестиций во взаимные фонды следует отнести несовершенство отечественного законодательства, регулирующего статус и деятельность взаимных фондов. Этот инвестиционный институт имеет особенный статус, который позволяет взаимным фондам быть весьма привлекательными для инвесторов. Прежде всего в действующем отечественном законодательстве не урегулирована "взаимность" взаимных фондов. В Положении об инвестиционных фондах открытый инвестиционный фонд определяется как "инвестиционный фонд, эмитирующий ценные бумаги с обязательством их выкупа, то есть предоставляет владельцу ценных бумаг этого фонда право по его требованию получить в обмен на них денежную сумму или иное имущество в соответствии с уставом фонда."[[88]](#footnote-88) Однако, ни в этом Положении ни в последующем Временном положении о порядке оценки и составления отчетности о стоимости чистых активов инвестиционных фондов не уточнены правила эмиссии и обращения акций взаимных фондов (инвестиционных фондов открытого типа). На практике применяется существующий порядок организации акционерных обществ и регистрации их эмиссии с утверждением определенного объема уставного фонда. В принципе же у взаимных фондов не существует жестко определенного уставного фонда. Взаимные фонды эмитируют акции по мере спроса на них, всякий раз допечатывая новые, а выкупленные акции уничтожаются. Таким образом, на практике как бы происходит ежедневное обновление эмиссии. По действующим в нашей стране правилам следовало бы ежедневно регистрировать новую эмиссию и ежедневно регистрировать осуществленную, внося при этом изменения в устав предприятия, так как ежедневно происходит закрытие эмиссии. Если же этого не делать, то формально налицо нарушение действующего законодательства.

Эта проблема имела бы академический характер, если бы не препятствовала на практике деятельности взаимного фонда. По ныне действующему законодательству акционерное общество не вправе выкупать свои акции у акционеров до тех пор пока первично не размещены все эмитированные акции. Следовательно, до момента размещения всех акцций из определенного уставного фонда взаимный фонд является взаимным только на половину, в сторону продажи акций, скупать же их он не может. С другой стороны, фонд не может продавать акции по стоимости чистых активов, так как по Положению о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР, фонд должен обеспечить равные условия всем акционерам при продаже акций первым владельцам. Стоимость же чистых активов фонда колеблется, следуя конъюнктуре рынка.

Если же у фонда закончились зарегистрированные акции, то он должен прекратить продажу акций. Тогда такой фонд трудно назвать открытым. Либо фонд может и дальше продавать акции сверх зарегистрированных в уставном фонде, тогда он будет нарушать действующее законодательство о порядке выпуска и регистрации ценных бумаг. Перечисленные недостатки существенно затрудняют работу инвестиционных фондов в России, однако не исключают совсем деятельность таких институтов и достижение ими своих целей.

В принципе инвестиционные цели всех взаимных фондов заключаются в сохранении и росте капитала. Вместе с тем различные взаимные фонды достигают поставленных целей разными способами и с разной степенью риска. В зависимости от инвестиционных целей различаются также и инвестиционные стили, на основании которых выделяют различные группы фондов, определенным образом формирующих свой инвестиционный портфель.[[89]](#footnote-89)

Портфель инвестиций - это все инвестиции, сделанные фондом. Портфель может состоять из нескольких подпортфелей; может иметь один или несколько активов; содержать инвестиции в различные отрасли промышленности или разные компании. Структура портфеля определяется предпочтениями инвестора, его отношением к риску и ожидаемой прибыли.

Основы современной теории портфеля впервые были изложены в 1952 г. Г.Марковицем.[[90]](#footnote-90) Идея состоит в том, что максимум отдачи не должен быть решающим фактором при создании портфеля; необходимо учитывать и риск. Для минимизации риска портфель должен быть диверсифицированным.

Однако снижение риска снижает доходность инвестиций. Следовательно состав портфеля должен быть подобран таким образом, чтобы оптимизировать прибыль с минимумом риска. В результате получится портфель с таким уровнем дохода и такой степенью риска, которые устраивают инвестора. Во время создания этой теории основной задачей менеджеров был подбор акций. Риск не играл главной роли при определении надежности портфеля.

Г.Марковиц высказал идею, что составляя портфель из акций, не полностью коррелирующих между собой, можно уменьшить риск, не слишком теряя в доходах. Если между ценными бумагами существует совершенная отрицательная корреляция, колебания их стоимости взаимно уничтожаются. Чтобы получить идеальный портфель, необходимо добиться максимально возможной прибыли от нескольких портфелей с одинаковой степенью риска. Первый шаг состоит в подсчете ожидаемой прибыли и ее дисперсии (дисперсией, как правило, обозначают риск) для различных выборок. Это можно осуществить с помощью математических методов. Кривая, представляющая эффективный портфель, показывает, что увеличение доходов вызовет увеличение риска. На следующем этапе необходимо решить, какя степень риска устраивает инвестора и выбрать на графике соответствующий оптимальный портфель.

Практические методы снижения риска заключаются в создании диверсифицированных портфелей ценных бумаг и использоавнии производных инструментов, например, фьючерсов и опционов. На практике менеджеры фондов систематически почти ежеквартально пересматривают состав портфеля. Решение принимается с учетом следующих факторов: а) рыночный цикл ценных бумаг; б) фундаментальные экономические изменения, то есть ожидаемый уровень роста совокупного акпитала, процентных ставок и обменных курсов; в) движения капитала; г) динамики активов; д) относительных оценок.

Географическая диверсификация основывается на экономических связях между странами. Мировое экономическое пространство расширяется, но вклады различных стран постоянно меняются, это вносит элемент корреляции в национальные экономики.

Чтобы снизить излишний географический риск, необходимо диверсифицировать портфель по секторам экономики. Каждой отрасли присущ свой уровень риска (цикличность). Эта цикличность становится очевидна при изучении поведения промышленности в определенных экономических обстоятельствах при фиксированном наборе экономических условий. Чтобы избежать чрезмерного количества высокоцикличных акций, необходимо диверсифицировать портфель, вкладывая средства в менее цикличные отрасли. Цикличность отрасли относительно предсказуема; более агрессивные управляющие, таким образом, получают возможность играть на марже, переключаясь с отрасли на отрасль в конце цикла.

Диверсификация по типу акций означает включение в портфель более одного пакета акций по каждой отрасли. Существуют две стратегии инвестирования: "сверху вниз" и "снизу вверх". Наиболее часто используемый на Западе стиль управления - это "сверху вниз". Управляющий фонда начинает с размещения средств по активам, далее он выбирает географическое распределение, потом отрасли промышленности и, наконец, сами акции. Этот процесс сопровождается развернутой структурой менеджмента, например, главный управляющий принимает решение по активам, эксперты, отвечающие за различные активы, принимают решения по географическому распределению, далее, как правило, местные специалисты выбирают отрасль и ценные бумаги в своем районе.

Подход "снизу вверх" представляет собой прямую противоположность первому, так как управляющий принимает основные решения по выбору акций. Далее, он составляет портфель, подбирая акции желаемого географического сектора в соответствии со стратегией активов. Такой подход требует совершенно другого стиля, и отчетность такого менеджмента труднее проверить.

Изучение оптимального портфеля и степени риска обнаруживает, что даже весьма ограниченная диверсификация приводит к заметному снижению степени риска. Равномерое распределение средств среди небольшого количества ценных бумаг снижает большую часть риска. Но очень быстро достигается ситуация, когда любая новая ценная бумага в портфеле уже практически не снижает риск. Несистематического риска можно избежать если составить портфель из акций 8-10 различных компаний, дальнейшее увеличение числа компаний ничего не изменит. Обычно, затраты инвестора, имеющего в портфеле акции нескольких различных компаний, на снижение риска незначительны. Однако, диверсификация риска при помощи слишком большого числа ценных бумаг приводит к повышению затрат на сделки и управленческие услуги.

Основы теории формирования портфеля ценных бумаг используются управляющим для выработки инвестиционной политики фонда. Инвестиционная политика глубже и точнее определяет принципы и, в некоторой мере, направления инвестиционной деятельности. Она предназначается для экспертов, готовящих инвестиционные решения, для рассмотрения и принятия решений управляющим. Последовательная инвестиционная политика имеет двойное назначение. На ближайшую перспективу она должна показывать, какие из вариантов капиталовложений нужно выбрать для достижения инвестиционных целей фонда. В общем плане она должна служить основой при определении или разработке вариантов капиталовложений, которые соответствовали бы поставленным целям.

Инвестиционную политику можно рассматривать как "сито", которое пропускает определенные предложения по инвестициям, а другие - отсеивает. Через "сито" пройдут приемлемые предложения, которые составят для руководства инвестиционный арсенал.

Выверенная инвестиционная политика служит действенным средством связи. Она позволяет управляющему заранее информировать экспертов, ответственных за разработку предложений по капиталовложениям, какие проекты нужны фонду. Цель состоит в руководстве отбором и разработкой альтернатив, которые отвечали бы требованиям фонда по доходам, которые он хотел бы получить, подвергая себя ради этого определенному риску.

Инвестиционая политика содержит цели, которых стремится достигнуть фонд; условия , при соблюдении которых возможно достижение поставленных целей; а также способы достижения определенных целей. Автором разработана инвестиционная политика, которая после одобрения Советом директоров "Открытого взаимного инвестиционного фонда "Астро-Капитал" утверждена управляющим в качестве методического руководства для экспертов, готовящих принятие инвестиционных решений по вложению средств в финансовые активы. Основные положения инвестиционной политики заключаются в следующем:

**Инвестиционная политика инвестиционного фонда**

Инвестиционная политика заключается в извлечении максимальных прибылей в течение длительного периода из всего спектра доступных финансовых иструментов, при использовании стратегии, которая предусматривает значительные темпы роста активов и сведение к минимуму любых рисков, не поддающихся измерению и управлению.

Целью инвестиционной политики является установление общих принципов, в границах которых возможно применение того или иного сочетания конкретных принимаемых инвестиционных решений. Принятие каждого инвестиционного решения должно сочетаться с реализацией поставленных целей, что должно придавать процессу принятия решений системный характер, позволяющий увязывать долгосрочные и текущие задачи, к которым относятся:

1) достижение устойчивого роста активов фонда путем диверсификации портфеля, хеджирования рисков, преобладания вложений в надежные и ликвидные активы, минимизации доли рискованных вложений;

2) обеспечение гарантированного минимального уровня доходности, достигаемое путем отказа от любых крупных инвестиций, грозящих потерей инвестированной суммы;

3) достижение совместимости интересов акционеров, учредителей и управляющего фонда посредством разумной динамики котировок акций.

Инвестиционный процесс, осуществляемый на основе предлагаемой инвестиционной политики, концентрируется на следующих главных условиях:

1) полного учета обязательств, целей и ограничений инвестора;

2) оценки самого широкого возможного диапазона законных инвестиций, применительно к которым можно измерить полный спектр инвестиционных рисков;

3) строгой оптимизации риска в процессе торговли ценными бумагами в условиях рынка;

4) внимательного отношения к деталям рыночных, а также внутренних операций с ценными бумагами.

Сущность политики

Инвестиционная политика основывается на полном изучении объективных и субъективных факторов, влияющих на состояние инвестиционного процесса, обязательств, которые должны быть обеспечены инвестиционной программой, а также допустимости различных элементов инвестиционного риска.

Инвестиционная политика определяет тактику инвестиций. На ближайшее время она показывает, какие из вариантов инвестиций нужно выбрать для достижения финансовых целей компании. В общем плане она должна служить основой при определении или разработке вариантов инвестиций, которые соответствовали бы поставленным целям.

Инвестиционная политика включает в себя два основных компонента:

1) критерии, с помощью которых можно измерить относительные экономические характеристики альтернативных вариантов инвестиций;

2) принципы принятия решений, на основе которых можно выбрать оптимальный вариант инвестиций.

Критерии:

а) доходность: любой альтернативный вариант инвестиций при прочих равных условиях должен приносить максимальный по отношению к другим активам доход.

Формализованно выражается в % годовых;

б) ликвидность: любой альтернативный вариант активов при прочих равных условиях должен обладать качествами быть ликвидированным в разумные сроки и в необходимых объемах не ниже покупной цены (с премией).

Формализованно выражается в объемах и сроках (желательно по датам) продаж (заключенных сделок);

в) надежность: гарантия возврата инвестиций не ниже осуществленных в любой альтернативный вариант при прочих равных условиях должна быть максимальной по отношению к другим активам в пределах возможностей контроля.

Формализованно выражается в степенях надежности (например: высокая, средняя, низкая степени) (экспертная оценка);

г) степень риска: ожидаемое отклонение будущего достигаемого результата от его ожидаемого значения при инвестициях в любой альтернативный вариант активов при прочих равных условиях должно быть меньше по отношению к другим рассматриваемым активам.

Формализованно выражается в стандартном отклонении распределения доходов от инвестиций (корень квадратный из дисперсии)

Принципы принятия решений:

Применяются принципы отбора инвестиций, основанные на условии сбалансированности инвестиций по срокам возврата средств, надежности (риска) вложений и доходности, учете ограничений в деятельности фонда и соответствии заявленной инвестиционной декларации. Принимаются предложения по инвестированию средств в заявленном объеме в те инвестиционные активы, которые:

а) по требуемым объемам инвестиций не превышают пяти процентов активов фонда (не относится к государственным краткосрочным бескупонным облигациям);

б) по объему приобретаемых ценных бумаг по номинальной стоимости не превышают десяти процентов их общей эмиссии одним эмитентом;

в) не являются ценными бумагами аффилированных лиц инвестиционного фонда;

г) не превышают (и/или не нарушают) предельные квоты, установленные инвестиционной декларацией, заявленной фондом;

д) приносят гарантированный срочный возвратный доход не ниже среднего по аналогичным инструментам;

е) обеспечивают постоянное рефинансирование пятой части активов фонда на каждую неделю;

ж) обеспечивают такую структуру портфеля активов, которая потери от рисковых инструментов полностью покрывает доходом остальной части портфеля;

з) имеют степень (меру) ликвидности наивысшую среди доступных аналогичных инструментов;

и) имеют девятнадцать случаев из двадцати, когда норма прибыли превышает ноль процентов;

к) имеют один случай из десяти, когда норма прибыли в 1,2 раза превышает кредитную ставку Центрального Банка России.

Заранее намеченная инвестиционная политика не может учесть всех обстоятельств - общечеловеческих, организационных, стратегических и финансовых, - которые участвуют в принятии важного инвестиционного решения. Инвестиционная политика призвана определить и сформулировать основные правила принятия инвестиционных решений, которые могут корректироваться в зависимости от меняющихся условий.

Кроме названных выше компонент предложенная инвестиционная политика содержит критерии отбора инвестиций. Любой предлагаемый альтернативный вариант инвестиций должен при прочих равных условиях соответствовать установленным критериям. При чем управляющим сделана попытка формализовать критерии так, чтобы можно было обрабатывать предлагаемые варианты с применением машинных методов. При этом предполагается, что для выбора предлагается более чем один вариант инвестиций.

Инвестиционная политика содержит насколько возможно детальные принципы принятия решений, также формализованные для использования при машинной обработке. Предполагается, что эксперты, готовящие предложения для принятия инвестиционных решений, должны дать ответ на вопросы, сформулированные в инвестиционной политике. Получив ответы на все вопросы, управляющий может формировать различные модели инвестиционных портфелей, оптимизирующих установленые критерии.

На основании данных критериев могут формироваться инвестиционные портфели различных типов на заказ, в зависимости от предпочтений инвестора, его отношения к риску.

В соответствии с инвестиционной политикой, а также инвестиционной декларацией, заявленной в проспекте эмиссии, управляющим взаимного фонда "Астро-Капитал" сформирован инвестиционный портфель, структура которого представлена в Таблице 3 (см.: Приложение 2). Как видно из таблицы большую долю в портфеле фонда составляют инвестиции в государственные краткосрочные бескупонные облигации различных выпусков. На втором месте следуют инвестиции в депозитные сертификаты различных банков С.-Петербурга. Третье место по обему инвестированных средств занимают векселя банков и иных эмитентов. И наконец завершают ряд акции акционерных обществ. Таким образом, портфель фонда включает в себя подпортфели, состоящие из аналогичных видов ценных бумаг, построенные в порядке снижения надежности и возрастания доходности вложений.

Наивысшим рейтингом надежности обладают ГКО. Вложения в "Астро-Капитал" декларируются как наиболее надежные из всех вложений аналогичной доходности при возможности использования денежных средств инвестором в любой момент. Поэтому ГКО в портфеле составляют большую долю. Доходность этого подпортфеля колеблется на уровне 100 - 111 % годовых. Доходность подпортфеля, составленного из депозитных сертификатов банков, уже выше и колеблется в пределах от 115 до 130 процентов годовых. Надежность этого сегмента также довольно высока, хотя и ниже ГКО. Вексельная составляющая портфеля приносит ему 130 - 150 процентов в год. Особенную позицию занимает подпортфель составленный из акций АО. Риск по этим вложениям максимальный. Однако, доходность не фиксирована. Управляющим не расчитывалась потенциальная доходность этого раздела портфеля по той причине, что вся стоимость портфеля определялась с учетом методических указаний Министерства финансов. Наличествующие в портфеле акции согласно названным методическим указаниям не имееют рыночной котировки, поэтому в портфеле показана нулевая доходность, хотя доходность по такого рода активам может достигать чрезвычайно высокого уровня. Каждый подпортфель, в свою очередь, имеет собственную структуру. Оптимизация структуры портфеля, следовательно, может проводиться как в целом по портфелю, так и в рамках внутренней структуры каждого подпортфеля.

Теория выбора оптимальной структуры портфеля включает методы определения ожидаемого дохода и риска.[[91]](#footnote-91) Соотношения доходности и риска принимаются каждым инвестором отдельно. Инвестиционная философия "Астро-Капитала", изложенная в инвестиционной декларации и зафиксированная в инвестиционной политике, заключается в обеспечении умеренной доходности инвестиций при высокой надежности вложений. Как видно из результатов социологического исследования среди акционеров взаимного фонда "Астро-Капитал", такая философия находит признание у российского частного инвестора. Начав размещение акций в начале мая 1994 г., к началу сентября фонд разместил 80 % своих акций из общего объема эмиссии в 1 млрд. рублей в основном среди частных инвесторов. Структура портфеля фонда отвечает заявленным принципам.

Оптимизируя портфель, управляющий стремится формировать такую его структуру, которая отвечала бы заявленным целям, то есть доходность портфеля должна расти не в ущерб надежности вложения в фонд. Задача оптимизации портфеля осложняется рядом факторов, в основном системного характера, обусловленных неразвитостью рынка ценных бумаг в Российской Федерации.

Во-первых, недостаточным набором финансовых инструментов, имеющихся в С.-Петербурге. В Москве спектр инвестиционных инструментов побогаче, но не значительно. В других городах отрыв от Москвы и С.-Петербупга по количеству и набору ценных бумаг составляет порой несколько порядков. Фаворитом и лидером среди государственных ценных бумаг являются ГКО. Однако, торги по ГКО происходят в Москве, и ввиду несовершенства систем связи это предполагает отвлечение денежных средств на длительный срок, из-за невозможности оперативного реагирования на быстро меняющиеся условия. Ликвидация этого актива потребует как минимум неделю.

Муниципальный заем в С.-Петербурге пока не получил статус государственных бумаг, а без этого они не будут представлять большого интереса для инвестора. Нижегородский муниципальный заем носит региональный характер. Основные затруднения работы с ним заключаются в неразвитости вторичного рынка. Облигации Внешэкономбанка, валютного займа, золотые сертификаты имеют низкую ликвидность по причине, опять же, неразвитости вторичного рынка. Лучше обстоит дело на С.-Петербургском фондовом рынке с долговыми обязательствами банков. Почти все петербургские и филиалы московских банков предлагают депозитные сертификаты, приносящие инвестору значительный доход. Однако, условия покупки последних постоянно изменяются, следуя изменениям кредитной ставки Центральным Банком России, который снижал ее в текущем году уже семь раз с 210 % в апреле до 130 % с 23 августа.

Во-вторых, невозможностью оценить качества многих ценных бумаг и их эмитентов. Широкий спектр акций приватизированных предприятий и вновь созданных компаний, обращающихся на рынке, трудно распределить в каком бы то ни было порядке в зависимости от их доходности, надежности а также ликвидности по причине того, что для подобного анализа необходимы данные более длительного жизненного цикла этих акций. Поэтому к таким ценным бумагам невозможно применить методы анализа и машинной обработки информации, разработанные в других странах.

Наконец, неясность перспектив развития фондового рынка в Российской Федерации побуждает инвесторов проводить краткосрочные операции, что добавляет фондовому рынку как неравновесной системе большую неустойчивость, повышая зависимость рынка от спекулятивных воздействий отдельных инвесторов.

# Заключение

Инвестиционный процесс, опосредуемый ценными бумагами, является важнейшим фактором воспроизводства национальной экономики. Развитие инвестиционного процесса, вовлечение денежных ресурсов населения может представлять собой один из выходов в условиях ограничения инвестиционных ресурсов, вызванного кризисом неплатежей. В данном случае воволечение населения посредством ценных бумаг в инвестиционный процесс позволяет предприятиям получить долгосрочные, практически ничем не ограниченные инвестиции. Любой инвестор, вкладывая средства в ценные бумаги, учитывает экономическую цену времени: отказываясь от потребления в настоящий момент, он расчитывает в будущем удовлетворить свои потребности в возросшем объеме. Таким образом, инвестиции - это вложение денежных средств в различные активы с целью увеличения их стоимости, получения дохода.

Акции, как важнейший тип ценных бумаг, является удобным и привлекательным объектом для инвестиций в силу их двойственной природы. В акциях наиболее ярко выражаются качества ценных бумаг как инвестиционных товаров. Потребительная стоимость инвестиционных товаров заключается в том, что они приносят доход, способны удовлетворять будущие потребности. По степени универсальности среди прочих товарных групп (потребительских товаров, универсального товара - денег) ценные бумаги, как инвестиционные товары, занимают промежуточное положение.

Другой качественной стороной акций является то, что акции представляют собой "титул собственности", т.е. в них заключается право на ценность. Причем ценной бумагой является лишь та, право на ценность в которой связано с бумагой. Чтобы получить право на собственность, заключенной в бумаге, необходимо получить право на бумагу.

Инвестиционный процесс, как процесс соединения финансовых и материальных ресурсов, прошел в своем развитии несколько стадий опосредования, которым соотвествуют различные формы соединения финансовых и материальных ресурсов. Исторически и логически первой стадией соединения финансовых и материальных ресурсов являются непосредственно инвестиции в производство. Ей соотвествует простая форма соединения финансовых и материальных ресурсов. Простой форме соответствует непосредственный обмен денег на различные группы товаров с целью производства определенных товаров. Здесь капитал-функция и капитал-собственность неразрывны.

На второй стадии процесс соединения финансовых и материальных ресурсов опосредуется ценными бумагами, а именно акциями. Этой стадии соотвествует акционерная форма соединения финансовых и материальных ресурсов. Непосредственно инвестор имеет дело с ценными бумагами и лишь с их помощью финансовый ресурс инвестора соединяется с материальными производственными ресурсами. Поскольку инвестор участвует в процессе производства только инвестициями и непосредственно не управляет, не организует производство, не участвует в производственном процессе собственным трудом, происходит отделение капитала-функции от капитала-собственности. На этом этапе наиболее полно реализуются функции акции - титула собственности, финансирования, контроля. Данной стадии инвестиционного процесса соотвествуют акционерные общества открытого типа. Следствием этого является вовлечение широкого круга лиц в процесс инвестирования в ценные бумаги и тем самым усложняются связи и отношения на инвестиционных рынках. Именно на этом этапе акция начинает приобретать совершенно особую роль на инвестиционном рынке - универсального инвестиционного товара. Акция, как универсальный инвестиционный товар, занимает промежуточное положение между другими инвестиционными товарами (реальными активами), степень универсальности которых ниже, чем у акций, и деньгами - товарами с наивысшей степенью универсальности. Теперь для рядового инвестора выбор сводится к одному: выбрать из всех обращающихся на рынке акций те, которые приносят наибольший доход.

Однако, акции не всегда могут приносить только доход, могут нести и убытки. Чтобы избежать убытков и застраховать свой доход, инвесторы прибегают к рассредоточению своих вкладов между различнвми ценными бумагами. Задача эта не очень проста. Поэтому в инвестиционной практике возникли общественные портфели акций, которые получили название инвестиционных фондов. Подавляющее большинство рядовых инвесторов, а также институциональных, прибегают к услугам инвестиционных фондов. Инвестиционные фонды аккумулируют средства своих вкладчиков путем продажи им своих акций и размещают полученные средства в ценные бумаги. Каждый акционер фонда является владельцем пропорциональной своему вкладу части каждого актива из портфеля фонда. Покупая акции фонда, инвестор покупает доли всех активов, принадлежащих фонду. Таким образом, процесс соединения финансовых и материальных ресурсов проходит еще одну стадию опосредования, которой соотвествует фондовая форма соединения финансовых и материальных ресурсов. При фондовой форме соединения финансовых и материальных ресурсов капитал-функция максимально отдаляется от капитала-собственности. Акционер фонда уже формально лишен возможности влиять на деятельность предприятия, некоторой долей акций которого он владеет реально посредством владения акциями фонда.

Профессиональные инвестиционные институты, в т.ч. инвестиционные фонды, в своей деятельности на финансовом рынке используют сложные методы анализа инвестиционных качеств ценных бумаг. Выработаны различные приемы и методы анализа, которые в общем плане сводятся к следующим подходам: фундаментальному, техническому, системному. Каждому из этих подходов соотвествует основная цель, основной вопрос, на который делается попытка дать удовлетворительный ответ. Так, старейший из названных подходов - фундаментальный - пытался ответить на вопрос: что стоит акция? Технический подход делал попытку решить проблему оценки и прогноза доходности той или иной ценной бумаги. Системный подход решает вопрос защиты инвестиций и финансовых рынков в целом от различного рода рисков.

Существенное значение в условиях российского фондового рынка имеет определение меры ликвидности ценных бумаг. Меру ликвидности ценных бумаг можно определить эмпирически для каждого конкретного инвестора, а также можно определить нормативную (априорную) меру ликвидности акций любого эмитента, задав для этого определенные нормативные параметры. Таким образом, мерой ликвидности той или иной акции будет значение уравнения, членами которого выступают функции, учитывающие в качестве аргументов возможность возврата вложенных средств и рск полной потери инвестиций; минимальный объем средств, который можно возвратить одномоментно; минимальный срок, по истечении которого можно возвратить вложенные средства в полном объеме, а также срок, в течение которого можно возвратить инвестиции по частям; издержки, которые можно понести при ликвидации данных акций, либо прибыль, которую можно получить; отношение руководства эмитента к вопросу поддержания ликвидности собственных акций.

Фондовый рынок, рассматриваемый как сложная динамическая система, является весьма неустойчивым, обладает тенденцией колебания от одной крайности к другой, которая со временем может самоусиливаться. Состояние подобных систем характеризуется не только динамическим неравновесием, но иногда может достигать крайнего неравновесного состояния. Количественные изменения быстро достигают качественного эффекта и рынок переходит в новое качественное состояние, сопровождаемое кактастрофой, которая выражается в биржевом кризисе. Неустойчивое внутреннее состояние системы нуждается в регулировании извне. Применительно к рынку ценных бумаг это выражается в государственном регулировании.

Исходя из двойственной природы акции можно выделить две крупные группы инвесторов, действующих на российском фондовом рынке, участвующих в его формировании в ходе приватизации. Одна группа рассматривает ценные бумаги как титулы собственности, другая - как инвестиционный товар. Первую группу интересует способность акции обеспечивать контроль над предприятием. Инвесторы из этой группы готовы платить за контроль любые доступные средства.

Инвесторов второй группы привлекает возможность акций приносить доход. Эта группа является наиболее много численной. Ее составляют, кроме граждан, различные инвестиционные институты, важнейшими из которых являются коммерческие банки и инвестиционные фонды. Банки участвуют в инвестиционном процессе как собственными средствами, так и в качестве посредников. В качестве посредников банки могут выступать как в качестве финансового брокера, так и в качестве организатора и гаранта эмиссии акций. В условиях отсутствия законодательства, регулирующего работу инвестиционных банков, деятельность коммерческих банков на фондовом рынке не носит системного характера.

Инвестиционные фонды, возникшие на отечественном рынке как инструменты чековой приватизации, заняли прочные позиции на рынке ценных бумаг. К ним присоединяются и взаимные фонды. Взаимные фонды чаще создаются под патронажем крупных банков. Это позволяет фондам минимизировать издержки и повысить надежность своих операций, используя банковские технологии и персонал. На основе разработанной управляющим инвестиционной политики, а также принятого стиля управления формируется инвестиционный портфель фонда с целью увеличения доходности и надежности вложений акционеров, роста активов фонда. Инвестиционная политика содержит четко сформулированные цели, придающие процессу принятия решений системный характер; условия, при соблюдении которых возможно достижение поставленных целей, а также способы достижения определенных целей. Инвестиционная политика содержит критерии, с помощью которых можно измерить относительные экономические характеристики альтернативных вариантов инвестиций, и принципы принятия решений, на основе которых можно выбрать оптимальный вариант инвестиций. Инвестиционная политика призвана учитывать все потребности фонда, его ограничения и облегчать работу специалистов, готовящих и принимающих инвестиционные решения.

# Использованная литература.

1. Агарков М.М. Учение о ценных бумагах.- М.: Фин. изд-во НКФ СССР, 1927.- 167 с.

2. Акции и акционерные отношения в новом хозяйственном механизме // *Экономические науки*. - 1990. - № 5. - С. 14 - 22.

3. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. - Финансы и статистика, 1992. - 352 с.

4. Алехин Б.И. Движение ценных бумаг // *Экономические науки*. - 1991. - № 8. - С. 48 - 61.

5. Алехин Б.И. К становлению рынка ценных бумаг // *Экономические науки*. - 1991. - № 6. - С. 55 - 66.

6. Бакушев В.В. Формирование механизма рынка ценных бумаг: (Политико-управленческий аспект приватизации). - М.: Луч, 1993. - 49 с.

7. Бах И.С. Биржа на Западе и в СССР. - Харьков, 1925. - 123 с.

8. Беглов И.И. США: собственность и власть. - М.: Наука, 1971.- 544 с.

9. Безобразов В.П. Биржевые операции. - М., 1856. - 80, [1] с.

10. Белинский В.Е. Акции и биржевая игра.- СПб., 1900.- 23 с.

11. Белов В.А. Ценные бумаги: Вопросы правовой регламентации. - М.: 1993. - 174 с.

12. Биржа. Спекуляция. Обогащение: Экономический этюд / Издание Банкирской Конторы "Захарий Жданов".- СПб.: Типография Ю.А.Мансфельд, 1907. - 67 с.

13. Биржевой портфель. (Книга бизнесмена. Книга биржевика. Книга акционера. Книга брокера) / Отв. ред. Рубин Ю. Б., Солдаткин В. И. - М.: "СОМИНТЭК", 1992. - 704 с.

14. Бобков И.А. Регулирование воспроизводства инвестиций и основного капитала в рыночной экономике. - М.: НИИуправления, 1991. - 256 с.

15. Бовыкин В.И. Зарождение финансового капитала в России. - М.: Изд-во Московского университета, 1967. - 295 с.

16. Богатым может стать каждый: Система участия работников в прибылях и капитале предприятия. - М., 1993. - 96 с.

17. Бранд Б.Ф. Как создаются бумажные ценности? (*Из журнала "Русское богатство"*. - № 9, отд. 2. - С. 1 - 28.)

18. Брауде И. Акционерные общества и товарищества в торговле и промышленности. - Пг., 1923. - 218 с.

19. Бриль А.Р. Экономическая оценка инвестиций в предпринимательской деятельности. Вып. 1. - СПб.: ЛДНТП, 1992. - 24 с.

20. Буклемишев О.В., Поманский А.Б. Премия за риск и временная структура процентных ставок // *Экономика и математические методы.* - 1992. - Т. 28, вып. 2. - С. 252 - 260.

21. Буренин А.Н. Контракты с опционами на акции. - М.: Руссико, 1992. - 53, [1] с.

22. Бухтиярова Т.И. Модель оценки финансового состояния предприятия // *Финансы.* - 1992.- № 7. - C. 7 - 11.

23. Быстрай Г.П., Пивоваров Д.В. Неравновесные системы: целостность, эффективность, надежность. - Свердловск: Изд-во Уральского университета, 1989. - 192 с.

24. Вайс Г., Фридман Д., Хаммондс К. Взаимные фонды и пенсионные сбережения // *Бизнес Уик.*- 1993.- № 6.- C. 23-27.

25. Васильев А.А. Перспективы развития акционерных отношений // *Социологические исследования.* - 1990. - № 5. - С. 16 - 21.

26. Васильев А.А. Биржевая спекуляция. Теория и практика. С приложением правил для покупки и продажи иностранной валюты, фондов и акций на С.-Петербургской бирже, высочайше утвержденных 27 июля 1900. Положение Комитета министров об образовании на С.-Петербургской бирже фондового отдела, правил фондового отдела, места официальной котировки и полного перечня государственного долга России. - СПб.: Тип. Ю. Н. Эрлих (вклд. А. Э. Коллинс), 1912. - IV, 168 с.

27. Вейсвейлер Р. Арбитраж. Возможности и техника операций на финансовых и товарных рынках: Пер. с англ. - М.: Фирма "Церих-Пэл", 1993. - 202, [2] с.

28. Веселовский С.Я., Головин В.Г., Немушкин А.А. Акции, ваучеры, дивиденды. - М.: Антал, 1993. - 90 с.

29. Владигеров Т. Фиктивный капитал. (Изменения его в условиях современного капитализма). Пер. с болг. А.С.Никольского и С.М.Степанова. Вступит. статья [c. 5 - 22] Ш.Б.Лифа. Ред. К.Д.Дмитров. - М.: Изд-во иностранной лит-ры, 1963. - 352 с.

30. Воронцовский А.В. Основы теории выбора портфеля ценных бумаг // *Вестник СПбГУ*. Сер. 5. - 1994. - Вып. 1 (№ 5). - С. 83 - 94.

31. Вреден Э.Р. Строй экономических предприятий. Исследование морфологии хозяйственных оборотов по поводу проекта нового положения об акционерных обществах. - СПб., 1873. - [2], X, 291 c.

32. Галбмиллион А.М. Биржа. Биржевая игра или спекуляция. Руководство в биржевых операциях. - Киев, 1912. - 22 с.

33. Гаскюэль Ж., Седийо Р. Как читать финансовую и экономическую прессу. Сокр. пер. с франц. А. Л. Злотникова. Под ред. и с предисл. Е. А. Менжинского. - М.: Внешторгиздат, 1962. - 187 с.

34. Гейлер И.К. Сборник сведений о процентных бумагах (фондах, акциях и облигациях) России. Руководство для помещения капиталов. И. К. Гейлер действительный член Императорского Русского географического общества по отделению статистики. - СПб.: Тип. В. Безобразова и Ко, 1871. - LIV, [2], 496, [2] с.

35. Георгиев И., Семилютина Н. Ценные бумаги и их особенности // *Внешняя торговля.* - 1993. - № 9. - С. 24 - 27.

36. Герасимов В.В. Современные методы обогащения финансовых магнатов. - Л.: Знание, 1979. - 20 с.

37. Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Исследование новейшей фазы в развитии капитализма. - М.: Соцэкгиз, 1959. - 491 с.

38. Глушецкий А. Акционерное общество закрытого типа или товарищество с ограниченной ответственностью: что выбрать ? // *Российский экономический журнал*. - 1993. - № 6. - С. 27 - 39.

39. Глушецкий А. Акция - она и на счетах акция // *Экономическая газета. "Экономика и жизнь"*. - 1993. - № 29. - Приложение "Ваш партнер." - С. 7.

40. Голосов В. Международный рынок ценных бумаг // *Российский экономический журнал.* - 1992. - № 6. - С. 96 - 104.

41. Горлов И.Я. О доходе с капитала. И. Горлова. - Казань, Университетская тип., 1840. - 34, 27 с.

42. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть I. Федеральный закон от 1 декабря 1994 г. № ФЗ-49 // *Российская газета*. - 1994. - 8 декабря.

43. Данилов Ю., Ситнин А., Шараева Л. Российские инвестиционные компании // *Российский экономический журнал*. - 1992. - № 9. - С. 55 - 66.

44. Дегио В. Русские ценные бумаги. Сборник сведений о всех главнейших фондах, закладных листах, акциях и облигациях, котирующихся на русских биржах. - СПб.: Издание Товарищества М.О.Вольф, 1885.- [2], VI, VI, 477 с.

45. Долан Э.Дж., Линдсей Д. Рынок: микроэкономическая модель / Пер. с англ. В.Лукашевича и др.; Под общ. ред. Б.Лисовика и В.Лукашевича. - СПб., 1992. - 496 с.

46. Егоров В.Н. Регулирование рынка финансовых активов: (Монетаризм): Учебное пособие / Ивановский университет. - Иваново, 1992. - 34 с.

47. Жданов А., Каплунов А. Социалистическая собственность и акционерные отношения // *Экономические науки.* - 1989. - № 8. - С. 54 - 62.

48. Жуков Е.Ф. Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации // *Финансы.* - 1993. - № 11. - С. 13 - 22.

49. Зверев А.Ф. Фондовые биржи - рынок ценных бумаг. Теоретические и практические основы инвестиционного бизнеса. - М.: Об-во "Знание" Российской Федерации, 1992. - 88 с.

50. Зенкова И.А. Инвестиционный механизм комплексного развития АПК. - М.: Наука, 1990.- 124, [2] с.

51. Зинковский С.А., Первозванская Т.Н., Первозванский А.А. Задача об оптимальном портфеле ценных бумаг при наличии малорисковых инвестиций // *Вестник СПбГУ.* Сер. 5. - 1993. - Вып. 4 (№ 26). - С. 37-44.

52. Зубченко А.А., Мухетдинова Н.Н. Как инвестировать за рубежом ?: Пособие для российских предпринимателей. - М., 1992. - 196 с.

53. Игнатушенко В.И., Ривес Н.Я. Стратегия предприятия по первичному размещению ценных бумаг // *Финансы.* - 1992.- № 6. - C. 20 - 22.

54. Ильин В.А., Позняк Э.Г. Основы математического анализа (Серия "Курс высшей математики и математической физики"). - М.: Наука, 1967. - 572 с.

55. Инвестиционная политика и развитие машиностроительного комплекса капиталистических стран: Сб. обзоров. - М.: ИНИОН, 1991. - 142, [1] с.

56. Инвестиционно-финансовый портфель. (Книга инвестиционного менеджера. Книга финансового менеджера. Книга финансового посредника). / Отв. ред. Рубин Ю.Б., Солдаткин В.И. - М.: СОМИНТЭК, 1993. - 752 с.

57. Как читать балансовый отчет / Международная организация труда: Пер. с англ. - М.: Финансы и статистика, 1992. - 208 с.

58. Каминка А.И. Акционерные компании. Юридическое исследование. Т. 1. - СПб., 1902. - XII, 490 с.

59. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. // Антология экономической классики. Т. 2. - М., 1992. - С. 135 - 432.

60. Ключников В. "Ваучеризация" и ее грядущие последствия // *Российский экономический журнал.* - 1992. - № 11. - С. 20 - 24.

61. Ключников И.К., Молчанова О.А. Биржи и рынок в России: Учебное пособие. - СПб.: Изд-во Санкт-Петербургского университета экономики и финансов, 1993. - 31 с.

62. Колесов Н., Воробьев П. Акции и акционерные общества в новой модели хозяйствования // *Экономические науки.* - 1990. - № 2. - С 24 - 29.

63. Комаров И.К. Инвестиции и рынок. - М.: Знание, 1991. - 64 с.

64. Константинова А.Ю. Американские инвестиционные банки и ценнобразование на рынке первых эмиссий // *США: ЭПИ*. - 1994. - № 4. - С. 32 - 41.

65. Концепция создания фондовой биржи в Ленинграде / В.С.Торкановский, Ю.В.Пашкус, М.Х.Лапидус и др. - Л.: Изд-во ЛФЭИ, 1990. - 96 с.

66. Корнилова Т.В., Булыгина В.Г., Корнилов А.П. Личностные предпосылки успешности деятельности брокера // *Психологический журнал.* - 1993. - Т. 14, № 1. - С. 90 - 99.

67. Кочеврин Ю. Акционерная собственность и контроль в крупной корпорации // *Мировая экономика и международные отношения.* - 1978. - № 5. - С. 42 - 52.

68. Красникова Е. Капитал и акции // *Вопросы экономики.* - 1989. - № 1. - С. 91 - 94.

69. Кредер А.А. "Новый курс" и Уолт-Стрит: Становление системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в США (1933 - 1940 гг.) // *Новая и новейшая история.* - Саратов, 1993. - Вып. 14. - С. 109 - 124.

70. Кудряшов В. Доходы трудящихся в акционерном накоплении: сравнительный анализ // *Вопросы экономики*. - 1989. - № 1. - С. 84 - 91.

71. Кузнецов В.В. Концепция эффективности финансовых рынков: теория и практика // *Экономика и математические методы*. - 1989. - Т. XXV, вып. 6. - С. 1032 - 1041.

72. Кузнецов В.В. Рынки ценных бумаг в капиталистических странах. Обзорная информация // *Материально-техническое снабжение.* Серия 2. Экономика и организация материально-технического снабжения. - М.: ЦНИИТЭИМС, 1990. - Вып. 10. - 34 с.

73. Кузнецов М.В., Демушкина Е.С. Соглашение об обратной покупке ценных бумаг (РЕПО): Опыт США // *Деньги и кредит.* - 1993. - № 6. - С. 53 - 56.

74. Кулигин П.И. Акционерные общества: основы учреждения и функционирования // *Финансы.* - 1992.- № 9. - C. 30 - 39.

75. Лавров А.М., Манакова Т.А., Сурнин В.С. Проблемы развития рынка ценных бумаг и фондовых биржевых структур: Вопросы теории и практики. - Кемерово, 1993. - 119 с.

76. Ландкоф С.Н. Товарищества и акционерные общества. Теория и практика. - Харьков, 1926. - 367, [4] с.

77. Лейдермэн Дж. Вы не знаете, как распорядиться 117 млрд. долларов? // *Бизнес Уик*.- 1993.- № 6.- C. 21-22.

78. Лейдермэн Дж., Смит Дж. Могущество взаимных фондов // *Бизнес Уик.*- 1993.- № 6.- C. 14-20.

79. Леонов С.Л. Фиктивный капитал как категория политической экономии капитализма. Автореферат дисс... канд. экон. наук.- М.: Изд-во Московского ун-та, 1981.- 19 с.

80. Леонов С.Л. Фиктивный капитал: содержание и виды // *Экономические науки.* - 1980. - № 9. С. 28 - 33.

81. Леонов С.Л. Потенциал акционерных форм в модернизации российской экономики // *Российский экономический журнал.* - 1992. - № 3. - С. 44 - 50.

82. Леонов С.Л. Проблемы, перспективы и социальная направленность акционирования // *Экономические науки*. - 1991. - № 10. - С. 12 - 22.

83. Лисовский В.И. Фондовые биржи капиталистических стран. - М.: Финансы, 1978. - 70 с.

84. Лукасевич И.Я. Анализ эффективности долгосрочных финансовых операций с использованием ЭВМ // *Финансы*. - 1992.- № 7. - C. 57 - 69.

85. Лукасевич И.Я. Анализ эффективности капиталовложений в условиях ограниченного бюджета // *Финансы.* - 1993.- № 10. - C. 65 - 68.

86. Лукасевич И.Я. Моделирование процессов анализа финансового положения предприятия в условиях рынка // *Финансы*. - 1993. - № 3. - C. 49 - 52.

87. Лукашин Ю. Математика на фондовой бирже // *Журнал для акционеров.* - 1993. - № 8. - С. 45 - 47.

88. Лялин В.А. Финансовая оценка инвестиционных проектов // *Вестник СПбГУ.* Серия 5. Экономика. - 1993. - Вып. 2, (№ 12). - С. 83 - 88.

89. Маркс К. Капитал. Тт. 1 - 3 // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. 2-е изд. - Тт.23 - 25.

90. Маркс К. Экономические рукописи 1857-1859 годов. // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. 2-е изд. Т. 46, ч. I.- 457с.

91. Маршалл\_А. Принципы экономической науки. - М.: Изд. группа "Прогресс", "Универс", 1993. - Т. I. - 415 с.; Т. II. - 310; Т. III. - 351 с.

92. Машина М. Зарубежный рынок ценных бумаг: структурные изменения // *Вопросы экономики.* - 1993. - № 6. - С. 127 - 140.

93. Машина М. Фондовая биржа, или как взойти на вершину пирамиды. - М.: Международные отношения. - 1993. - 168 с.

94. Менгер К. Основания политической экономии // Австрийская школа в политической экономии: К.Менгер, Е.Бем-Баверк, Ф.Визер: Пер. с нем.- М.: Экономика, 1992.- С. 183 - 357.

95. Меньшиков С.М. Миллионеры и менеджеры. Современная структура финансовой олигархии США. - М.: Мысль, 1965. - 455 с.

96. Методы оценки эффективности капиталовложений в капиталистических странах. - М.: Госплан СССР, 1969. - 141 с.

97. Миловидов В.Д. Управление инвестиционными фондами. - М.: Изд. центр "Анкил", 1993. - 184 с.

98. Минц М., Коэтц Дж.С. Америка, Инкорпорейтед. Кто владеет и управляет Соединенными Штатами. Сокр. пер. с англ. Общ. ред. и послесл. С. Н. Вишневского. - М.: Прогресс, 1973. - 266 с.

99. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг: структура и участники // *Деньги и кредит*. - 1993. - № 2. - С. 41 - 56.

100. Михайлова Е.В. Финансовый рынок в Российской Федерации (опыт и проблемы становления). - СПб.: Изд-во Санкт-Петербургского университета экономики и финансов, 1992. - 176 с.

101. Михайлова Е.В. Финансовые рынки и их формирование в СССР. - СПб.: Изд-во Санкт-Петербургского университета экономики и финансов, 1991. - 132 с.

102. Мотовилов О.В. Формирование рынка ценных бумаг в СССР: Проблемы и перспективы // *Вестник ЛГУ*. Сер. 5. - 1990. - Вып. 3 (№19). - С. 93 - 98.

103. Мотылев В.Е. Финансовый капитал и его организационные формы. - М.: Соцэкгиз, 1959. - 452 с.

104. Мусатов В.Т. Международная миграция фиктивного капитала. - М.: Международные отношения, 1983. - 207 с.

105. Мусатов В.Т. Несостоятельный анализ рынка ценных бумаг // *Экономические науки*. - 1976. - № 4. - С. 95 - 103.

106. Мусатов В.Т. Становление финансовых рынков // *Деньги и кредит*. - 1990. - № 8. - С. 20 - 27.

107. Мусатов В.Т. США: биржа и экономика. - М.: Наука, 1985. - 224 с.

108. Мусатов В.Т. Фондовый рынок: Инструменты и механизмы. - М.: Международные отношения, 1991. - 188, [1] с.

109. Мусатов В.Т., Шевцов А.В. Акционирование в контексте мирового опыта // *Экономические науки.* - 1991. - № 5. - С. 39-47.

110. Мясоедов С.П., Фединский Ю.И. Биржа и финансовые потрясения капитализма конца 80-х годов: (Диалог ученого и журналиста). - М.: Знание, 1988. - 63, [1] с. - (Новое в жизни, науке, технике).

111. Нейман Дж. фон, Монгерштерн О. Теория игр и экономическое поведение / Пер. с англ. - М.: Экономика, 1970. - 572 с.

112. Немчинский А.Б., Заикин П.В. Экономическое обоснование инвестиций в условиях формирования рыночных отношений: Методы и модели. - М.: ЦНИИЭУС, 1991. - 420 с.

113. Никулин Л.Ф. Самоорганизация мягких систем. - М.: Экономика, 1992. - 132 с.

114. Новодворский В.Д., Хорин А.Н. Рентабельность: показатели и анализ // *Бухгалтерский учет.* - 1992. - № 1. - С. 12 - 17.

115. Об инвестиционной деятельности в РСФСР. *Закон РСФСР от 26 июня 1991 года* // Сборник законодательных актов Российской Федерации по ценным бумагам. Комплект документов. - СПб, 1993. - С. 33 - 37.

116. Овчинников О. Акции АО "МММ": новшество на финансовом рынке? // *Экономика и жизнь. Санкт-Петербургский региональный выпуск.* - 1994. - № 11. - С. 10.

117. Овчинников О. Работает ли схема "пирамиды"? // *Экономическая газета "Экономика и жизнь".* - 1994. - № 33. - С. 10.

118. О Государственной программе приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации. *Указ Президента РФ от 24 декабря 1993 года* № *2284.* // *Собрание актов Президента и Правительства Российской Федерации.* - 1994. - № 1. - Ст. 2.

119. Олейник Л. Депозитарий инвестиционного фонда // *Журнал для акционеров.* - 1993. - № 3. - С. 34 - 36.

120. О мерах по обеспечению прав акционеров. *Указ Президента РФ от 27 октября 1993 года* № *1769.* // *Собрание актов Президента и Правительства Российской Федерации.* - 1993. - № 44. - Ст. 4192.

121. О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий. *Указ Президента РФ от 7 октября 1992 года* № *1186.* // Сборник законодательных актов Российской Федерации по ценным бумагам. Комплект документов. - СПб, 1993. - С. 96 - 127.

122. О некоторых мерах по реализации законодательства о несостоятельности (банкротстве) преприятий. *Постановление Правительства РФ от 20.05.94* № *498* // Собрание законодательства Российской Федерации. - 1994. - № 5. - Ст. 490.

123. О порядке оценки чистых активов, особенностях состава затрат, формирования финансовых результатов и бухгалтерском учете в инвестиционных фондах. *Письмо Государственного комитета Российской Федерации по управлению государственным имуществом от 25 мая 1993 г.* № *ДВ-2/3498 и Министерства финансов Российской Федерации от 21 мая 1993 г.* № *62.*

124. Основы гражданского законодательства Союза ССР и республик // *Ведомости Верховного Совета и Съезда народных депутатов СССР.* - 1991. - № 26. - Ст. 733.

125. О ценных бумагах, имеющих рыночную котировку, для целей создания резерва под обесценение вложений банков в ценные бумаги. *Инструктивное письмо ЦБ РФ от 1.01.94* // *Кодексinfo*. - 1994. - № 6-н (37). С.16.

126. Павлов С.В. Фондовая биржа и ее роль в экономике современного капитализма. - М.: Финансы и статистика, 1989. - 126, [2] с.

127. Павлова Л.Н. Финансовый менеджмент в предприятиях и коммерческих организациях. Управление денежным оборотом. М.: Финансы и статистика, 1993. - 160 с.

128. Палицын Ю. Равновесная система показателей оценки фондового рынка // *Экономическая газета. "Экономика и жизнь".* - 1993. - № 38. - С. 9.

129. Панина Е. Государственные облигации и банковские векселя (сравнительные доходности и организации обращения) // *Финансовая газета. -* 1993. - № 35. - С. 6.

130. Пашкус Ю.В. Деньги: прошлое и современность. - Л.: Издательство Ленинградского университета, 1990. - 184 с.

131. Первозванский А.А., Первозванская Т.Н. Финансовый рынок: расчет и риск. - М.: Инфра-М, 1994. - 192 с.

132. Перламутров В.Л., Липец Ю.Г. Азбука биржевой деятельности // *Финансы.* - 1992. - № 2. - C. 15 - 25.

133. Перло В. Империя финансовых магнатов. / Пер. с англ. - М.: Изд-во иностранной лит-ры, 1958. - 544 с.

134. Петражицкий Л.И. Акции, биржевая игра и теория экономических кризисов. Том первый. Об акционерном деле и типических ошибках при оценке шансов неизвестной прибыли. - СПб.: Тип. М. Меркушева, 1911. - Х, [2], 307 с.

135. Петражицкий Л.И. Акционерная компания. Акционерные злоупотребления и роль акционерных компаний в народном хозяйстве. По поводу предстоящей реформы акционерного права. Экономическое исследование Л. Петражицкого. - СПб.: Тип. М-ва финансов (В. Кришбаума), 1898. - [6], 220 с.

136. Пиндайк Р., Рубинфельд Д. Микроэкономика: Сокр. пер. с англ. / Науч. ред.: В.Т.Борисович, В.М.Полтерович, В.И.Данилов и др. - М.: "Экономика", "Дело", 1992. - 510 с.

137. Поленина С. Рынок ценных бумаг // *Хозяйство и право.* - 1993. - № 4. - С. 56 - 69.

138. Положение об акционерных обществах. *Утверждено Постановлением СМ РСФСР от 25 декабря 1990 г.* № *601* // *Сборник постановлений Правительства РСФСР.* - 1991. № 6. - Ст. 92.

139. Положение об инвестиционных фондах. *Приложение* № *1 к Указу Президента РФ от 7 октября 1992 г.* № *1186* // Сборник законодательных актов Российской Федерации по ценным бумагам. Комплект документов. - СПб., 1993. - С. 98 - 104.

140. Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР. *Утверждено Постановлением Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 г.* № *78.* // Сборник законодательных актов Российской Федерации по ценным бумагам. Комплект документов. - СПб., 1993. - С. 51 -58.

141. Положение о порядке выплаты дивидендов по акциям и процентов по облигациям. *Утверждено МФ РФ от 10 января 1992 года* // Сборник законодательных актов Российской Федерации по ценным бумагам. Комплект документов. - СПб., 1993. - С. 61 - 62.

142. Пономаренко Г.В. Инвестиционные компании в системе финансового капитала США. Автореферат дисс... канд. экон. наук. - М.: Изд-во МГУ, 1968.- 23 с.

143. Поппер К.Р. Открытое общество и его враги. Т.1: Чары Платона; Т.2: Время лжепророков: Гегель, Маркс и другие оракулы. Пер. с англ. под ред. В.Н.Садовского. - М.: Феникс, Международный фонд "Культурная инициатива", 1992. - Т.1 - 448 с.; Т.2 - 528 с.

144. Портфель приватизации и инвестирования. (Книга собственника. Книга акционера. Книга инвестиционного менеджера) / Отв. ред. Рубин Ю. Б., Солдаткин В. И. - М.: "СОМИНТЭК", 1992. - 752 с.

145. Потапов А.В. В двух измерениях // *Журнал для акционеров.* - 1992. - № 3. - С. 41 - 43.

146. Пригожин И., Стенгерс И. Порядок из хаоса: Новый диалог человека с природой: Пер. с англ. / Общ. ред. Ю.В.Аршинова, Ю.Л.Климонтовича и Ю.В.Сачкова. - М.: Прогресс, 1986. - 432 с.

147. Применение математики в экономических исследованиях / Под ред. В.С.Немчинова. - М.: Изд-во социально-экономической литературы, 1959. - 486 с.

148. Принципы инвестирования. - М.: СП "Crocus intern.", 1992. - 316, [6] с.

149. Реддин У.Дж. Краткое практическое руководство для инвесторов. Главы из книги "The money book. A complete guide to successful spending, saving and investing. New York, 1972". - СПб.: ИМА-пресс, 1992. - 93 с.

150. Розинский\_И. Приватизация, фондовый рынок и перспектива "директорской модели" // *Российский экономический журнал.* - 1993. - № 4. - С. 34 - 41.

151. Русские биржевые ценности / Под ред. М.И.Боголепова. Петроград, 1915. - 373 с.

152. Рынок ценных бумаг. - М.: Финансы и статистика, 1993. - 144 с.

153. Сенчагов В. Предотвратить глобальный кризис // *Журнал для акционеров.* - 1993. - № 4. - С. 3 - 6.

154. Серебрякова Л.А. Акционерные предприятия и акционерная собственность // *Финансы СССР.* - 1990. - № 8. - С. 29 - 36.

155. Серебрякова Л.А. Ценная ли бумага - ваучер? // *Финансы.* - 1993. - № 5. - C. 17 - 23.

156. Сизов Р. Государственное регулирование на рынке ценных бумаг (Опыт Великобритании) // *Рынок ценных бумаг.* - 1993. - № 16. - С. 49 -54.

157. Слиозберг И. Русские биржевые дивидендные бумаги. Необходимые сведения об акциях и паях, котируемых на С.-Петербургской, Московской, Варшавской, Киевской, Рижской и др. фондовых биржах.- СПб.: Типо-литогр. инженера И.Г.Гершуна, 1896.- 291 с.

158. Смоляк С.А. Учет риска при установлении нормы дисконта // *Экономика и математические методы.* - 1992. - Т. 28, вып. 5 - 6. - С. 794 - 801.

159. Смоляк С.А., Погорельская А.Л. Проблема оценки имущества приватизируемых предприятий // *Экономика и математические методы.* - 1992. - Т. 28, вып. 3. - С. 442 - 455.

160. Современный рынок капиталов / Под ред. Г.П.Солюса. - М.: Финансы, 1977. - 224 с.

161. Сорос Д. Рынок: рациональные оценки и заблуждения // *Знание - сила.* - 1990. - № 8. - С. 10-16.

162. Сорос Д. Советская система: к открытому обществу / Пер. с англ. - М.: Политиздат, 1991. - 222 с.

163. Судейкин В. Биржа и биржевые операции.- СПб.: Типография Сев. Телеграфного Агентства, 1892.- II, 112 с.

164. Тарасов И.Т. Акционерные компании. И. Т. Тарасова. - [СПб], тип. В. Безобразова и Ко, 1878. - 81 с.

165. Тарасов И.Т. Учение об акционерных компаниях. Рассуждения И. Тарасова, представленные для публичной защиты на степень доктора. - Киев, Университетская тип., 1878. - [2], 706, 50, VI c.

166. Тарасов И.Т. Учение об акционерных компаниях. И. Тарасова. Изд. 2-е, изм. и доп. [В 2-х вып. Вып. 1]. - Ярославль, тип. Г.Фальк, 1879. - [4], IV, 284 с.

167. Теплицкий В., Костюковский Ю. Как оценить инвестиционную привлекательность предприятия // *Деловая жизнь.* - 1993. - № 9. - С. 11 - 18.

168. Тернер Ф.Г. Акционерные общества. - СПб., 1875. - 26 с.

169. Токмаков В.Н. и др. Рынок ценных бумаг. М.: Экология, 1993. - 334, [1] с.

170. Удачин И., Туржевский С., Борейко Т. Не стоит покупать акции дороже, чем они стоят: Определить их предельную цену инвесторам поможет методике, разработанная екатеринбургским центром ExMedia. // *Московские новости*. - 1993. - № 23. - С. Б6.

171. Уткин В.И. О процентах. Рассуждение, сочиненное для получения степени магистра кандидата нравственно-политических наук Василием Уткиным. - М.: тип. Решетникова, 1827. - [4], 95 с.

172. Федоров Б.Г. Ценные бумаги (практические аспекты) // *Деньги и кредит.* - 1989. - № 6. - С. 33 - 41.

173. Федоров В.П. Ринг "быков" и "медведей". - М.: Политиздат, 1982. - 112 с. - (Экономика капитализма сегодня).

174. Федотова М.А. Инвестиционные решения в условиях рынка // *Финансы.* - 1992. - № 11. - C. 30 - 36.

175. Фельдман А. Российский рынок ценных бумаг // *Экономист.* - 1993. - № 7. - С. 89 - 96.

176. Финансовые фьючерсы. - М.: Ассоциация "Гуманитарные знания", 1993. - 119 с.

177. Финн-Енотаевский А. Финансовый капитал и производительный. - М.: Финиздат, 1926. - 160 с.

178. Фондовый портфель. (Книга эмитента, инвестора, акционера. Книга биржевика. Книга финансового брокера) / Отв. ред. Рубин Ю.В., Солдаткин В.И. - М.: СОМИНТЭК, 1992. - 752 с.

179. Харазишвили Д.Г. Становление рынка ценных бумаг: сравнительный опыт России. Автореферат дисс... канд. эконом. наук. - СПб.: Изд-во Санкт-Петрбургского государственного университета, 1994. - 17 с.

180. Холт Н.Р. Основы финансового менеджмента. - М.: , 1993. - 65 с.

181. Чернецов С.А. Финансово-кредитный механизм и рынок инвестиций // *Финансы СССР.* - 1990. - № 8. С. 19 - 26.

182. Чесноков А.С. Рынок ценных бумаг, фондовые биржи, брокерская и дилерская деятельность. - М.: АО "Менатеп-информ", 1992. - 98, [1] с.

183. Четыркин Е.М., Васильева Н.Е. Финансово-экономические расчеты: Справочное пособие. - М.: Финансы и статистика, 1990. - 302 с.

184. Чечета А.П. Анализ финансового состояния предприятий // *Бухгалтерский учет.* - 1992. - № 5. - С. 9 - 13; № 7. - С. 11 - 16.

185. Чуган С.А. Инвестиционные компании // *Журнал для акционеров.* - 1992. - № 6. - С. 37 - 39.

186. Чуган С.А. Рынок ценных бумаг и движение действительного капитала // *Российский экономический журнал.* - 1992. - № 5. - С. 135 - 139.

187. Чуйко И., Швецов А., Пяткина О. Ликвидность биржевого рынка акций и методы ее оценки // *Рынок ценных бумаг.* - 1993. - № 2. - С. 31 - 34.

188. Шахназаров А., Королева Н. Инвестиции: ситуация и перспективы // *Экономист*. - 1994. - № 1. - С. 18 - 26.

189. Шевцов А. Индивидуальный российский инвестор на рынке ценных бумаг // *Экономические науки.* - 1991. - № 12. - С. 13 - 17.

190. Шепелев Л.Е. Акционерные компании в России. - Л.: Наука, Ленинградское отделение, 1973. - 374 с.

191. Шеремет А.Д. Методика финансового анализа предприятия. - М.: ЮНИГЛОБ: ИПО "Московская правда", 1992. - 73, [1] с.

192. Щепкин М.П. Наши акционерные порядки. - М.: Тип. М.П.Щепкина, 1884. - VI, 116 с.

193. Энгел Л., Бойд Б. Как покупать акции. - 5-еизд., перераб. Пер. с англ. - М.: Дело, 1993. - 272 с.

194. Яськова Н.Ю., Жукова Е.П. Ценные бумаги в экономике зарубежных стран // *Экономика строительства.* - 1990. - № 3. - С. 104 - 119; № 4. - С. 104 - 114.

195. Altrogge G. Investition. - Munchen, Wien: Oldenbourg, 1988. - XIV, 409 S.

196. Badger R.E. Investment: principles and practices. - Englewood Cliffs, N. Y., 1961. - XXVI, 694 p.

197. Bellemore D.H. & Ritchie J.C. Investment. Principles, practices, analysis. - Cincinatti, 1969. - VIII, 888 p.

198. Block S.B., Hirt G.A. Foundations of financial management. - 6th ed. - Homewood: Boston: Irwin, cop. 1992. - VII, 700 p.

199. Branch B. Investment: Principles and practices. - 2d ed. - Chicago (Ill.), etc., cop. 1989. - 822 p.

200. Clendemin J.C. Introduction to investment. - 4th ed. - N.Y., McGrow-Hill, 1964. - VIII, 593 p.

201. Eliasson G. Investment fund in operation. - Stockholm, 1965. - 161 p.

202. Elton E.J., Gruber M.J. Modern portfolio theory and investment analysis. - N. Y.: John Wiley & Sons, Inc., 1981. - 552 p.

203. Francis J.C. Investment: Analysis and management. - N.Y., 1976. - XVII, 710 p.

204. Gitman L.J., Joehuk M.D. Fundamentals of investing. - N.Y., etc.: Harper & Row, 1981. - XVIII, 685 p.

205. Hayes D.A. Investment: Analysis and management. 2d ed. - N.Y., Macmillan; London, Collier-Macmillan, 1967. - X, 501 p.

206. Hirt G.A., Block S.B. Fundamentals of investment management. - 3d ed. - Homewood (Ill.); Boston: Irwin, cop., 1990. - XXII, 776 p.

207. Jonas H.H. Investitionsrechnung. - Berlin: Greyter, 1964. - 158 S.

208. Jordan D.F. & Dougall H.E. Investments. - 7th ed. - N.Y.: Engliwood Cliffs., 1961. - X, 582 p.

209. Levy H. & Sarnat M. Capital investment and financial decisions. - Sec. ed. - London etc.: Prentice-Hall intern. - 1982. - 598 p.

210. Lund Ph.J. Investment. The study of an economic aggregate. - San Francisco (Calif.), 1971. - VIII, 167 p.

211. Markowitz H. Portfolio Selection // *Jornal of Finance.* - 1952. - March (Vol. 7). - Pp. 77 - 91.

212. Meidner R. Employee investment fund: An approach to collective capital formation. - London, etc.: Allen & Unwin, 1978. - 132 p.

213. Nelson R.L. The investment policies of foundations. - N.Y., 1967. - XVII, 203 p.

214. Radcliffe R.C. Investment: Concepts, analysis and strategy. - Glenview (Ill.). - 1982. - VIII, 696 p.

215. Sharpe W.F. A Simplified Model for Portfolio Analysis // *Manadement Science.* - 1963. - Vol. 9. - P. 277 - 293.

216. Smart investing / Special report // *Fortune.* - 1991. - № 4. - Febr. 25. - Pp. 57 - 85.

217. Tinic S.M. Investing in securities. An Efficient Markets Approach. - Massachusetts, etc., 1979. - 612 p.

218. Van Yorne J.C. Fundamentals of financial management. - 7th ed. - Englewood Cliffs., 1989. - VIII, 319 p.

# Приложения

1. "Инвестициями являются денежные средства, целевые банковские вклады, паи, акции, и другие ценные бумаги, технологии, машины, оборудование, лицензии, в том числе и на товарные знаки, кредиты, любое другое имущество или имущественные права, интеллектуальные ценности, вкладываемые в объекты предпринимательской и других видов деятельности в целях получения прибыли (дохода) и достижения положительного социального эффекта." - Об инвестиционной деятельности в РСФСР. *Закон РСФСР от 26 июня 1991 года* // Сборник законодательных актов Российской Федерации по ценным бумагам. - СПб, 1993. - С. 33. [↑](#footnote-ref-1)
2. См.: Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. // Антология экономической классики. Т. 2. - М., 1992. - С. 183. [↑](#footnote-ref-2)
3. Маршалл А. Принципы политической экономии. Т. 1. - М., 1983. - С. 307. [↑](#footnote-ref-3)
4. "Источником накопления является избыток дохода независимо от того, извлекается ли он из капитала или из ренты, заработков лиц свободных профессий и наемных рабочих." - Маршалл А. Принципы политической экономии. Т. 1. - М., 1983. - С. 307 - 308. [↑](#footnote-ref-4)
5. Маршалл А. Принципы политической экономии. Т. 1. - М., 1983. - С. 304. [↑](#footnote-ref-5)
6. См.: Санкт-Петербургские ведомости. - 1993. - 27 июня. [↑](#footnote-ref-6)
7. См.: Экономика и жизнь. - 1993. - № 31. - С. 22. (К сожалению, Госкомстат изменил форму публикации отчетности по итогам развития экономики России. Поэтому рассчитать названный показатель за более поздний период не представляется возможным). [↑](#footnote-ref-7)
8. См.: Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. - М., 1991. - С. 26. [↑](#footnote-ref-8)
9. Шахназаров А., Королева Н. Инвестиции: ситуация и перспективы // *Экономист*. - 1994. - № 1. - С. 20. [↑](#footnote-ref-9)
10. "...экономический интерес *отдельных* хозяйствующих индивидов приводит по мере развития понимания ими этого интереса *без всякого соглашения, без законодательного принуждения, без всяких даже соображений об общественном интересе* к тому, что индивиды отдают свои товары в обмен на другие, обладающие большей способностью к сбыту, несмотря на то, что для непосредственных целей потребления они в них не нуждаются. Так возникает под мощным влиянием *привычки* то наблюдаемое всюду при росте экономической культуры явление, что известное число благ и именно те, которые обладают в смысле времени и места наибольшей способностью к сбыту, принимаются в обмен каждым и поэтому могут быть обменены на всякий другой товар. Такие блага предки наши называли Geld - *деньгами*..." - Менгер К. Основания политической экономии // Австрийская школа в политической экономии: К.Менгер, Е.Бем-Баверк, Ф.Визер: Пер. с нем.- М., 1992.- С. 219-220. [↑](#footnote-ref-10)
11. См.: Михайлова Е.В. Финансовый рынок в Российской Федерации (опыт и проблемы становления). - СПб., 1992. - С. 11. [↑](#footnote-ref-11)
12. См.: Маркс К. Экономические рукописи 1857-1859 годов. // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. 2-е изд. Т. 46, ч. I. - С. 231-232. [↑](#footnote-ref-12)
13. Михайлова Е.В. Финансовый рынок в Российской Федерации (опыт и проблемы становления). - СПб., 1992. - С. 11. [↑](#footnote-ref-13)
14. Белов В.А. Ценные бумаги: вопросы правовой регламентации. - М., 1993. - С. 11. [↑](#footnote-ref-14)
15. Белов В.А. Ценные бумаги: вопросы правовой регламентации. - М., 1993. - С. 11. [↑](#footnote-ref-15)
16. Агарков М.М. Учение о ценных бумагах. - М., 1927. - С. 9. [↑](#footnote-ref-16)
17. Агарков М.М. Учение о ценных бумагах. - М., 1927. - С. 7. [↑](#footnote-ref-17)
18. Агарков М.М. Учение о ценных бумагах. - М., 1927. - С. 7. [↑](#footnote-ref-18)
19. Основы гражданского законодательства Союза ССР и республик // *Ведомости Верховного Совета и Съезда народных депутатов СССР*. - 1991. - № 26. - Ст. 733. [↑](#footnote-ref-19)
20. Сборник законодательных актов Российской Федерации по ценным бумагам. Комплект документов. - СПб., 1993. - С 51. [↑](#footnote-ref-20)
21. Фельдман А. Российский рынок ценных бумаг // *Экономист*. - 1993. - № 7. - С. 89. [↑](#footnote-ref-21)
22. См.: Белов В.А. Ценные бумаги: Вопросы правовой регламентации. - М., 1993. - 174 с. [↑](#footnote-ref-22)
23. Белов В.А. Ценные бумаги: Вопросы правовой регламентации. - М., 1993. - C. 20. [↑](#footnote-ref-23)
24. Белов В.А. Ценные бумаги: Вопросы правовой регламентации. - М., 1993. - C. 20. [↑](#footnote-ref-24)
25. Сборник законодательных актов Российской Федерации по ценным бумагам. Комплект документов. - СПб., 1993. - С 51. [↑](#footnote-ref-25)
26. Francis J. Investment: analysis and management. - N.Y., 1976. - P. 10. [↑](#footnote-ref-26)
27. Сборник законодательных актов Российской Федерации по ценным бумагам. Комплект документов. - СПб., 1993. - С 51. [↑](#footnote-ref-27)
28. Русские биржевые ценности. 1914-15 г. /Под ред. М.И. Боголепова. - Петроград, 1915. - С. 15. [↑](#footnote-ref-28)
29. См.: Маркс К. Капитал. Т. 2 // Маркс К., Энгельс Ф. Соч. 2-е изд. - Т. 24. - С. 31 и далее. [↑](#footnote-ref-29)
30. Судейкин В. Биржа и биржевые операции.- СПб., 1892.- С. 40. [↑](#footnote-ref-30)
31. Судейкин В. Биржа и биржевые операции.- СПб., 1892.- С. 44 - 45. [↑](#footnote-ref-31)
32. См.: Положение об акционерных обществах. *Утверждено Постановлением СМ РСФСР от 25 декабря 1990 г. № 601*; Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР. *Утверждено Постановлением Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 г. № 78*; Положение о порядке выплаты дивидендов по акциям и процентов по облигациям. *Утверждено Министерством Финансов РФ от 10 января 1992 года*; О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий. *Указ Президента РФ от 7 октября 1992 года № 1186.* [↑](#footnote-ref-32)
33. См.: Положение о порядке выплаты дивидендов по акциям и процентов по облигациям. *Утверждено МФ РФ от 10 января 1992 года.* // Сборник законодательных актов Российской Федерации по ценным бумагам. - СПб., 1993. - С. 61. [↑](#footnote-ref-33)
34. Судейкин В. Биржа и биржевые операции.- СПб., 1892.- С. 40. [↑](#footnote-ref-34)
35. Гильфердинг Р. Финансовый капитал. - М., 1959. - С. 193. [↑](#footnote-ref-35)
36. Михайлова Е.В. Финансовый рынок в Российской Федерации (опыт и проблемы становления). - СПб., 1992. - С. 34. [↑](#footnote-ref-36)
37. Francic J. Investment: analysis and management. - N.Y., 1976. - P. 16. [↑](#footnote-ref-37)
38. Михайлова Е.В. Финансовый рынок в Российской Федерации (опыт и проблемы становления). - СПб., 1992. - С. 35. [↑](#footnote-ref-38)
39. Михайлова Е. В. Финансовый рынок в Российской Федерации (опыт и проблемы становления). - СПб., 1992. - С. 35. [↑](#footnote-ref-39)
40. См: например: В.П.Безобразов, В.Е.Белинский, Б.Ф.Бранд, А.А.Васильев, Э.Р.Вреден, И.К.Гейлер, И.Я.Горлов, В.Дегио, А.И.Каминка, Л.И.Петражицкий, И.Слиозберг, В.Т.Судейкин, И.Я.Тарасов, В.И.Уткин и др. [↑](#footnote-ref-40)
41. См:, например: М.М.Агарков, И.С.Бах, И.Брауде, Н.Г.Вавин, П.Н.Гуссаковский, В.А.Краснокутский, С.Н.Ландкоф, В.В.Розенберг, А.Финн-Енотаевский и др. [↑](#footnote-ref-41)
42. См.: Шепелев Л. Е. Акционерные компании в России. - Л., 1973. - 347 с. [↑](#footnote-ref-42)
43. Лавров А.М. Манакова Т.А., Сурнин В.С. Проблемы развития рынка ценных бумаг и фондовых биржевых структур: Вопросы теории и практики. - Кемерово, 1993. - С. 34. [↑](#footnote-ref-43)
44. Агарков М. М. Учение о ценных бумагах. - М., 1927. - С. 7. [↑](#footnote-ref-44)
45. Основы гражданского законодательства Союза ССР и республик. // *Ведомости Съезда народных депутатов СССР и Верховного Совета СССР. - 1991. - № 26. - Ст. 733*. [↑](#footnote-ref-45)
46. См. например: Белов В.А. Ценные бумаги: Вопросы правовой регламентации. - М.: 1993.; Брауде И. Акционерные общества и товарищества в торговле и промышленности. - Пг., 1923.; Жуков Е.Ф. Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации // *Финансы.* - 1993. - № 11.; Кочеврин Ю. Акционерная собственность и контроль в крупной корпорации // *МЭиМО*. - 1978. - № 5.; Кулигин П.И. Акционерные общества: основы учреждения и функционирования // *Финансы*. - 1992.- № 9.; Ландкоф С.Н. Товарищества и акционерные общества. Теория и практика. - Харьков, 1926.; Михайлова Е.В. Финансовый рынок в Российской Федерации (опыт и проблемы становления). - СПб., 1992.; Федоров Б.Г. Ценные бумаги (практические аспекты) // *Деньги и кредит*. - 1989. - № 6.; Яськова Н.Ю., Жукова Е.П. Ценные бумаги в экономике зарубежных стран // *Экономика строительства*. - 1990. - № 3, 4. и др. [↑](#footnote-ref-46)
47. Петражицкий Л.И. Акции, биржевая игра и теория экономических кризисов. Т. 1. - СПб., 1911. - С. 47. [↑](#footnote-ref-47)
48. \*) В отечественной экономической литературе тех лет в качестве особых видов ценных бумаг выделялись так называемые процентные (облигации, векселя, закладные и т. п.) и капитальные или фондовые (акции, паи) ценные бумаги. [↑](#footnote-ref-48)
49. Петражицкий Л.И. Акции, биржевая игра и теория экономических кризисов. Т. 1. - СПб.: - 1911. - С. 48. [↑](#footnote-ref-49)
50. Francis J. Investment: analysis and management. - N.Y., 1976. - P. 32 - 33. [↑](#footnote-ref-50)
51. Мотылев В.Е. Финансовый капитал и его организационные формы. - М., 1959. - C. 64; см. также: Финн-Енотаевский А. Финансовый капитал и производительный. - М., 1926. - С. 114 - 115. [↑](#footnote-ref-51)
52. Долан Э.Дж., Кэмпбелл К.Д., Кэмпбелл Р.Дж. Деньги, банковское дело и кредитно-денежная политика. - СПб., 1993. - С. [↑](#footnote-ref-52)
53. О мерах по организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий. *Указ Президента РФ от 7 октября 1992 года № 1186* // Сборник законодательных актов Российской Федерации по ценным бумагам. Комплект документов. - СПб, 1993. - С. 96 - 127. [↑](#footnote-ref-53)
54. Мотылев В.Е. Финансовый капитал и его организационные формы. - М., 1959. - C. 64. [↑](#footnote-ref-54)
55. См.: Francis J.C. Investment: Analysis and management. - N.Y., 1976. - XVII, 710 p. [↑](#footnote-ref-55)
56. См.: Коммерсантъ. - 1994. - № 27. - С. 41. [↑](#footnote-ref-56)
57. См. например: Четыркин Е.М., Васильева Н.Е. Финансово-экономические расчеты: Справочное пособие. - М., 1990. - 302 с. [↑](#footnote-ref-57)
58. См.: Чуйко И., Швецов А., Пяткина О. Ликвидность биржевого рынка акций и методы ее оценки // *Рынок ценных бумаг.* - 1993. - № 2. - С. 31-34. [↑](#footnote-ref-58)
59. Чуйко И., Швецов А., Пяткина О. Ликвидность биржевого рынка акций и методы ее оценки // *Рынок ценных бумаг.* - 1993. - № 2. - С. 34. [↑](#footnote-ref-59)
60. См.: Философов Л. Акционируется старейший завод России // *Экономическая газета "Экономика и жизнь".* - 1993. - № 28. - С. 14. [↑](#footnote-ref-60)
61. См.: Положение об инвестиционных фондах. *Приложение № 1 к Указу Президента РФ от 7 октября 1992 г. № 1186* // Сборник законодательных актов Российской Федерации по ценным бумагам. Комплект документов. - СПб., 1993. [↑](#footnote-ref-61)
62. О Государственной программе приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации. *Указ Президента РФ от 24 декабря 1993 года № 2284.* // Собрание актов Президента и Правительства Российской Федерации. - 1994. - № 1. - Ст.2. [↑](#footnote-ref-62)
63. См.: Инструктивное письмо ЦБ РФ от 1.01.94 "О ценных бумагах, имеющих рыночную котировку, для целей создания резерва под обесценение вложений банков в ценные бумаги" // *Кодексinfo.* - 1994. - № 6-н (37). С.16. [↑](#footnote-ref-63)
64. См.: "О порядке оценки чистых активов, особенностях состава затрат, формирования финансовых результатов и бухгалтерском учете в инвестиционных фондах".*Приложение 2 к письму Государственного комитета Российской Федерации по управлению государственным имуществом от 25.05.93 г. № ДВ-2/3498 и Министерства финансов Российской Федерации от 21.05.93 г. № 62.* [↑](#footnote-ref-64)
65. Подробнее об этом см.: Кузнецов В.В. Концепция эффективности финансовых рынков: теория и практика // *Экономика и математичские методы.* - 1989. - Том XXY, вып. 6. - С. 1032 - 1041. [↑](#footnote-ref-65)
66. Сорос Дж. Рынок: рациональные оценки и заблуждения // *Знание - сила.* - 1990 - № 8 - С.10 [↑](#footnote-ref-66)
67. Быстрай Г.П., Пивоваров Д.В. Неравновесные системы: целостность, эффективность, надежность. - Свердловск, 1989. - С. 16. [↑](#footnote-ref-67)
68. Сорос Дж. Рынок: рациональные оценки и заблуждения // *Знание - сила.* - 1990 - № 8 - С. 13. [↑](#footnote-ref-68)
69. См.: Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. - М., 1992. - С. 129. [↑](#footnote-ref-69)
70. См.: О некоторых мерах по реализации законодательства о несостоятельности (банкротстве) преприятий. *Постановление Правительства РФ от 20.05.94 № 498* // *Собрание законодательства Российской Федерации.* - 1994. - № 5. - Ст. 490. [↑](#footnote-ref-70)
71. См.: *Московские новости.* - 1993. - № 23. - С. Б6. [↑](#footnote-ref-71)
72. См.: *Коммерсантъ*. - 1994. - № 29. - С. 49. [↑](#footnote-ref-72)
73. См.: *Коммерсантъ*. - 1994. - № 30. - С. 54. [↑](#footnote-ref-73)
74. См.: *Петербургский финансовый вестник.* - 194. - № 27, 19 августа. [↑](#footnote-ref-74)
75. Привалов А., Николаев И., Андреева И. "Вроде все, как всегда" - плюс недвижимость // *Коммерсантъ.* - 1994. - № 29. - С.49. [↑](#footnote-ref-75)
76. \*) См.: Стр. настоящей работы. [↑](#footnote-ref-76)
77. Овчинников О. Работает ли схема "пирамиды"? // *Экономическая газета "Экономика и жизнь".* - 1994. - № 33. - С. 10. [↑](#footnote-ref-77)
78. См.: Овчинников О. Работает ли схема "пирамиды"? // *Экономическая газета "Экономика и жизнь".* - 1994. - № 33. - С. 10. [↑](#footnote-ref-78)
79. См.: *Экономическая газета "Экономика и жизнь".* - 1993. - № 30. [↑](#footnote-ref-79)
80. См.: Харазишвили Д.Г. Становление рынка ценных бумаг: сравнительный опыт России. Автореферат дисс... канд. эконом. наук. - СПб., 1994. [↑](#footnote-ref-80)
81. См.: *"Коммерсантъ"-Daily* - 1994. - 3 августа. [↑](#footnote-ref-81)
82. См.: О Государственной программе приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации. *Указ Президента РФ от 24 декабря 1993 года № 2284.* // *Собрание актов Президента и Правительства Российской Федерации.* - 1994. - № 1. - Ст.2. [↑](#footnote-ref-82)
83. См.: Реддин У.Дж. Краткое практическое руководство для инвесторов. Главы из книги "The money book. A complete guide to successful spending, saving and investing. New York, 1972". - СПб.: ИМА-пресс, 1992. - 93 с. [↑](#footnote-ref-83)
84. См.: *Коммерсантъ.* - 1994. - № 21. - С. 40 - 41. [↑](#footnote-ref-84)
85. См.: Мотылев В.Е. Финансовый капитал и его организационные формы. - М., 1959. [↑](#footnote-ref-85)
86. См.: *Коммерсантъ.* - 1994. - № 21. - С. 40. [↑](#footnote-ref-86)
87. См.: Положение об инвестиционных фондах. *Приложение № 1 к Указу Президента РФ от 7 октября 1992 г. № 1186* // Сборник законодательных актов Российской Федерации по ценным бумагам. Комплект документов. - СПб., 1993. [↑](#footnote-ref-87)
88. Положение об инвестиционных фондах. *Приложение № 1 к Указу Президента РФ от 7 октября 1992 г. № 1186* // Сборник законодательных актов Российской Федерации по ценным бумагам. Комплект документов. - СПб., 1993. - С. 99. [↑](#footnote-ref-88)
89. См.: *Финансовая газета.* - 1994. - № 19. [↑](#footnote-ref-89)
90. См.: Markowitz H. Portfolio Selection // *Jornal of Finance.* - 1952. - March (Vol. 7). - Pp. 77 - 91. [↑](#footnote-ref-90)
91. См.: Воронцовский А.В. Основы теории выбора портфеля ценных бумаг // *Вестник СПбГУ*. Сер. 5. - 1994. - Вып. 1 (№ 5). - С. 83 - 94. [↑](#footnote-ref-91)