



# ИНВЕСТИЦИИ



В ВОПРОСАХ  
И ОТВЕТАХ



УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ

Ответственные редакторы:

доктор экономических наук, профессор  
В. В. Ковалев

доктор экономических наук, профессор  
В. В. Иванов

доктор экономических наук, профессор  
В. А. Лялин



• ПРОСПЕКТ •

# ИНВЕСТИЦИИ

## В ВОПРОСАХ И ОТВЕТАХ

Учебное пособие

### Ответственные редакторы:

доктор экономических наук, профессор

**В. В. Ковалев**

доктор экономических наук, профессор

**В. В. Иванов**

доктор экономических наук, профессор

**В. А. Лялин**



Электронные версии книг на сайте

[www.prospekt.org](http://www.prospekt.org)



• ПРОСПЕКТ •

Москва  
2014

**Авторы:**

**А. Ю. Андрианов**, канд. экон. наук — гл. 15 (совм. с С. В. Валдайцевым и Г. В. Кальварским); **С. В. Валдайцев**, д-р экон. наук, проф. — гл. 11 (совм. с С. Г. Горбушиной, Вит. В. Ковалевым и О. Ю. Коршуновым), гл. 15 (совм. с А. Ю. Андриановым и Г. В. Кальварским); **П. В. Воробьев**, канд. экон. наук, доц. — гл. 1 (совм. с В. В. Ивановым и В. А. Лялиным); **Н. С. Воронова**, д-р экон. наук, проф. — гл. 3 (совм. с В. В. Ивановым и Е. М. Поповой); **С. Г. Горбушина**, канд. экон. наук, доц. — гл. 8 (совм. с Б. И. Соколовым), гл. 11 (совм. с С. В. Валдайцевым, Вит. В. Ковалевым и О. Ю. Коршуновым); **И. А. Дарушин**, канд. экон. наук — гл. 5; **В. В. Иванов**, д-р экон. наук, проф. — гл. 1 (совм. с П. В. Воробьевым и В. А. Лялиным), 2 (совм. с А. В. Казанским), 3 (совм. с Н. С. Вороновой и Е. М. Поповой); **А. В. Казанский**, канд. экон. наук — гл. 2 (совм. с В. В. Ивановым); **Г. В. Кальварский**, канд. экон. наук, доц. — гл. 6, гл. 15 (совместно с А. Ю. Андриановым и С. В. Валдайцевым); **В. В. Ковалев**, д-р экон. наук, проф. — гл. 4, 9, 10; **Вит. В. Ковалев**, д-р экон. наук — гл. 11 (совм. с С. В. Валдайцевым, С. Г. Горбушиной и О. Ю. Коршуновым); **О. Ю. Коршунов**, канд. экон. наук, доц. — гл. 11 (совм. с С. В. Валдайцевым, С. Г. Горбушиной и Вит. В. Ковалевым); **Б. М. Лебедев**, канд. экон. наук, доц. — гл. 16, 17; **Н. Г. Лукьянова**, канд. экон. наук — гл. 7; **В. А. Лялин**, д-р экон. наук, проф. — гл. 1 (совм. с П. В. Воробьевым и В. В. Ивановым), 13, 14; **Е. М. Попова**, д-р экон. наук, проф. — гл. 3 (совм. с Н. С. Вороновой и В. В. Ивановым); **Б. И. Соколов**, д-р экон. наук, проф. — гл. 8 (совм. с С. Г. Горбушиной), 12 (совм. с С. В. Соколовой); **С. В. Соколова**, д-р экон. наук, проф. — гл. 12 (совм. с Б. И. Соколовым).

**Ответственные редакторы:** доктор экономических наук, профессор **В. В. Ковалев**, доктор экономических наук, профессор **В. В. Иванов**, доктор экономических наук, профессор **В. А. Лялин**.

И58 Инвестиции в вопросах и ответах: учеб. пособие / А. Ю. Андрианов, С. В. Валдайцев, П. В. Воробьев [и др.]; авторы-составители И. А. Дарушин, Н. А. Львова; отв ред. В. В. Ковалев, В. В. Иванов, В. А. Лялин. — Москва : Проспект, 2014. — 376 с.

ISBN 978-5-392-16303-8

Учебное пособие подготовлено в соответствии с требованиями Государственного образовательного стандарта по специальности «Финансы и кредит» и охватывает все вопросы учебного курса «Инвестиции». Материал удачно структурирован и дает комплексное представление о логике, технике и методах оценки инвестиционной деятельности фирмы.

Для студентов, преподавателей вузов, научных и практических работников, специализирующихся в области финансов, управления инвестициями, оценки бизнеса.

Издание подготовлено по состоянию законодательства на сентябрь 2010 г.

УДК 330.322(075.8)  
ББК 65.9(2Рос)-56я73

ISBN 978-5-392-16303-8

© Коллектив авторов, 2011  
© ООО «Проспект», 2011

## Введение

В процессе своей деятельности различные экономические субъекты неизбежно сталкиваются с проблемой выбора: каким образом поступить с имеющимися на данный момент свободными средствами? Направить на удовлетворение текущих нужд или, отказавшись от их использования в данный момент времени, попытаться получить больший объем в будущем. Принципиальное решение данного вопроса в пользу вложения капитала приводит нас к необходимости осуществлять инвестиции, участвовать в инвестиционном процессе. Что, в свою очередь, ставит перед экономическим агентом целый набор новых проблемных вопросов. Какой капитал можно использовать для инвестирования с наибольшим успехом? Каковы возможные направления его использования? Какой эффект может быть получен и какова вероятность его достижения? В чем заключаются особенности различных способов инвестирования? Какова финансовая инфраструктура инвестиционного процесса? Каким образом привлечь недостающие средства? И целый ряд других, не менее острых как с практической, так и с теоретической точек зрения вопросов.

Необходимо понимать, что такого рода вопросы могут возникать на разных уровнях экономической системы. И ответы на них зачастую будут зависеть от того, о каком экономическом субъекте идет речь. В некотором смысле очень трудно сравнивать инвестиции, осуществляемые частными инвесторами и корпорациями, коммерческими фирмами и государством. Понимая, что каждый инвестор ставит перед собой свою, индивидуальную, цель, отметим, что с общеэкономической точки зрения любая успешная инвестиция приводит к росту общественного благосостояния, повышению эффективности функционирования как самого инвестора, так и общества в целом. Рассматривая предприятия как центральное ключевое звено воспроизводственного процесса, авторы излагают материал в приложении к деятельности фирмы. Вместе с тем часть разделов учебного пособия дает ответы на концептуальные вопросы, связанные с инвестициями и инвестиционным процессом в целом.

Содержательно учебное пособие в полной мере соответствует государственному образовательному стандарту высшего профессионального образования по специальности «Финансы и кредит», в котором курс «Инвестиции» представлен в блоке специальных дисциплин и базируется на втором издании учебника: Инвестиции: учеб. / А. Ю. Андрианов, С. В. Валдайцев, П. В. Воробьев [и др.]; отв. ред. В. В. Ковалев, В. В. Иванов, В. А. Лялин. 2-е изд., перераб. и доп. М.: ТК Велби, изд-во «Прспект», 2007.

В первом разделе учебного пособия «Инвестиционная среда» раскрываются сущность и виды инвестиций, содержание и основные этапы

инвестиционного процесса, описывается финансовая инфраструктура инвестиционного процесса: дается общее представление о финансовых рынках и институтах, финансовых инструментах и инвестиционных рисках.

Второй раздел пособия посвящен ответам на вопросы, связанные с осуществлением основной формы реальных инвестиций — капитальных вложений. Здесь содержится характеристика сущности и видов капитальных вложений, описаны основные особенности инвестиций в недвижимость и строительство, представлены основные механизмы финансирования капитальных вложений. Освещен ряд вопросов, связанных с оценкой эффективности капвложений и с порядком их государственного регулирования и защиты.

В третьем разделе «Инвестиционные проекты и методы их финансирования» рассмотрены понятие инвестиционного проекта и их виды, основные методы оценки инвестиционных проектов; дана классификация видов и форм финансирования инвестиционных проектов, описаны особенности их основных видов; представлена специфика разработки и реализации бизнес-плана инвестиционного проекта.

В четвертом разделе «Инвестиции в ценные бумаги» излагаются теоретические и практические особенности финансовых инвестиций. В этой части пособия рассмотрены инвестиционные качества основных ценных бумаг, выявлены их особенности как объекта инвестирования; изложены базовые принципы портфельной теории, описаны особенности оценки и управления стоимостью инвестиций на неорганизованном рынке ценных бумаг.

Пятый раздел учебного пособия посвящен иностранным инвестициям. В нем рассмотрены концептуальные основы прямого иностранного инвестирования, описаны особенности и методы его регулирования; рассмотрены финансовые и страновые риски при осуществлении прямых иностранных инвестиций, дана характеристика методов их оценки и состоянию данной отрасли инвестиций в России.

Предлагаемое читателю учебное пособие не призвано дать ответы на все вопросы по затрагиваемым проблемам, тем более что осуществить это с практической точки зрения невозможно. При необходимости и желании читатель сможет самостоятельно найти ответы на дополнительные вопросы, в чем ему поможет специальная литература, список которой представлен в конце книги.

Авторы надеются, что знакомство с учебным пособием будет полезно не только для студентов, но и для преподавателей финансовых дисциплин, а также для практических работников в сфере инвестиций.

Авторы отлично понимают, что предлагаемое читателям учебное пособие не свободно от недостатков. Любая конструктивная критика и пожелания будут восприняты с благодарностью.

# Раздел I

## ИНВЕСТИЦИОННАЯ СРЕДА

### Глава 1

#### Экономическая сущность и виды инвестиций

##### **Какова экономическая сущность и факторы роста сбережений?**

Сбережения — это превышение дохода над потреблением. Сбережения общества складываются из сбережений личных доходов населения, нераспределенной прибыли предприятий и некоторой части средств государственного бюджета. Крупнейшими сберегателями являются нефинансовые корпорации, создавая примерно 60 % национального инвестиционного фонда в развитых странах. Личный сектор обеспечивает примерно 20–30 % всех сбережений. Сбережения общества могут увеличиваться также за счет средств государственного бюджета в случае превышения доходов бюджета над расходами (при дефиците бюджета сбережения общества будут уменьшаться). Также к сбережениям следует относить ту часть бюджетных средств, за счет которой сооружаются объекты социально-бытовой и производственной инфраструктуры, поскольку данные средства не используются на текущее потребление.

Совокупность экономических, социальных и политических условий формирует определенное отношение общества к сбережению и обуславливает как общие размеры сбережений, так и соотношение их составных частей. В масштабах общества размеры сбережений определяются прежде всего уровнем развития производства. В условиях роста и повышения эффективности производства сбережения увеличиваются. Напротив, в условиях значительного падения производства сокращаются возможности наращивания сбережений у подавляющей части населения и предприятий. Весьма существенным фактором, определяющим уровень сбережений общества, является также гарантия безопасности сбережений. Если члены общества не уверены в том, что в будущем они смогут воспользоваться плодами своих сбережений, они будут стремиться к тому, чтобы использовать все свои доходы на текущее потребление.

##### **Понятие инвестиционного процесса и его значение в экономике**

Как экономическая категория инвестиционный процесс выражает отношения, которые возникают между его участниками по поводу формирования и использования инвестиционных ресурсов в целях расширения и совершенствования производства.

Инвестиционный процесс начинается с формирования денежных средств и заканчивается созданием реальных активов в форме производственных зданий и сооружений, оборудования и технологии, объектов бытовой и социальной инфраструктуры.

На макроуровне инвестиционный процесс заключается в том, что сбережения населения, юридических лиц и часть доходов государства (то, что не использовано на потребление) превращаются в производственное оборудование, здания и сооружения, технологию, материалы и энергию (инвестиционные товары), в результате чего происходит расширение производства в масштабах общества. Рост производства увеличивает возможности для сбережений, которые являются потенциальными инвестициями; сбережения, превращаясь в инвестиции, ведут к расширению производства и т. д.

Именно уровень инвестиций, которые направляются на увеличение производственного аппарата, его модернизацию и реконструкцию, на научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы, в первую очередь определяет экономический рост в долгосрочном плане.

### **Взаимосвязь сбережений и инвестиций**

Сбережения и инвестиции взаимосвязаны: сбережения являются потенциальными инвестициями, а инвестиции выступают как реализованные сбережения, направленные на получение экономического или социального эффекта. Чем благоприятнее экономические и социальные условия, чем выше степень безопасности вложений, тем больше сбережений превращается в инвестиции. Нестабильность экономического положения в стране, кризисное состояние экономики, высокие темпы инфляции приводят к тому, что значительная часть сбережений не превращается в инвестиции, не вовлекается в инвестиционный процесс, а используется на товарные запасы или расходуется на приобретение иностранной валюты. Другая часть сбережений направляется в сферы, где ожидается более высокая прибыль и более быстрое ее получение. Значительная часть инвестиций приобретает краткосрочный, спекулятивный характер. Доля долгосрочных производственных инвестиций сокращается, что приводит к падению темпов роста производства, сокращению занятости, к снижению уровня потребления и сбережений.

Сбережения являются необходимым звеном инвестиционного процесса. Инвестиции предполагают сбережения. Но не все сбережения становятся инвестициями. Например, если денежные средства не используются своим владельцем на потребление, то они являются сбережениями. Однако, оставаясь у своего владельца без движения, они не становятся инвестициями. Инвестициями становятся те сбережения,

которые прямо или косвенно используются для расширения производства с целью извлечения дохода в будущем.

### **Какова роль финансового рынка в инвестиционном процессе?**

подавляющая часть населения лишена возможности инвестировать в производство непосредственно. Не превращается непосредственно в инвестиции по тем или иным причинам и часть прибыли предприятий. Передача денежных средств в основном осуществляется по каналам финансового рынка, где собственники денежных средств выступают в качестве поставщиков инвестиционного капитала, а лица, привлекающие чужие средства, — в качестве его потребителей. В зависимости от того, каким образом осуществляется передача денежных средств от поставщиков к потребителям, на финансовом рынке выделяют два основных канала.

- *Рынок банковских кредитов*, на котором процесс движения денег от их собственника к заемщику опосредуется банком. Банки аккумулируют временно свободные денежные средства юридических и физических лиц, а затем предоставляют кредиты заемщикам (тем, кто осуществляет реальные инвестиции). Банковские вклады являются надежными и высоколиквидными, вложения денежных средств в банки доступны даже для самых мелких собственников сбережений. Однако банк выплачивает вкладчикам более низкий процент по сравнению с тем, который берет со своих заемщиков. В то же время получение банковского кредита для потребителей капитала нередко сопряжено с большими трудностями. Кроме того, банки часто не в состоянии предоставить кредит на тот срок, в котором нуждается заемщик, у банка может не быть требуемой суммы кредита и др.
- *Рынок ценных бумаг*, где потребители капитала вступают в отношения непосредственно с поставщиками капитала, осуществляя выпуск ценных бумаг. При определенных обстоятельствах этот способ в большей мере отвечает интересам и поставщиков, и потребителей инвестиционных ресурсов. В частности, поставщики ресурсов зачастую могут вкладывать свои средства на более выгодных условиях, чем банковские вклады, и на более длительные сроки. Выпуск ценных бумаг имеет также определенные преимущества перед банковскими кредитами (возможность привлекать требуемые большие суммы на более длительный срок, иногда на неограниченное время, если речь идет об акциях).

### **Какие факторы определяют уровень инвестиций в масштабах общества?**

Важнейшими факторами, которые определяют уровень инвестиций в масштабах общества, являются:

- *Соотношение между потреблением и сбережением.* Чем больше общество потребляет сегодня, тем меньше оно сберегает и тем меньше уровень инвестиций. Чем меньше уровень инвестиций сегодня, тем меньше возможностей для увеличения уровня потребления в будущем. Сама же пропорция между потреблением и сбережением определяется достигнутым уровнем производительности труда и уровнем доходов населения.
- *Безопасность вложений.* Собственники сбережений будут вкладывать свои средства даже в условиях минимальной прибыли, если будут уверены в том, что свои средства они не потеряют. Если есть угроза потерять вложенные средства, то все большая часть сбережений не будет вовлекаться в инвестиционный процесс.
- *Уровень прибыли на инвестиции.* Этот фактор всегда действует в совокупности с фактором безопасности. Чем выше ожидаемая прибыль от вложений, тем выше риск данных инвестиций. Менее рискованные вложения, как правило, приносят меньшую прибыль. Но даже безрисковые вложения должны иметь минимальный размер прибыльности, ниже которого владельцы сбережений не захотят осуществлять инвестиции.
- *Степень организованности финансового рынка.* В современных условиях немалая часть инвестиционных ресурсов формируется за счет сбережений населения. Однако участие населения в инвестиционном процессе в основном осуществляется с помощью финансового рынка. Если финансовый рынок хорошо организован, то даже те денежные средства, которые оказываются свободными на незначительный срок, также вовлекаются в инвестиционный процесс. Кроме того, инвестициями становятся также временно свободные денежные средства предприятий.

### **Какова экономическая сущность и признаки инвестиций?**

Инвестиции — это целенаправленное вложение на определенный срок капитала во всех его формах в различные объекты (инструменты) для достижения индивидуальных целей инвесторов.

Следует отметить, что:

а) понятие «инвестиция» на макро- и микроуровнях наполнено различным содержанием;

б) связывается с деятельностью конкретного лица, называемого инвестором;

в) инвестиции представляют собой многоаспектные вложения капитала, которые могут реализовываться в различных формах и характеризоваться разнообразными особенностями.

Наиболее существенными признаками инвестиций являются:

- потенциальная способность инвестиций приносить доход;

- процесс инвестирования, как правило, связан с преобразованием части накопленного капитала в альтернативные виды активов экономического субъекта (предприятия);
- в процессе осуществления инвестиций используются разнообразные инвестиционные ресурсы, которые характеризуются спросом, предложением и ценой;
- целенаправленный характер вложения капитала в какие-либо материальные и нематериальные объекты (инструменты);
- наличие срока вложения (этот срок всегда индивидуален и определять его заранее неправомерно);
- вложения осуществляются лицами, называемыми инвесторами, которые преследуют свои индивидуальные цели, не всегда связанные с извлечением непосредственной экономической выгоды;
- наличие риска вложения капитала, означающее, что достижение целей инвестирования носит вероятностный характер.

### **Как понятие инвестиций определено в действующем российском законодательстве?**

В действующем российском законодательстве инвестиции определены как денежные средства, целевые банковские вклады, паи, акции и другие ценные бумаги, технологии, машины, оборудование, 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.

В этом определении можно выделить три существенных момента.

1. Фактически проводится грань между инвестициями и сбережениями. Из определения следует, что инвестициями становятся только те сбережения, которые вкладываются в различные виды деятельности с целью извлечения прибыли и достижения положительного социального эффекта.
2. Понятие инвестиций не связывается с долгосрочными вложениями. Инвестициями могут быть вложения на любой срок, подпадающие под данное определение.
3. Устанавливается форма вложений. Это могут быть денежные средства, технологии, оборудование, другое имущество, интеллектуальные ценности, имущественные права.

Следует отметить, что:

а) если паи, акции и другие ценные бумаги представляют собой уже осуществленные инвестиции, то деньги, имущество, интеллектуальные ценности становятся инвестициями тогда, когда вкладываются в объекты предпринимательской и других видов деятельности;

б) неправомерно сводить цели инвестирования лишь к получению прибыли: во многих случаях эта цель действительно является главной, но в реальности инвесторы преследуют и иные, как экономические, так и внеэкономические цели.

### **Каковы основные трактовки понятия «инвестиции» на микроуровне?**

Можно выделить четыре группы трактовок понятия «инвестиции» на микроуровне.

- *Инвестиции, определяемые через платежи*, рассматриваются как поток оплат и выплат (расходы), начинающихся с выплат (расходов). Понятие инвестиций, определяемых платежами, служит хорошим разграничением категорий «инвестиция» и «финансирование». В отличие от инвестиций, финансирование представляет собой поток платежей, начинающихся с выплат, которые трансформируются в затраты и в дальнейшем приводят к поступлениям. Однако инвестиции не всегда представляют собой платежи (например, не всегда можно трансформировать в платежи ноу-хау, являющиеся инвестициями при проведении исследований и разработок).
- *Инвестиции, определяемые через имущество*, рассматриваются как процесс преобразования капитала (преимущественно денежного) в предметы имущества в составе активов предприятия, в том числе в ценные бумаги (исходным пунктом является баланс предприятия). При таком подходе к определению инвестиций «выпадают» вложения средств физических лиц, в том числе и в ценные бумаги.
- *Комбинаторное понятие инвестиций* основывается на представлении инвестиций как дополнительных вложений к уже имеющимся средствам, т. е. это вложения, направленные на расширение бизнеса или создание условий для повышения эффективности его функционирования. Данная трактовка инвестиций жестко привязывает вложения к действующему предприятию (производственной системе) и фактически исключает из понятия инвестиции многочисленные вложения капитала, в том числе в первоначальную организацию бизнеса.
- *Диспозиционное понятие инвестиций*: в его основе заложено положение, в соответствии с которым процесс инвестирования предполагает связывание финансовых средств и тем самым уменьшение свободы распоряжения ими предприятием. Примером подобного рода отношений может служить взаимосвязь между инвестиционной сферой и сферой финансирования. Так, эффективность инвестиций предопределяется наличием финансовых ресурсов, находящихся в распоряжении предприятия. В свою очередь, привлечение финансовых ресурсов в распоряжение предприятия зависит от по-

тенциальной эффективности инвестиционного проекта. Другим примером взаимосвязанных инвестиций являются вложения в производственную инфраструктуру, которые стимулируют и делают более эффективными вложения в другие сферы.

### **Каковы основные группы инвесторов?**

Основные группы инвесторов могут быть выделены по следующим классификационным признакам.

- По *организационной форме*:

- а) юридические лица;
- б) физические лица;
- в) объединения юридических лиц (холдинги, концерны, промышленно-финансовые группы и т. п.);
- г) объединения юридических, физических лиц на основе договора о совместной деятельности;
- д) государственные органы (органы федеральной власти, субъектов Федерации, местного самоуправления).

- По *направлению основной деятельности*:

а) индивидуальные инвесторы (юридические или физические лица, объединения юридических и физических лиц, органы государственного и местного самоуправления, осуществляющие инвестиции, как правило, для развития своей основной деятельности, для достижения собственных целей и решения конкретных задач социально-экономического характера);

б) институциональные инвесторы (финансовые посредники, аккумулирующие средства индивидуальных инвесторов и осуществляющие инвестиционную деятельность от своего лица).

- По *форме собственности* инвестированного капитала:

а) частные инвесторы (юридические лица, основанные на негосударственных формах собственности, физические лица);

б) государственные инвесторы (органы государственной власти, государственные предприятия);

в) муниципальные инвесторы (органы муниципальной власти, муниципальные предприятия).

- По *менталитету* инвестиционного поведения:

а) консервативные инвесторы (заботящиеся прежде всего об обеспечении безопасности инвестиций и защите своих средств от инфляции, избегающие осуществления средне- и высокорискованных вложений);

б) умеренно агрессивные инвесторы (выбирающие объекты вложения, которые в совокупности обеспечивают рост их капитала; высокорисковые вложения подстраховываются ими слабо доходными и малорисковыми вложениями);

в) агрессивные инвесторы (стремящиеся к быстрому росту вложенных средств; как правило, выбирают объекты (инструменты) инвестирования по критерию максимизации дохода).

- По *целям инвестирования*:

- а) стратегические инвесторы (как правило, инвестируют с целью обеспечения реального участия в стратегическом управлении деятельностью объекта, в который вкладываются средства);

- б) портфельные инвесторы (как правило, вкладывают свои средства в разнообразные объекты (инструменты) с разной степенью риска и доходности с целью получения желаемого уровня доходов на вложенные средства).

- По *принадлежности к резидентам*:

- а) отечественные инвесторы (все лица-резиденты);

- б) иностранные инвесторы (иностранное государство, международные финансовые организации, иностранные юридические и физические лица).

### **Каковы основные виды инвестиций?**

Основные виды инвестиций выделяются по следующим критериям.

- По объектам вложения капитала:

- а) *реальные инвестиции* (вложение средств (капитала) в создание реальных активов, связанных с осуществлением операционной деятельности экономических субъектов, решением их социально-экономических проблем);

- б) *финансовые инвестиции* (вложение капитала в различные финансовые инструменты).

- По характеру участия инвестора в инвестиционном процессе:

- а) *прямые инвестиции* (предполагают прямое, непосредственное участие инвестора во вложении капитала в конкретный объект инвестирования: приобретение реальных активов либо вложение капитала в уставные фонды организаций);

- б) *косвенные (опосредованные) инвестиции* (вложения капитала инвестора в объекты инвестирования через финансовых посредников (институциональных инвесторов) посредством приобретения различных финансовых инструментов).

- По отношению к объекту вложения:

- а) *внутренние инвестиции* (вложения капитала в активы самого инвестора);

- б) *внешние инвестиции* (вложения капитала в реальные активы других хозяйствующих субъектов или финансовые инструменты иных эмитентов).

- По периоду осуществления:

- а) *долгосрочные инвестиции* (вложения капитала на период от трех и более лет; как правило, они осуществляются в форме капитальных вложений);

б) *среднесрочные инвестиции* (вложения капитала на период от одного до трех лет);

в) *краткосрочные инвестиции* (вложения на период до одного года).

В условиях высокой инфляции указанная выше градация по срокам вложения несколько видоизменяется. Во временном аспекте инвестиции классифицируются также по продолжительности срока эксплуатации инвестиционных объектов, который может быть определенным или неопределенным.

- По степени взаимосвязи:

а) *изолированные инвестиции* (вложения, которые не вызывают потребности в других инвестициях);

б) *инвестиции, зависящие от внешних факторов* (например, вложения капитала, которые зависят от наличия производственной, социальной инфраструктуры, уровня инфляции и т. д.);

в) *инвестиции, влияющие на внешние факторы* (например, вложения в средства массовой информации). Вторая и третья группы составляют взаимосвязанные (взаимозависимые) инвестиции.

- По степени надежности:

а) *рисковые инвестиции* (наиболее рисковыми являются инвестиции в сферу исследований и разработок);

б) *относительно надежные инвестиции* (наименее рисковыми являются инвестиции в сферы (отрасли) с достаточно определенным рынком сбыта).

- По характеристике инвесторов:

а) *частные инвестиции* (вложения капитала физических, а также юридических лиц негосударственных форм собственности);

б) *государственные и муниципальные инвестиции* (вложения капитала государственных и муниципальных предприятий, а также средств бюджетов разных уровней и государственных внебюджетных фондов).

- По характеру использования капитала в инвестиционном процессе:

а) *первичные инвестиции* (вложения капитала за счет собственных и заемных средств инвесторов);

б) *реинвестиции* (вторичное использование капитала в инвестиционных целях посредством его высвобождения в результате реализации ранее осуществленных инвестиций);

в) *дезинвестиции* (высвобождение ранее инвестированного капитала из инвестиционного оборота без последующего использования в инвестиционных целях).

- По региональным источникам привлечения капитала:

а) *отечественные инвестиции* (вложения капитала резидентами данной страны: домашними хозяйствами, предприятиями, организациями, государственными и муниципальными органами);

б) *иностранные инвестиции* (вложения капитала нерезидентами — юридическими и физическими лицами — в объекты и финансовые инструменты другого государства).

- По отраслевой направленности: инвестиции в разрезе отдельных отраслей и сфер деятельности (инвестиции в промышленность, сельское хозяйство, энергетику и т. п.).

### **В чем заключается смысл прямых и портфельных инвестиций для инвестора и получателя инвестиций?**

Прямые и портфельные инвестиции имеют различный смысл для инвестора и получателя инвестиций (предприятия). Для предприятия каждый инвестор ассоциируется с определенным размером либо потоком вложений. Соответственно *с позиции получателя инвестиций* инвесторы подразделяются на крупных, мелких и т. п., а не на портфельных и прямых инвесторов. *С позиции инвестора* инвестиции разделяются на прямые и косвенные (опосредованные) либо портфельные и неделимые, однородные, или, как их еще называют, симплексные. Вкладывая средства в предприятие через приобретение акций, паев, долей, инвестор действует либо непосредственно (прямой инвестор), либо опосредованно (опосредованный инвестор) через финансовые институты. При этом важно не то, как он действует, а то, какие цели преследует, какой объем средств вкладывает в предприятие. Портфельные инвестиции представляют собой диверсификацию вложений капитала инвестора в различные объекты инвестирования (прежде всего в различные финансовые инструменты). При этом портфельный инвестор, приобретая различные инвестиционные инструменты с разной степенью риска с целью получения определенного (желаемого) уровня доходности, необязательно действует через финансовые институты. Он может осуществлять эти операции прямо, непосредственно.

### **Основные формы реальных и финансовых инвестиций**

Реальные инвестиции осуществляются в двух формах.

- *Материальные (вещественные) инвестиции*, предполагающие вложения прежде всего в средства производства. Они, в свою очередь, делятся на четыре группы:
  - а) стратегические инвестиции (направлены на создание новых предприятий, новых производств либо приобретение целостных имущественных комплексов в иной сфере деятельности, в иных регионах и т. п.);
  - б) базовые инвестиции (направлены на расширение действующих предприятий, создание новых предприятий и производств в той же, что и ранее, сфере деятельности, том же регионе и т. п.);

в) текущие инвестиции (направлены на поддержание воспроизводственного процесса: связаны с вложениями по замене основных средств, проведению различных видов капитального ремонта с пополнением запасов материальных и оборотных активов);

г) новационные инвестиции (инвестиции в модернизацию предприятия, а также инвестиции по обеспечению безопасности в широком смысле слова, связанные с включением в состав предприятия технологических структур, гарантирующих бесперебойное и эффективное обеспечение производства необходимыми сырьем, комплектующими, обслуживанием технологического производства).

- *Нематериальные (потенциальные) инвестиции*, используемые для получения нематериальных благ (повышение квалификации персонала, проведение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ, получение товарного знака (марки) и т. п.).

Формами финансовых инвестиций являются вложения в долевые и в долговые ценные бумаги, а также депозитные банковские вклады. Финансовые инвестиции имеют либо спекулятивный характер (ориентированы на получение инвестором желаемого инвестиционного дохода в конкретном периоде времени), либо ориентированы на долгосрочные вложения (как правило, преследуют стратегические цели инвестора, связаны с участием в управлении объекта, в который вкладываются капиталы).

### **Какова роль фиктивного капитала в процессе воспроизводства?**

Под фиктивным капиталом обычно понимаются ценные бумаги. Действительный капитал вкладывается в производство, а ценные бумаги служат титулами собственности, представляющими этот капитал. С точки зрения общественного капитала ценные бумаги не являются реальным богатством. Увеличение или уменьшение стоимости функционирующих в обществе ценных бумаг может происходить независимо от реального капитала (в этом смысле ценные бумаги выступают как фиктивный капитал).

Однако фиктивный капитал увеличивается не сам по себе, а отражает состояние реального капитала. Величина фиктивного капитала — это рыночная стоимость того реального капитала, титулом которого он выступает. Таким образом, не являясь реальным богатством, фиктивный капитал дает рыночную оценку реального капитала общества в каждый данный момент времени.

Фиктивный капитал играет важную роль в процессе воспроизводства на пути превращения сбережений в инвестиции. Фиктивный капитал (ценные бумаги) приносит его владельцам доход. Стремление к получению этого дохода побуждает собственников сбережений инвестировать средства в ценные бумаги. Собранные эмитентами средства

используются на создание и приобретение реальных активов, результатом чего является увеличение объема производства.

### **Какова роль финансовых инвестиций и рынка ценных бумаг в инвестиционном процессе?**

Финансовые инвестиции и рынок ценных бумаг играют очень важную роль в инвестиционном процессе. Поскольку в настоящее время акционерные общества являются довольно распространенной организационно-правовой формой предприятий, а расширение производства зачастую осуществляется с помощью заемных средств, привлекаемых путем выпуска ценных бумаг, финансовые инвестиции служат одним из важнейших каналов, по которому сбережения поступают в производство.

В условиях слабого развития акционерных обществ свободные капиталы поступали в производство в основном в форме ссудного капитала. С развитием акционерной формы предприятий характер инвестиционного процесса существенно изменяется. При учреждении акционерного общества одна и та же сумма инвестиций принимает форму и реальных, и финансовых инвестиций. Причем реальные инвестиции не могут быть осуществлены без выпуска акций, т. е. без финансовых инвестиций. В случае увеличения уставного капитала акционерного общества сначала происходит выпуск новых акций, после чего следуют реальные инвестиции. Таким образом, реальные инвестиции оказываются невозможными без финансовых, а финансовые инвестиции получают свое завершение в осуществлении реальных. Расширение производства может осуществляться также за счет заемных средств, привлекаемых за счет выпуска долговых ценных бумаг, но и в этом случае процесс реального инвестирования осуществляется с помощью финансовых инвестиций.

В то же время финансовые инвестиции, осуществляемые в форме покупки ценных бумаг на вторичном рынке, являются относительно самостоятельной формой инвестиций и не связаны непосредственно с процессом реального инвестирования. Так, если инвестор приобретает акцию уже действующего предприятия, увеличения реального капитала предприятия не происходит.

## Глава 2

# Содержание и основные этапы инвестиционного процесса

### Каковы основные этапы инвестиционного процесса?

Инвестиционный процесс — это последовательность этапов, действий и операций по осуществлению инвестиционной деятельности. Основными этапами инвестиционного процесса являются:

- 1) принятие решения об инвестировании;
- 2) осуществление и эксплуатация инвестиций.

Первый этап принято подразделять на ряд самостоятельных фаз, к наиболее типовым из которых относятся:

- а) формирование целей инвестирования;
- б) определение направлений инвестирования;
- в) выбор конкретных объектов инвестирования.

Содержание второй и третьей фаз для реальных и финансовых инвестиций имеет существенные различия, связанные с особенностями их осуществления. В частности, следует учитывать, что реальные инвестиции приводят к количественным изменениям в материально-технической и финансовой сферах, тогда как финансовые инвестиции более обособлены и преимущественно затрагивают только финансовую сферу деятельности предприятия.

### Каковы общие подходы к формированию целей и определению направлений инвестирования?

Исходными целями инвестирования являются формальные цели (стремление к росту прибыли, увеличению масштабов деятельности, решение социально-экологических проблем, сохранение или увеличение рабочих мест и т. п.), вытекающие из стратегических установок инвестора. Из формальных целей инвестирования важно сформулировать реальные цели с установлением конкретных целевых показателей. Это упрощает решение задач, связанных с определением направлений инвестирования.

Разработка стратегических направлений инвестиционной деятельности связана с определением как соотношения различных форм инвестирования на конкретных этапах перспективного периода, так и профиля направленности инвестиционной деятельности. Выбор приоритетных форм инвестирования обусловлен рядом внутренних и внешних факторов. Важнейшими внутренними факторами в этом случае являются основные виды деятельности инвестора, стратегическая направленность

операционной деятельности, размеры организации, стадия жизненного цикла инвесторов и др. Важнейшие внешние факторы — темпы инфляции и процентные ставки на финансовом рынке.

### **Как осуществляется выбор объектов инвестирования?**

Выбор конкретных объектов инвестирования осуществляется в процессе *планирования инвестиций* (формирования такого портфеля проектов (инвестиционной программы), который можно рассматривать как один из альтернативных и наиболее предпочтительных вариантов достижения целей инвестирования). Планирование инвестиций преимущественно осуществляется на основе использования математических моделей, которые не могут в полной мере отражать все факторы инвестиционной деятельности. Поэтому принятие окончательного решения о конкретных объектах инвестирования осуществляется также с учетом неформализуемых факторов инвестиционной деятельности. Инвестиционное планирование может быть:

а) *изолированным* или *обособленным* (рассматриваются только альтернативные варианты инвестиционной деятельности; предметом планирования выступает разработка программы инвестирования);

б) *взаимосвязанным* (наряду с учетом инвестиционных альтернатив, учитывает альтернативы решений в области финансирования и организации производства; предметом планирования является вся область предпринимательства).

### **Что такое инвестиционная модель планирования?**

Инвестиционная модель — это такая математическая модель, с помощью которой можно оценить эффективность и результативность инвестиции по отношению как к установленной цели инвестирования, так и к средствам ее достижения. В качестве цели инвестирования в системе инвестиционного планирования могут выступать показатели, характеризующие возможность получения долговременной прибыли (прирост имущества, увеличение потока поступлений, рост рентабельности инвестиций и др.). Инвестиционное планирование предполагает определенный ограниченный период, в течение которого будут осуществляться инвестиции. Срок планирования подразделяется на ряд интервалов (периодов). Решения, реализуемые в одном периоде, относят либо к началу, либо к концу соответствующего периода. Отправной точкой планирования является начало первого планового периода. Последствия, возникающие в результате осуществления инвестиций, выражаются количественно посредством платежей, которые подразделяются на выплаты и поступления. Итоговая сумма платежей

представляет собой сумму выплат и поступлений, произведенных в течение конкретного периода. Число периодов, в течение которых осуществляются платежи, называется сроком эксплуатации инвестиции (для реальных инвестиций) или сроком действия (для финансовых инвестиций); данный срок может быть заданным или переменным. Объем капиталовложений может изменяться в течение определенного промежутка времени, на который разрабатывается план. При принятии инвестиционного решения предпочтение отдается проектам с более ранними по времени поступлениями от осуществления инвестиций по сравнению с более поздними. Соизмерение потока платежей в различные периоды времени осуществляется методами дисконтирования.

### **Как осуществляется изолированное планирование инвестиций?**

Изолированное планирование инвестиций осуществляется в отношении отдельных инвестиционных объектов или отдельных инвестиционных программ при заданном бюджете. Все ограничения по финансовым ресурсам могут относиться к любому периоду планирования. Срок эксплуатации инвестиций может быть заданным или переменным. Рынок капитала трактуется либо как совершенный, либо как несовершенный (для их разграничения используется разница между процентными ставками по депозитам и кредиту).

*Инвестиционные модели для совершенного рынка капитала и заданного срока эксплуатации инвестиционного проекта* различаются по критериям принятия решений: ими могут быть чистая приведенная стоимость, конечная стоимость имущества, внутренняя процентная ставка (внутренняя доходность). Суть *модели оценки чистой приведенной стоимости* заключается в том, что конечная стоимость имущества предприятия в результате реализации различных инвестиционных проектов при единой расчетной ставке процента должна быть максимальной. Чистая приведенная стоимость характеризует изменение стоимости имущества за период планирования или за период эксплуатации инвестиционного проекта путем дисконтирования поступлений по расчетной процентной ставке (ставке процента на рынке капитала, равной ставке процента по кредиту). Данная модель применяется в отношении инвестиционных альтернатив, одинаковых по времени и объемам инвестированного капитала. Использование *модели оценки конечной стоимости* предполагает наличие заданной одинаковой для всех периодов суммы изымаемых из оборота средств. Смысл *модели внутренней процентной ставки* состоит в том, что оптимальная инвестиционная альтернатива позволяет получать процент на вложенный капитал не меньший, чем на рынке капитала. Данная модель ориентирована на максимизацию рентабельности капитала, связанного в инвестиционном проекте, тогда как при оценке

чистой приведенной стоимости считается, что высвобождающаяся сумма превышения поступления над выплатами может быть использована на ранке капитала по расчетной процентной ставке. Поэтому применение вышеуказанных критериев может привести к различным результатам выбора альтернатив, т. е. может возникнуть конфликт между целями максимизации прибыли и максимизации рентабельности.

*В моделях для совершенного рынка капитала и переменного срока эксплуатации инвестиционного проекта* определение оптимального срока инвестирования происходит при допущении, что инвестиционные проекты являются неповторяющимися. В качестве критерия отбора инвестиционных проектов используются показатели максимизации чистой приведенной стоимости. Фактически речь идет о проблемах принятия многопериодных решений. Подобные модели включают в себя переменные, относящиеся как к основному, так и к последующим периодам планирования. Установление переменных последующих периодов может оказывать влияние на принятие решений относительно переменных основного периода планирования. При переменном сроке эксплуатации инвестиционного проекта ликвидационная стоимость зависит от момента окончания инвестиционного проекта и потому определяется отдельно, тогда как при постоянном сроке учитывается в последнем периоде.

Вопросы принятия решений и при переменном, и при постоянном сроках эксплуатации могут быть представлены в форме линейных целочисленных моделей. Для этого вводятся дополнительные переменные для решения относительно высвобождающегося капитала. Также следует отметить, что указанные выше модели планирования инвестиций не учитывают множество факторов и, как правило, предполагают ряд предпосылок.

### **Как осуществляется взаимосвязанное планирование инвестиций?**

Взаимосвязанное инвестиционное планирование осуществляется в неразрывной связи с планированием производственно-финансовой деятельности предприятия, которая базируется на комплексном формировании денежных потоков. В процессе формирования инвестиционной программы важно сбалансировать ее финансовые параметры с параметрами производственной и финансовой программ предприятия и учесть ряд возможных ограничений (потенциал собственных инвестиционных ресурсов, возможность привлечения заемного капитала, необходимость обеспечения диверсификации инвестиционной деятельности, эффективного соотношения доходности, риска и ликвидности и пр.). Система взаимосвязанного планирования предполагает многокритериальность отбора инвестиционных проектов, основанную на ранжировании целей и задач инвестиционной деятельности как по времени, так и по их значимости в системе целей ведения бизнеса.

*Дифференциация критериев* отбора инвестиционных проектов осуществляется, как правило, в разрезе конкретных форм независимых, взаимоисключающих (альтернативных) и взаимосвязанных инвестиционных проектов. *Ранжирование целей* предполагает и ранжирование критериев отбора. В качестве главных критериев, как правило, используются критерии чистой приведенной стоимости и внутренней доходности инвестиций. *Система ограничений* включает основные и дополнительные ограничения. В качестве основных ограничений выступают наиболее значимые критерии отбора (например, конкретные значения таких показателей, как внутренняя процентная ставка, уровень общего риска проекта, срок окупаемости инвестиционного проекта). Среди дополнительных ограничений могут быть уровень диверсификации риска за счет региональной и отраслевой составляющих; стоимость заимствования капитала; сроки реализации инвестиционных проектов; сроки начала потока поступлений от реализации инвестиционного проекта; величина общего объема инвестиционных ресурсов; объемы производства и реализации продукции и т. п.

### **Каковы особенности осуществления реальных инвестиций?**

Реальное инвестирование является основой инвестиционной деятельности большинства предприятий. Осуществление реальных инвестиций характеризуется следующими основными особенностями:

а) основная деятельность предприятия и реальные инвестиционные процессы взаимосвязаны и взаимообусловлены;

б) реальные инвестиции, по сравнению с финансовыми, подвержены высокому уровню экономического риска, что предполагает их более высокую рентабельность;

в) реальные инвестиции являются менее ликвидными по сравнению с финансовыми, поэтому ошибки при принятии решения о реальных инвестициях крайне сложно компенсировать. Большинство форм и разновидностей реальных инвестиций осуществляются как реальные инвестиционные проекты с соответствующими бизнес-планами.

Основными формами реальных инвестиций являются капитальные вложения, инвестирование в оборотные и нематериальные активы. *Капитальные вложения* реализуются прежде всего в следующих формах: новое строительство; реконструкция; модернизация; техническое переоснащение; приобретение целостных имущественных комплексов. *Инвестирование в оборотные активы* направлено, как правило, на расширение объема используемых оборотных фондов предприятия для обеспечения расширенного воспроизводства. Инвестиции в оборотные активы в большинстве случаев осуществляются вслед за реализацией капитальных вложений, по сути являясь следствием их осуществления.

*Инвестирование в нематериальные активы* в основном носит инновационный характер и осуществляется в двух основных формах:

- а) приобретения готовой научно-технической продукции, патентов на научные открытия, изобретения, товарных знаков и т. п.;
- б) посредством самостоятельной разработки научно-технической продукции.

### **Наиболее важные плановые документы по инвестиционному проекту**

Наиболее важными плановыми документами по инвестиционному проекту являются календарные планы и капитальные бюджеты.

*Календарные планы* разрабатываются на определенные периоды времени (год, квартал, месяц, декаду) и содержат сведения о сроках, объемах выполнения отдельных видов работ, предусмотренных инвестиционным проектом.

*Капитальный бюджет проекта* — это финансовый план, в котором обосновываются и устанавливаются объемы, сроки, источники финансирования всех видов работ, предусмотренных проектом, в разрезе отдельных этапов календарного плана.

Капитальный бюджет состоит из двух разделов:

- 1) капитальные затраты проекта (уточненная оценка первоначального объема инвестиционных затрат с учетом резерва финансовых средств на покрытие непредвиденных расходов в соответствии с календарным планом);
- 2) поступления средств для реализации проекта (уточнение объема необходимых для реализации проекта инвестиционных ресурсов в разрезе отдельных источников собственных средств инвестора, привлекаемого акционерного, паевого капитала, лизинга, банковского кредита и т. п.).

В капитальном бюджете должна быть обеспечена синхронность поступления средств с объемом инвестиционных затрат для выполнения работ, предусмотренных календарным планом.

### **Охарактеризуйте понятие «инвестиционный проектный риск»**

Инвестиционный проектный риск — комплексное понятие, включающее в себя разнообразные виды рисков, связанных с осуществлением инвестиционных проектов. Каждой стадии осуществления инвестиций присущи специфические виды рисков. Поэтому оценка совокупного риска по проекту, как правило, проводится на основе агрегированных данных по отдельным этапам. Чем длительнее срок осуществления проекта, тем выше уровень риска. Учет факторов инвестиционных рисков и разработка мероприятий по их нейтрализации являются важнейшим

элементом системы обоснования календарных планов и капитальных бюджетов проектов. Обоснованность учета факторов отдельных видов инвестиционного проектного риска, в свою очередь, во многом определяется полнотой и достоверностью собранной информации обо всех этапах осуществления проекта.

Для нейтрализации возможных негативных последствий инвестиционных проектных рисков разрабатываются и применяются различные меры, которые подразделяются на внутренние и внешние. *Внутренние меры* по нейтрализации рисков включают в себя:

а) создание страховых и финансовых фондов (резервов) (резервирование части инвестиционных ресурсов для преодоления возможных негативных последствий непредвиденного характера, не связанных с действием контрагентов или персонала предприятия);

б) разработку мероприятий, направленных на недопущение возможного возникновения того или иного риска (отказ от использования в значительных объемах заемного капитала, низколиквидных активов, механизм передачи риска по отдельным операциям партнерам по бизнесу).

*Внешние меры* по нейтрализации проектных рисков прежде всего связаны:

а) со страхованием отдельных видов проектных рисков (объектами страхования выступают имущество предприятия, используемое в инвестиционном процессе; ответственность предприятия и его персонала перед третьими лицами; страхование персонала, участвующего в осуществлении инвестиционного проекта);

б) с представлением гарантий третьими лицами (механизм гарантий преимущественно ориентирован на защиту интересов инвесторов в случае изменения условий инвестирования).

### **Какие виды инвестиционных проектных рисков характерны для России?**

С учетом специфических условий России можно выделить следующие основные виды инвестиционных проектных рисков:

- 1) *риск неплатежеспособности*, связанный с невыполнением партнерами по бизнесу договорных обязательств, со снижением уровня ликвидности оборотных средств;
- 2) *риск финансового обеспечения проекта*, связанный с несвоевременным поступлением инвестиционных ресурсов из отдельных источников, с опасностью недофинансирования в связи с возрастанием стоимости финансирования проекта;
- 3) *риск финансовой неустойчивости предприятия*, обусловленный несбалансированностью потока собственного и заемного инвестированного капитала, потока поступлений и выплат по инвестиционному проекту;

- 4) *налоговый риск*, связанный с непредсказуемостью налоговой политики в части состава, уровня ставок, налогов, сборов, пошлин, порядка осуществления отдельных платежей, введения и отмены налоговых льгот в сфере реального инвестирования;
- 5) *инфляционный риск*, связанный с возможностью обесценения ожидаемых доходов от инвестиционного проекта и удорожания капитальных затрат в номинальном исчислении;
- 6) *процентный риск*, имеющий в России особенности, объясняемые спецификой формирования и неразвитостью финансового рынка;
- 7) *маркетинговый риск* — риск недополучения инвестиционного дохода на стадии эксплуатации проекта в связи с различными обстоятельствами, влияющими на объемы реализации и эксплуатационные издержки;
- 8) *криминогенный риск*, прежде всего обусловленный отсутствием должной защиты прав частной собственности инвестора.

### **Каковы особенности осуществления финансовых инвестиций?**

С экономической точки зрения финансовые инвестиции представляют собой инструменты, с помощью которых решаются стратегические и оперативные задачи эффективного размещения капитала предприятий на финансовых рынках. Финансовые инвестиции преимущественно осуществляются при наличии у предприятия свободных финансовых ресурсов и (за исключением случаев, когда выкупаются собственные ценные бумаги) выступают в форме внешнего инвестирования. Стратегические финансовые инвестиции могут осуществляться при отсутствии текущего инвестиционного дохода в расчете на долгосрочный прирост капитала вследствие диверсификации деятельности, контроля над другими компаниями и т. п. Однако подавляющая часть предприятий осуществляет финансовые инвестиции с целью получения спекулятивного дохода. Для диверсификации риска и получения желаемого уровня доходности по финансовым вложениям предприятия формируют портфель финансовых инвестиций спекулятивного характера.

### **Что понимается под реструктуризацией портфеля?**

Реструктуризация портфеля представляет собой основное содержание процесса оперативного управления финансовыми инвестициями на предприятиях, предполагая постоянный мониторинг доходности, риска, ликвидности различных финансовых инструментов и принятия соответствующих управленческих решений по изменению структуры финансового портфеля. В процессе мониторинга учитываются

и анализируются факторы, влияющие на изменение уровней доходности, риска и ликвидности финансовых инструментов. В качестве основных финансовых инструментов спекулятивного финансового портфеля выступают долевые и долговые ценные бумаги, а также депозитные вклады и валютные ценности. По результатам мониторинга инвестиционного рынка выявляются тенденции уровней доходности, риска и ликвидности как по отдельным инструментам спекулятивного инвестиционного портфеля, так и по портфелю в целом. Полученная информация служит основой для принятия решений о необходимости и направлениях реструктуризации портфеля.

### **Понятие и основные виды инвестиционных ресурсов**

Инвестиционные ресурсы представляют собой разнообразные формы капитала, используемые при осуществлении финансового и реального инвестирования. Формирование инвестиционных ресурсов предприятий связано с процессами сбережения и накопления в рамках самих предприятий и в масштабах страны в целом. Процесс формирования инвестиционных ресурсов на предприятии происходит непрерывно в виде поступлений от осуществления им основной и прочей деятельности. Конкретные размеры средств, которые будут направлены на цели инвестирования, определяются в планах финансово-хозяйственной деятельности предприятия и во многом зависят от стоимости их привлечения, структуры капитала предприятия, его размеров. Объемы и темпы образования инвестиционных ресурсов в масштабах страны определяются уровнем экономического развития страны и доходов населения.

Классификация инвестиционных ресурсов осуществляется по следующим основным признакам:

- а) *по титулу собственности*: собственные и заемные инвестиционные ресурсы;
- б) *по натурально-вещественной форме*: инвестиционные ресурсы в денежной, финансовой, материальной и нематериальной формах;
- в) *по принадлежности к резидентам*: инвестиционные ресурсы, формируемые за счет отечественного и иностранного капитала;
- г) *по источникам привлечения*: внутренние и внешние инвестиционные ресурсы.

### **Сущность и основные факторы инвестиционного климата**

Инвестиционный климат — это совокупность сложившихся в стране или ее отдельных субъектах политических, социально-культурных, финансово-экономических и правовых условий, определяющих

качество предпринимательской инфраструктуры, эффективность инвестирования и степень возможных рисков при вложении капитала. Инвестиционный климат определяется балансом инвестиционной привлекательности и инвестиционного риска. К факторам, благоприятствующим притоку инвестиций в страну, относят высокий потенциал внутреннего рынка; высокую норму прибыли; низкий уровень конкуренции; стабильную налоговую систему; низкую стоимость ресурсов; эффективную государственную поддержку. Факторами, препятствующими притоку инвестиций в страну и ухудшающими ее инвестиционный климат, являются политическая нестабильность; социальная напряженность; высокий уровень инфляции; высокие ставки рефинансирования; высокий уровень внешнего и внутреннего долга; дефицит бюджета; пассивное сальдо платежного баланса; неразвитость законодательства, высокие транзакционные издержки. Для финансовых инвестиций наиболее значимыми являются следующие учитываемые в совокупности факторы: устойчивость валютного курса; темпы роста экономики; уровень валютных резервов; состояние национальной банковской системы; ликвидность рынка ценных бумаг; уровень процентных ставок; порядок перевода дивидендов и капиталов из страны; уровень налогов на доходы от инвестиций; защита прав инвесторов и т. п.

### **Как оценивается инвестиционный климат страны?**

Характеристика инвестиционного климата состоит из оценки тех факторов, которые притягивают инвестиции в регион, и оценки рисков инвестирования. Оценку положительной составляющей инвестиционного климата целесообразно осуществлять на основе оценки потенциальной эффективности инвестиций. Оценку отрицательной составляющей — на основе оценки инвестиционных рисков. Поскольку каждый инвестор по-своему оценивает возможные выгоды и риски, оценка инвестиционного климата всегда субъективна.

Примерами широко применяемых методик оценки инвестиционного климата страны являются:

- *Концепция ОМЛ* (ownership-specific advantages-location-specific variables-internalization advantages-OLI) или «эклетической парадигмы», разработанная Дж. Даннингом, используется для оценки инвестиционной привлекательности страны с позиции зарубежных инвесторов, предполагая анализ и оценку:
  - 1) сравнительных преимуществ компаний страны;
  - 2) преимуществ национальной экономики в целом (высокий потенциал внутреннего рынка, низкие издержки производства, высокий уровень квалификации персонала, высокая норма прибыли);

- 3) преимуществ интернализации (наличие аффилированных структур, конкуренция между независимыми инвесторами и компаниями, принимающими инвестиции).
- *Метод «Бери-индекса»* (синтетического показателя, представляющего собой сумму баллов экспертных оценок отдельных составляющих инвестиционной привлекательности либо инвестиционного климата) часто используется для стран с переходной экономикой, развивающихся стран, которые ранжируются в соответствии с набранными баллами.
  - *Индекс инвестиционного доверия* (FDI Confidence Index), ежегодно публикуемый консалтинговой компанией «А. Т. Керни», оценивается по данным опроса 10 000 крупнейших транснациональных компаний мира. Индекс рассчитывается как средневзвешенное значение четырех вариантов ответов на вопрос о стратегии вложения прямых зарубежных инвестиций (ПЗИ) в ближайшие один–три года. Варианты ответа: высокий уровень интереса вложения ПЗИ в страну, средний уровень интереса, низкий уровень интереса и отсутствие интереса к вложению ПЗИ в страну. Кроме указанной информации учитываются аналитические исследования экспертов международных организаций (прежде всего МВФ, ВБ, ЕБРР, ОЭСР, ЮНКТАД).

### **Как оценивается инвестиционный климат региона?**

Для оценки инвестиционного климата регионов используются различные подходы. В России наибольшую известность получила *методика журнала «Эксперт»*, основанная на «синтетическом» методе: инвестиционная привлекательность региона оценивается как совокупность двух характеристик (инвестиционного потенциала и инвестиционного риска), каждая из которых формируется по некоторым правилам из целого набора частных составляющих, определяемых независимо друг от друга. Инвестиционный потенциал региона определяется как средневзвешенная восьми частных потенциалов (веса соответствуют экспертной оценке степени важности каждого показателя в совокупном инвестиционном потенциале): ресурсно-сырьевого; трудового; производственного; инновационного; институционального; инфраструктурного; финансового; потребительского. Инвестиционный риск региона определяется путем взвешенного суммирования составляющих его рисков: экономического; финансового; политического; социального; экологического; криминального; законодательного.

Примером альтернативного подхода к оценке инвестиционного климата региона является *методика, разработанная в рамках программы ТАСИС «Экономические реформы в России: региональный аспект»*. Методика основана на предпосылке, что при прочих равных условиях

коэффициент пропорциональности между капиталовложениями в объекты каждой конкретной отрасли и их основными фондами един для всех объектов отрасли. Если данный коэффициент в регионе превышает среднероссийский показатель, инвестиционная активность здесь выше, а инвестиционный климат более благоприятен, чем в среднем по стране. Оценку инвестиционного климата региона предлагается проводить с помощью показателя, определяемого как отношение реального и «нормативного» уровня капитальных вложений. Последний, в свою очередь, оценивается исходя из доли основных фондов данного региона в основных фондах в целом по России.

Обобщенную субъективную оценку инвестиционного климата региона с точки зрения инвесторов можно получить с помощью показателя «*уровень инвестиционной активности региона*», рассчитываемого как отношение фактического объема инвестиций к «расчетным». Если значение показателя превышает единицу, это может означать как относительно низкий инвестиционный риск при высокой эффективности инвестиций в регионе, так и высокий риск при очень высокой эффективности. Величина «расчетных инвестиций» должна определяться с помощью индикатора или совокупности индикаторов, которые были бы тесно связаны с эффективностью и динамикой инвестиций в регионе и подлежали бы количественной оценке. В роли таких индикаторов в кратко- и среднесрочной перспективе целесообразно использовать показатели уровня жизни населения региона (реальные доходы на душу населения либо превышение реальных доходов над величиной прожиточного минимума). Уровень инвестиционной активности является синтетической характеристикой, включающей в себя множество составляющих, как поддающихся, так и не поддающихся формальной оценке. Причины же отклонения фактического объема инвестиций от предполагаемого должны выявляться в результате качественного анализа инвестиционной ситуации в каждом регионе.

## Глава 3

# Финансовые рынки и институты

### Сущность финансового рынка

Задача финансового рынка состоит в организации торговли финансовыми активами и обязательствами между покупателями и продавцами финансовых ресурсов. Взаимодействие между покупателями и продавцами (домашними хозяйствами, фирмами и государством) на финансовом рынке происходит непосредственно (с помощью прямого финансирования) либо опосредованно (с помощью опосредованного финансирования). При *прямом финансировании* покупатель в обмен на финансовое обязательство получает денежные средства непосредственно у продавца. Эти финансовые обязательства могут продаваться и покупаться на финансовых рынках. Обязательства, выпускаемые покупателями, называются прямыми и реализуются, как правило, на рынках прямых заимствований. Опосредованное финансирование предполагает наличие финансовых посредников (финансовых институтов), аккумулирующих свободные денежные средства экономических субъектов и предоставляющих их от своего имени на определенных условиях другим субъектам, нуждающимся в этих средствах.

С организационной точки зрения финансовый рынок можно рассматривать как совокупность финансовых институтов (коммерческих банков, взаимосберегательных банков, кредитных союзов, страховых компаний, негосударственных пенсионных фондов, инвестиционных фондов, финансовых компаний), экономических субъектов, осуществляющих эмиссию, куплю и продажу финансовых инструментов. Каждый финансовый институт наделен определенными полномочиями по ведению тех или иных операций с конкретным набором финансовых инструментов.

### Каковы основные сегменты финансового рынка?

Как правило, в составе финансового рынка выделяют четыре основных сегмента.

- *Валютный рынок*, на котором товаром являются объекты, имеющие валютную ценность: иностранная валюта; ценные бумаги, фондовые ценности и другие долговые обязательства, выраженные в иностранной валюте; драгоценные металлы и природные драгоценные камни. *Субъектами (участниками)* валютного рынка выступают банки, биржи, экспортеры и импортеры, финансовые и инвестиционные учреждения, правительственные организации; *объектами* — лю-

бые финансовые требования, обозначенные в валютных ценностях. Основными *видами операций* на валютном рынке являются:

- а) кассовые (спот) (с немедленной поставкой валюты);
- б) срочные (форвард) (с поставкой валюты через четко определенный промежуток времени);
- в) свопы (одновременное осуществление операций покупки и продажи с разными сроками исполнения);
- г) хеджирование (страхование открытых валютных позиций);
- д) арбитраж процентных ставок (получение выгоды от принятия депозитов и их переразмещение на согласованные периоды по более высокой ставке).

- *Рынок золота* — сфера экономических отношений, связанных с куплей-продажей золота с целью накопления пополнения золотого запаса страны, промышленного потребления и др.
- *Рынок денежных средств*, на котором обращаются краткосрочные финансовые инструменты (казначейские векселя, банковские акцепты и депозитные сертификаты банков), предназначенные прежде всего для обеспечения ликвидными средствами текущей деятельности экономических субъектов.
- *Рынок капитала*, на котором обращаются долгосрочные финансовые инструменты (долгосрочные облигации, акции и долгосрочные ссуды), связанные с процессом сбережения и долгосрочного инвестирования. В общем случае к рынку капитала обычно относят и среднесрочные инструменты

В развитых странах *краткосрочными* считаются финансовые инструменты сроком обращения менее года, *среднесрочными* — от одного до пяти лет, *долгосрочными* — свыше пяти лет. В России к долгосрочным инструментам часто относят инструменты с периодом обращения более полугода.

### **Структура рынка капитала**

Рынок капитала подразделяется на два основных сегмента.

- *Рынок долевого ценных бумаг*, на котором покупатели и эмитенты финансовых инструментов вступают в отношения собственности. Долевые ценные бумаги представляют собой сертификаты, подтверждающие право ее держателя на пропорциональную долю в чистых активах организации, на участие в распределении прибыли и, как правило, на участие в управлении этой организацией.
- *Рынок ссудного капитала*, на котором покупатели и эмитенты финансовых инструментов вступают в кредитные отношения. Здесь обращаются долгосрочные финансовые инструменты, предоставляемые на условиях срочности, возвратности и платности. Данный

рынок, в свою очередь, состоит из двух сегментов:

- а) рынка долгосрочных банковских ссуд;
- б) рынка долгосрочных долговых ценных бумаг.

В развитие данной классификации следует упомянуть о *рынках страховых полисов и пенсионных счетов*, а также *ипотечных рынках*. Это особые рынки со своими финансовыми инструментами и финансовыми институтами (сберегательными учреждениями, действующими на договорной основе). Инвестиционная политика страховых компаний и пенсионных фондов направлена на приобретение долгосрочных финансовых инструментов со сроками погашения, которые наиболее близко совпадают с их долгосрочными обязательствами. Ипотечные рынки характеризуются рядом особенностей:

- а) ипотечные кредиты, обращающиеся на этих рынках, всегда обеспечиваются реальным залогом в виде земельных участков или зданий;
- б) ипотечные кредиты не имеют стандартных параметров, поэтому вторичный рынок ипотек значительно уступает по объемам вторичному рынку ценных бумаг, размещенных на рынке капитала;
- в) в развитых странах ипотечные рынки в отличие от других рынков капитала строго регулируются специальными государственными органами.

### **Структура рынка ценных бумаг**

На рынке ценных бумаг выпускаются, обращаются и поглощаются ценные бумаги и их заменители (сертификаты, купоны и т. п.). Участниками данного рынка являются эмитенты, инвесторы и посредники. В зависимости от сроков совершения операций с ценными бумагами рынок ценных бумаг подразделяется на два сегмента:

- 1) *спотовый рынок*, на котором обмен *долевых* и *долговых* ценных бумаг на денежные средства осуществляется практически во время сделки;
- 2) *срочный рынок*, на котором осуществляется торговля срочными контрактами (форвардами, фьючерсами, опционами, свопами). Срочный рынок, в свою очередь, включает четыре сегмента:
  - 1) *форвардный рынок*, на котором стороны договариваются о поставке имеющихся у них в действительности ценных бумаг с окончательным расчетом к определенной дате в будущем;
  - 2) *фьючерсный рынок*, на котором производится торговля контрактами на поставку в определенный срок в будущем ценных бумаг или других финансовых инструментов, реально продаваемых на финансовом рынке;
  - 3) *опционный рынок*, на котором производится купля-продажа контрактов с правом покупки или продажи определенных финансо-

вых инструментов по заранее установленной цене (цене исполнения опциона) до окончания его срока действия;

- 4) *рынок свопов* — прямых обменов контрактами между участниками сделки с ценными бумагами, гарантирующий им взаимный обмен двумя финансовыми обязательствами в определенный момент (или несколько моментов) в будущем.

В зависимости от форм организации совершения сделок с ценными бумагами рынок ценных бумаг подразделяется на два сегмента:

- 1) *биржевой рынок*, на котором обращение ценных бумаг происходит в специально созданных финансовых институтах для их организованной и систематической продажи и перепродажи (фондовых биржах);
- 2) *внебиржевой рынок*, представляющий собой систему крупных торговых площадок, осуществляющих торговлю многими видами ценных бумаг.

Процесс вывода вновь выпускаемых ценных бумаг на рынок (первичное размещение) происходит на *первичных финансовых рынках*, назначение которых состоит в привлечении дополнительных финансовых ресурсов, необходимых для инвестиций в производство и для других целей (обязательными участниками таких рынков являются эмитенты и инвесторы). *Вторичные рынки* предназначены для перераспределения уже имеющихся ресурсов в соответствии с потребностями и возможностями участников рынка, позволяя получать деньги при продаже эмитированных ранее ценных бумаг.

### **Сущность финансового посредничества**

Финансовые посредники приобретают у экономических субъектов, нуждающихся в денежных средствах, (*заемщиков*) их прямые обязательства и преобразуют их в другие обязательства с иными характеристиками, которые продают экономическим субъектам, имеющим свободные денежные средства (*кредиторам*). Обеспечение наиболее эффективного перемещения средств от кредиторов к заемщикам является главной задачей финансовых посредников. В результате и для одних, и для других финансовое посредничество имеет свои преимущества. Для кредиторов преимущества финансового посредничества таковы:

- 1) снижение кредитного риска за счет его диверсификации путем распределения финансовым посредником вложений по видам финансовых инструментов между кредиторами при выдаче синдицированных кредитов, во времени и иным образом;
- 2) снижение кредитного риска и издержек по кредитованию благодаря созданию финансовым посредником систем проверки платежеспособности распространения своих услуг;

3) обеспечение финансовыми институтами постоянного уровня ликвидности для своих клиентов.

Для заемщиков финансовое посредничество характеризуется следующими преимуществами:

- 1) упрощается проблема поиска кредиторов, готовых предоставить займы на приемлемых условиях;
- 2) при нормальных экономических условиях снижается ставка за кредит;
- 3) благодаря тому что финансовые посредники осуществляют трансформацию сроков, восполняется разрыв между предпочтением долгосрочных ссуд заемщика и предпочтением ликвидности кредитора;
- 4) удовлетворяется спрос заемщиков на крупные кредиты за счет агрегирования больших сумм от множества клиентов.

Финансовых посредников можно разделить на четыре группы: финансовые учреждения депозитного типа; договорные сберегательные учреждения; инвестиционные фонды; иные финансовые организации.

#### **Каковы особенности финансовых институтов, относящихся к учреждениям депозитного типа?**

Учреждения депозитного типа являются наиболее распространенными финансовыми посредниками. В развитых странах их услугами пользуется значительная часть населения, так как выплату доходов по депозитным счетам, как правило, гарантируют страховые компании, надежность которых обеспечивает государство. Основными институтами данной группы выступают коммерческие банки, сберегательные институты и кредитные союзы. Привлеченные ими средства используются для выдачи банковских, потребительских и ипотечных кредитов.

*Коммерческие банки*, как правило, предлагают самый широкий спектр услуг по привлечению временно свободных денежных средств и по предоставлению различных займов, кредитов. В силу высокой значимости коммерческих банков в развитии экономики они являются объектом жесткого государственного контроля. Следует отметить, что роль коммерческих банков в развитии инвестиционных процессов в России до сих пор остается незначительной.

*Сберегательные институты* являются специализированными финансовыми институтами, основными источниками средств которых выступают сберегательные вклады и разнообразные срочные потребительские депозиты. Эти институты заимствуют денежные средства на короткие сроки с использованием текущих и сберегательных счетов, а затем ссужают их на длительный срок под обеспечение в виде недвижимости. Сберегательные институты преимущественно занимаются

ипотечным кредитованием и финансированием операций с недвижимостью. В 1980-е гг. сберегательным институтам в США и ряде стран Европы были предоставлены многие полномочия коммерческих банков. В результате различия между сберегательными институтами и коммерческими банками стали постепенно стираться. Однако ипотечные кредиты все же остаются основой их кредитной деятельности. В России законодательство не делает различия между коммерческими и сберегательными банками.

*Кредитные союзы* являются институтами взаимного кредитования. Они принимают вклады физических лиц и кредитуют членов союза на приемлемых для тех условиях. Обязательства этих союзов формируются из сберегательных и чековых счетов (паев). Свои средства кредитные союзы предоставляют членам союза в виде краткосрочных потребительских ссуд. Членство в кредитном союзе, как правило, должно соответствовать «общим обязательным требованиям». Обычно они создаются по профессиональному, региональному или религиозному признакам. Каждый член кредитного союза имеет один голос при принятии решений на общих собраниях независимо от количества сберегательных паев (депозитов), которыми он владеет в этом обществе.

Кредитные союзы имеют ряд преимуществ перед иными финансовыми институтами депозитного типа. Как правило, они освобождаются от уплаты налога на доходы (прибыль), не являются субъектом антимонопольного законодательства, что позволяет им участвовать в совместных предприятиях. В России деятельность кредитных союзов еще не получила достаточного распространения.

### **Каковы основные этапы развития российской банковской системы?**

Можно выделить пять основных этапов развития российской банковской системы.

На *первом* этапе (до конца 1993 г.) наблюдалась значительная концентрация ресурсов банковской системы в руках крупнейших кредитных учреждений, образованных на базе прежних государственных спецбанков (Сбербанка, Промстройбанка, Мосбизнесбанка (бывшего Жилсоцбанка) и ряда других).

*Второй* этап (1994 г. — середина 1995 г.) характеризовался появлением значительного числа вновь образованных коммерческих банков и наименьшей концентрацией банковского капитала. Развитию банков способствовали высокая инфляция, развитость рынков высоколиквидных валютных инструментов и межбанковских кредитов. Банковская система была неустойчивой, сильно зависимой от колебания валютного курса, изменений во внешнеэкономической среде. Банки не располагали надежной ресурсной базой, устойчивыми связями с клиентами,

квалифицированным менеджментом, не занимались долгосрочным кредитованием предприятий, не были способны к работе в относительно нормальных экономических условиях. Кризис рынка межбанковских кредитов и падение темпов инфляции перевели развитие системы на новый этап через процессы разорения, концентрации и централизации банковского капитала.

Для *третьего* этапа (с середины 1995 по 1997 г.) было характерно снижение доли валютных обязательств по сравнению с предыдущим этапом, снижение доли кредитов и одновременный рост государственных обязательств. Государство стало выступать в качестве главного заемщика финансовых ресурсов у коммерческих банков. Крупнейшими операторами на рынке государственных долговых обязательств выступали банки, которые одновременно являлись и главными агентами по обслуживанию бюджетных счетов. Остатки бюджетных средств на счетах этих банков активно использовались для покупки государственных краткосрочных бескупонных облигаций и облигаций Федерального займа с переменным купоном (ГКО-ОФЗ). Рынок ГКО-ОФЗ обладал высокой ликвидностью, а доходы по государственным ценным бумагам находились на очень высоком уровне по сравнению с другими финансовыми инструментами, что объяснялось политикой государственных властей, пытавшихся покрыть дефицит государственного бюджета за счет создания «пирамиды» долгов.

*Четвертый* этап (с начала 1997 по август 1998 г.) характеризовался активизацией слияния банков, а также началом переориентации многих банков на работу с реальным сектором экономики. Снижение доходности ГКО, ужесточение денежной политики во второй половине 1997 г. повлекло ухудшение финансовых показателей деятельности банков. Вместе с тем в 1997 г. была переломлена тенденция к сокращению кредитной активности. Этот период связан с процессом активного встраивания в банковский сектор страховых компаний, а также с активизацией в деятельности региональных банков.

Август 1998 г. знаменует *пятый* этап развития банковской системы, сопровождаемый самым крупным банковским кризисом в современной России. Отказ правительства отвечать по своим финансовым обязательствам по ГКО-ОФЗ наиболее разрушительно сказался на крупнейших системообразующих банках, основных держателях государственных ценных бумаг. Относительным оплотом надежности оказались малые и средние банки, не имеющие валютных вкладов и имевшие в активах небольшие доли ГКО-ОФЗ. Банковский кризис, быстро трансформировавшийся в валютный и далее в финансовый кризис, привел к глубокому социально-экономическому кризису общества. Кризисный этап банковской системы продолжался до середины 1999 г., когда начались активные действия по реструктуризации, санации проблемных банков.

С середины 1999 г. банковская система России перешла к новому, *пятому* этапу, характеризующемуся законодательным обеспечением реструктуризации банков, ликвидацией банков-банкротов, реструктуризацией внешней задолженности банков. С середины 1999 г. обозначился рост капиталов иностранных банков, а с 2000 г. — российских банков. Коммерческие банки России с 2000 г. начали работать на рынке частных вкладов, что свидетельствует о возврате доверия к ним со стороны населения. Банковский сектор России постоянно консолидируется, продолжается концентрация бизнеса в 30—40 крупнейших банках. Коммерческие банки России увеличивают свои активы, активизируют деятельность на кредитном рынке, в то же время сталкиваясь с дефицитом качественных заемщиков, что приводит к «утяжелению» требуемого банками обеспечения и применению дискретного подхода в определении процентных ставок по кредитам в зависимости от предоставляемого обеспечения.

### **Какковы основные функции Центрального банка России?**

Банк России (во взаимодействии с Правительством РФ) разрабатывает и ежегодно направляет в Государственную Думу для окончательного согласования и принятия основные направления денежно-кредитной политики. Основная функция ЦБ РФ состоит в защите и обеспечении устойчивости рубля. Банк России осуществляет эмиссию наличных денег, организует их обращение, регулирует объем выдаваемых им кредитов. Основными инструментами и методами такого регулирования выступают:

- а) процентная политика;
- б) установление нормативов обязательных резервов кредитных организаций, депонируемых в Банке России;
- в) купля-продажа Банком России государственных ценных бумаг, организация кредитования коммерческих банков, в том числе с помощью учета и переучета векселей;
- г) осуществление валютного регулирования и валютного контроля;
- д) установление ориентиров роста показателей денежной массы.

Банк России регистрирует кредитные организации, выдает и отзывает лицензии на осуществление банковских операций, осуществляет регистрацию эмиссии ценных бумаг кредитных организаций; осуществляет контроль за соблюдением кредитными организациями банковского законодательства. ЦБ РФ может осуществлять все виды банковских операций.

Банк России без взимания комиссионного вознаграждения осуществляет операции с федеральным бюджетом и бюджетами субъектов Российской Федерации, местными бюджетами, а также операции

по обслуживанию государственного долга и операции с золотовалютными резервами.

### **Каковы особенности сберегательных учреждений, действующих на договорной основе?**

К сберегательным учреждениям, действующим на договорной основе, относят страховые компании и пенсионные фонды. В развитых странах Запада они являются наиболее «состоятельными» финансовыми институтами, характеризуюсь устойчивым притоком средств от держателей страховых полисов и владельцев счетов в пенсионных фондах и имея возможность инвестировать средства в долгосрочные высокодоходные финансовые инструменты.

Наиболее крупные в финансовом отношении пенсионные фонды действуют в США. *Частные пенсионные фонды* здесь создаются в двух основных организационных формах. Первая форма предполагает наличие застрахованного компанией по страхованию жизни пенсионного плана, вторая — незастрахованного пенсионного плана, в рамках которого формируется частный пенсионный фонд, управляемый попечителем (как правило, коммерческим банком или трастовой компанией), который получает взносы и выплачивает пенсионные пособия в соответствии с условиями договоров о доверительном управлении. Частные пенсионные фонды инвестируют свободные финансовые ресурсы, как правило, в долгосрочные финансовые инструменты (акции, облигации, долгосрочные закладные). Получение пенсионных пособий зависит прежде всего от продолжительности периода, в течение которого застрахованный вовлечен в пенсионный план (как правило, не менее 5 лет). Если работник компании увольняется до установленного срока, он утрачивает все свои права на данное пенсионное пособие. Частные пенсионные фонды используют разные методы осуществления выплат: существуют пенсионные планы как с фиксированными выплатами, так и с фиксированными взносами, где размер пенсионных пособий зависит и от величины взноса, и от размера прибыли, получаемой фондом на величину взноса. *Государственные пенсионные фонды* формируются в рамках отдельных пенсионных программ. Правительства штатов, местных органов власти, федеральное правительство имеют собственные пенсионные программы для своих сотрудников и соответственно свои фонды. Они функционируют на принципах частных пенсионных фондов, их средства также образуются за счет взносов наемных работников и работодателей (государственных органов). Эти фонды весьма дифференцированы по объему аккумулируемых средств.

Деятельность *страховых компаний* является объектом жесткого государственного регулирования и саморегулирования. Главным

направлением регулирования выступает лицензирование, предусматривающее в качестве обязательного требования соблюдение минимальной величины уставного, а также резервного капиталов страховых компаний. В России страховые компании могут самостоятельно выбирать организационно-правовую форму. Однако существуют жесткие требования к размеру уставного капитала.

Наряду со страховыми компаниями на рынке страховых полисов и пенсионных счетов в России присутствуют и негосударственные пенсионные фонды (НПФ), предоставляющие дополнительное пенсионное обеспечение за счет взносов работодателей и работающего населения. В России они могут создаваться в форме некоммерческой организации социального обеспечения. Выделяют несколько категорий НПФ: открытые (их участником может стать любой гражданин) и закрытые (подразделяются на корпоративные, отраслевые, региональные и профессиональные). В настоящее время в России большинство составляют закрытые корпоративные НПФ. Перспективы развития НПФ во многом связаны с особенностями предстоящей пенсионной реформы.

### **Каковы особенности инвестиционных фондов?**

Инвестиционные фонды аккумулируют ресурсы инвесторов и вкладывают их в инструменты денежного рынка и рынка капиталов или в специализированные активы, такие как недвижимость. Как правило, инвестиционные фонды специализируются на долгосрочных инвестициях, выпуская финансовые обязательства различных номиналов, что позволяет им быстро продавать и покупать финансовые обязательства, для которых уже существует рынок, или выкупать свои акции (инвестиционные паи) по их текущей рыночной цене. Используя преимущества сниженных тарифов по крупномасштабным сделкам, инвестиционные фонды позволяют экономить на масштабах операций при управлении инвестициями, а также на транзакционных издержках. Инвестиционные фонды функционируют в основном в форме инвестиционных компаний закрытого и открытого типа.

*Инвестиционные фонды закрытого типа* продают свои акции, чтобы получить наличные средства для инвестирования в обращающиеся на фондовом рынке ценные бумаги, а в дальнейшем ограничивают количество размещаемых акций среди фиксированного круга инвесторов. Инвестор, желающий купить или продать акции данного фонда, осуществляет соответствующие операции на вторичном рынке. Цена за одну акцию фонда определяется на основе соотношения спроса и предложения.

*Инвестиционные фонды открытого типа* (в некоторых странах их называют *взаимными фондами*), как правило, гарантируют инвесторам право погашения некоторой части или всех акций по чистой стоимости активов, приходящихся на одну акцию в любой день при условии, что инвестор известит фонд о своих намерениях погасить акции за определенное время до намечаемого дня. Для этих компаний не существует ограничений на количество эмитируемых акций. При покупке акций у инвесторов они, как правило, погашаются по чистой текущей стоимости активов фонда, а общее количество размещенных акций уменьшается на величину выкупа.

Взаимные фонды инвестируют только в высоколиквидные активы, обращающиеся на рынке. Закрытые инвестиционные компании инвестируют свои средства в менее ликвидные, но в то же время наиболее доходные и рискованные активы.

В США существенное развитие получили *паевые инвестиционные фонды (трасты)*, использующиеся для инвестиций в активы, которые продаются и покупаются на рынке с определенным набором условий, оговариваемых в трастовом договоре. Приобретаемые бумаги обычно представляют собой правительственные ноты или облигации, корпоративные и муниципальные облигации, а также привилегированные акции и иные инструменты денежного рынка. Паевые инвестиционные трасты характеризуются высокой устойчивостью и минимальными рисками для инвесторов.

### **Каковы особенности российских инвестиционных фондов?**

Инвестиционным фондом признается любое открытое акционерное общество, которое одновременно:

- а) привлекает средства за счет эмиссии собственных акций;
- б) ведет торговлю ценными бумагами;
- в) владеет инвестиционными бумагами, стоимость которых должна составлять 30 и более процентов от стоимости его активов в течение более четырех месяцев суммарно в пределах одного календарного года.

Наибольшее распространение в России получили *чековые инвестиционные фонды (ЧИФы)*, которые были призваны аккумулировать приватизационные чеки (ваучеры) физических и юридических лиц путем обмена своих акций на ваучеры для последующего приобретения за них акций приватизированных предприятий. Формально можно утверждать, что с поставленной перед ними задачей ЧИФы справились успешно. Однако интересы владельцев ваучеров, ставших акционерами ЧИФов, были практически незащищены. В конце 1996 г. также появились первые *паевые инвестиционные фонды (ПИФы)*, представляющие собой имущественные комплексы без создания юридического лица, доверительное

управление имуществом которых осуществляют управляющие компании. ПИФы в России могут быть образованы:

- 1) путем регистрации проспекта эмиссии инвестиционных паев управляющей компанией и размещения инвестиционных паев среди инвесторов;
- 2) по решению общего собрания акционеров при ликвидации ЧИФа, имущество которого передается в доверительное управление управляющей компании;
- 3) при реорганизации коммерческих организаций, которые привлекали денежные средства физических и юридических лиц. ПИФы занимают скромное место на рынке ценных бумаг, вместе с тем в целом характеризуются открытостью, прозрачностью, равносудностью имущественных прав инвесторов и возможностями получения денежных средств за принадлежащие им инвестиционные паи. Поэтому перспективы их развития оцениваются весьма высоко.

### **Охарактеризуйте финансовые институты, относящиеся к группе иных финансовых организаций**

К группе иных финансовых организаций прежде всего относят:

- *финансовые компании*, которые получают средства за счет банковских кредитов, продажи коммерческих бумаг и выпуска долговых обязательств, предоставляя кратко- и среднесрочные кредиты, осуществляя лизинговые и факторинговые операции. Как правило, это институты с высокой долей заемного капитала, кредиты которых часто характеризуются высокой степенью риска. Финансовые компании могут создаваться в различных организационно-правовых формах (партнерства, корпорации на правах частной собственности, открытые акционерные компании, дочерние предприятия, принадлежащие холдинговым компаниям коммерческих банков, компании по страхованию и т. д.);
- *инвестиционные банки*, которые выполняют эмиссионно-учредительские и посреднические функции, специализируясь на помощи бизнесу и правительству в размещении выпусков их ценных бумаг на первичных рынках для финансирования инвестиций. После завершения продажи ценных бумаг они также формируют вторичный рынок для этих ценных бумаг, выступая в роли брокеров и дилеров. В странах, где законодательство не предусматривает разделение банковской деятельности на коммерческую и инвестиционную, коммерческие банки предоставляют инвестиционные услуги в рамках обычной деятельности. В российском законодательстве понятие «инвестиционный банк» четко не определено. Однако можно вы-

делить основные виды деятельности российских инвестиционных банков:

- а) выполнение функций брокеров, дилеров, депозитариев;
- б) организацию расчетов по операциям с ценными бумагами;
- в) формирование эмиссионных портфелей;
- г) формирование индивидуальных портфелей ценных бумаг для отдельных инвесторов;
- д) консалтинговые услуги по вопросам инвестирования, поиски инвесторов и объектов инвестирования. **Функции инвестиционного банка в России наиболее полно выполняет ЦБ РФ;**

- *венчурные фирмы*, средства которых служат основным источником акционерного капитала для организации новых предприятий прежде всего в отраслях высоких технологий. Венчурные фонды подразделяются на три группы:

- 1) частные независимые фонды (как правило, организуются в форме партнерства с ограниченной ответственностью),
- 2) корпоративные филиалы (осуществляют свои инвестиции в целях диверсификации деятельности материнской компании, предпочитая инвестировать в более зрелые компании и в случае успеха последних стараются поглотить венчурное предприятие целиком, не допуская публичного размещения его акций);
- 3) инвестиционные корпорации для малого бизнеса, финансируемые за счет государства (действуют как инвестиционные паевые фонды закрытого типа). В России количество венчурных компаний незначительно;

- *хеджевые фонды*, цели которых заключаются в получении постоянной нормы прибыли выше среднерыночной при одновременном сокращении риска потерь. Для этого хеджевые фонды формируют инвестиционные пулы, используя разнообразные финансовые модели для осуществления операций на финансовых рынках. Обычно хеджевые фонды образуются в форме ограниченного товарищества между управляющим фондом, который выступает в качестве главного лица, и инвесторами, которые являются пассивными его партнерами с ограниченной ответственностью. Хеджевые фонды — очень гибкие инвестиционные структуры, но их деятельность связана с высокими рисками.

### **Какие институты образуют инфраструктуру фондового рынка?**

Основными участниками фондового рынка являются эмитенты и инвесторы. Взаимоотношения между ними в процессе купли-продажи ценных бумаг носят специфический характер, они опосредуются специальными институтами, которые относятся к профессиональным участникам фондового рынка. В совокупности эти институты,

осуществляющие профессиональную деятельность на фондовом рынке, представляют собой его инфраструктуру.

### **Каковы основные виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг?**

В соответствии с российским законодательством профессиональные участники рынка ценных бумаг определяются как юридические лица, которые могут осуществлять следующие виды деятельности на рынке ценных бумаг:

- брокерскую деятельность;
- дилерскую деятельность;
- деятельность по доверительному управлению ценными бумагами;
- клиринговую деятельность;
- депозитарную деятельность;
- деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг;
- деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг.

Еще одним направлением профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг является консалтинговая деятельность, но для ее осуществления не требуется специальной лицензии (разрешения). В качестве финансового консультанта на рынке ценных бумаг может выступать юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление брокерской и/или дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, оказывающее эмитенту услуги по подготовке проспекта эмиссии ценных бумаг.

Указанные направления профессиональной деятельности на фондовом рынке подразделяются на:

- фондовое посредничество;
- организационно-техническое обслуживание операций с ценными бумагами.

### **Кто является профессиональными участниками рынка ценных бумаг?**

В соответствии с основными направлениями профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг можно выделить его профессиональных участников:

- брокеры (фондовые посредники при заключении сделок, сами в них не участвующие);
- дилеры (фондовые посредники, участвующие в сделках своим капиталом);
- управляющие (организации, распоряжающиеся полученными в доверительное управление ценными бумагами в интересах их владельцев);
- клиринговые организации (осуществляющие определение взаимных обязательств между контрагентами сделок и их зачет по поставкам

- ценных бумаг и расчетам по ним);
- депозитарии (организации, оказывающие услуги по хранению, движению и переходу прав на ценные бумаги);
- регистраторы (организации, ведущие реестры владельцев ценных бумаг);
- организаторы торговли на рынке ценных бумаг (оказывающие услуги, способствующие заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами).

### **В чем заключается фондовое посредничество на рынке ценных бумаг?**

Фондовые посредники сводят вместе покупателей и продавцов<sup>1</sup>.

Их функции выполняют профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие дилерскую, брокерскую деятельность, деятельность по управлению ценными бумагами и инвестиционное консультирование. Таким образом, можно выделить три вида фондовых посредников:

- брокеры;
- дилеры;
- доверительные управляющие.

### **Кто такой брокер?**

Брокером именуется профессиональный участник рынка ценных бумаг, который занимается брокерской деятельностью. В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» брокерской деятельностью признается совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами от имени и за счет клиента или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом.

Профессиональная брокерская деятельность на фондовом рынке выполняется на основании лицензии, полученной в установленном порядке. Брокер получает эту лицензию в Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР России) или в уполномоченных организациях, получивших у нее генеральную лицензию. Законом допускается совмещение брокерской деятельности с другими видами деятельности на рынке ценных бумаг.

---

<sup>1</sup> Фондовые посредники посредничают в перемещении капиталов от одних экономических субъектов к другим, но не выпускают собственных долговых обязательств. Они отличаются от финансовых посредников, которые посредничают в перемещении капиталов от одних субъектов к другим путем двойного обмена обязательств, т. е. они занимаются трансформацией прямых требований в косвенные, более привлекательные для инвесторов.

## **В чем заключается деятельность брокера?**

В сферу деятельности брокерской фирмы входит оказание услуг по консалтингу, размещение ценных бумаг на первичном и вторичном рынках, создание инвестиционных фондов и управление ими и т. п. Брокеры могут оказывать также некоторые особые услуги в виде посредничества при получении банковского кредита, помощи в страховании сделок с ценными бумагами, в том числе биржевых. Сделки, заключаемые брокером по поручению клиентов, во всех случаях подлежат приоритетному исполнению по сравнению с дилерскими сделками самого брокера.

Для осуществления деятельности на рынке ценных бумаг брокерские организации должны отвечать следующим требованиям:

- иметь в штате специалистов, у которых есть квалификационные аттестаты;
- располагать собственным капиталом в установленном минимальном размере, необходимом для обеспечения материальной ответственности перед клиентами;
- пользоваться системой учета и отчетности, точно и полно отражающей движение денежных средств по операциям с ценными бумагами.

Если брокер выполняет и дилерские сделки (занимается куплей-продажей за собственный счет), он обязан уведомить об этом своих клиентов. В обязанность брокера входит добросовестное исполнение поручений клиентов и выполнение их заявок в порядке поступления. Взаимоотношения брокера и клиента строятся на договорной основе. При этом может использоваться как договор поручения, так и договор комиссии.

При отсутствии указаний на полномочия поверенного или комиссионера в договоре брокер может действовать на основании доверенности.

## **Каковы основные правила брокерской деятельности?**

Брокеры совершают операции, руководствуясь определенными правилами:

- между брокерской фирмой и клиентом заключается договор, в котором оговариваются все условия поручений клиента, включая место покупки ценных бумаг (фондовая биржа или внебиржевой рынок);
- брокер действует в пределах определенной клиентом суммы, сохраняя за собой право выбора ценных бумаг в соответствии с переданным ему поручением;
- клиент может отдать брокеру приказ прекратить все порученные ему сделки;

- выполнив поручение, брокер обязан в установленный в договоре срок известить об этом клиента и перечислить ему средства, полученные от продажи ценных бумаг за вычетом комиссионных;
- сделка должна быть зарегистрирована брокером в особой книге, клиент вправе потребовать из нее выписку.

Принимая поручения от своих клиентов, брокерская фирма нуждается в определенных гарантиях, особенно если клиент выступает как покупатель. Для гарантирования сделки может быть использован вексель на всю сумму сделки; залог в размере 25–100 % сделки, внесенный на счет брокера; текущий счет, открытый для брокера; страховой полис, предоставленный брокеру, и другие виды обеспечения.

Брокерская фирма обязана информировать своего клиента о гарантиях, предоставляемых его контрагентом. Если брокерская фирма осуществляет операции за свой счет, предоставляя клиенту кредит и принимая на себя риск по совершаемым сделками, то ее доход включает не только комиссионные и процент за кредит, но и плату за риск. Такие сделки имеют характер дилерских, в данном случае брокерская фирма выходит за рамки выполнения посреднической функции.

### **В чем заключаются основные функции брокера на фондовом рынке?**

Обобщая направления брокерской деятельности на фондовом рынке, можно выделить основные функции брокера:

- совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве комиссионера;
- совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного;
- обеспечение надлежащего хранения и отдельный учет ценных бумаг клиентов в соответствии с требованиями ФСФР России;
- принятие на себя ручательства за исполнение сделки купли-продажи ценных бумаг третьим лицом;
- информационное, методическое, правовое, аналитическое и консультационное сопровождение операций с ценными бумагами;
- доведение до сведения клиентов всей необходимой информации, включая информацию о существующих рисках;
- раскрытие информации о своих операциях с ценными бумагами в случаях и порядке, предусмотренных действующим законодательством

### **Кто такой дилер и в чем заключается его деятельность?**

Дилером является профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий дилерскую деятельность. В соответствии с российским

законодательством в качестве таковой признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленному лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам.

Дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией.

Доход дилера зависит от разницы цен покупателя и продавца на одну и ту же ценную бумагу. В связи с этим он должен принимать решения о купле-продаже на основе постоянного анализа рыночной конъюнктуры. Обычно дилеры специализируются на одном или нескольких видах ценных бумаг. Крупные дилерские организации могут работать со всеми ценными бумагами, обращающимися на рынке.

Выступая в роли оператора рынка, дилер имеет право объявить цену продажи и покупки, минимальное и максимальное количество покупаемых и/или продаваемых бумаг и срок, в течение которого действуют объявленные цены. При отсутствии иных существенных условий дилер обязан заключить договор на существенных условиях, предложенных его клиентом. В том случае, если дилер уклоняется от заключения договора, ему может быть предъявлен иск о принудительном заключении такого договора или о возмещении причиненных клиенту убытков.

На российском рынке в роли дилеров обычно выступают инвестиционные компании, одной из функций которых является вложение средств в ценные бумаги и осуществление сделок с ними от своего имени. Дилерской деятельностью активно занимаются банки, имеющие возможность вкладывать значительные средства в ценные бумаги.

### **В чем заключаются основные функции дилера на фондовом рынке?**

К основным функциям дилера следует отнести:

- совершение сделок купли-продажи ценных бумаг за свой счет и от своего имени на основе публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг;
- выполнение обязательств по обеспечению ликвидности рынка ценных бумаг путем совершения за свой счет операций по выравниванию курса ценных бумаг в случае снижения активности покупателей или продавцов;
- раскрытие информации о своих операциях с ценными бумагами в случаях и порядке, предусмотренных действующим законодательством;
- осуществление андеррайтинга в ходе корпоративных эмиссий;
- предоставление информации о выпусках ценных бумаг, их курсах и инвестиционных качествах.

При осуществлении любого вида деятельности дилерские фирмы получают доход за счет прибыли на инвестированный капитал и получаемых комиссионных.

### **Что такое андеррайтинг? Каковы его формы?**

Деятельность по *андеррайтингу* ценных бумаг представляет особое направление дилерской деятельности, заключающееся в покупке или гарантировании покупки ценных бумаг при их первичном размещении.

*Андеррайтер* — профессиональный участник рынка ценных бумаг, принимающий на себя определенные обязательства перед эмитентом по размещению его эмиссионных ценных бумаг на согласованных условиях и за вознаграждение. На практике эту функцию выполняет инвестиционный посредник, играющий ключевую роль в процессе эмиссии ценных бумаг и выступающий важнейшим экспертом финансового рынка. Он одновременно выполняет функции поставщика и потребителя долгосрочных активов на рынке капиталов, сводя вместе инвесторов и эмитентов. Данный фондовый посредник оказывает клиентам услуги прежде всего по решению задач корпоративного финансирования путем размещения ценных бумаг клиента.

В широком смысле корпоративное финансирование представляет собой содействие в привлечении капитала для финансирования инвестиционных проектов; нахождение стратегических партнеров по внедрению новых технологий, рынков или методов управления; размещение акций и создание рынка для эмитируемых бумаг.

В развитых странах роль инвестиционного посредника чаще всего выполняют инвестиционные банки. Они владеют местами на всех основных фондовых биржах и имеют доступ к внебиржевому рынку. Если инвестиционный банк покупает и продает зарегистрированные на бирже ценные бумаги за свой счет, вкладывая свой собственный капитал и рискуя им, он действует как дилер<sup>1</sup>. В России функцию инвестиционного посредника при размещении корпоративных эмиссий во многих случаях выполняют коммерческие банки.

Участвуя в публичном размещении, банк является андеррайтером выпуска, несущим в определенном объеме ответственность за распространение эмиссии. При «твердом» андеррайтинге банк покупает у эмитента весь выпуск по установленной цене и затем перепродает ценные бумаги инвесторам по более высокой цене, принимая на себя весь риск в случае неудачного размещения (т. е. выступает дилером). Андеррайтинг

---

<sup>1</sup> Если инвестиционный банк выступает в качестве агента одной из сторон в сделке по покупке или продаже зарегистрированных на бирже ценных бумаг, он действует как брокер.

«на лучших условиях» означает, что банк содействует размещению, но не гарантирует выпуск и не имеет обязательств по полному размещению эмиссии.

### **В чем заключается деятельность управляющей компании?**

Одним из видов фондовых посредников являются *управляющие компании*. Под деятельностью по управлению ценными бумагами признается осуществление юридическим лицом от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления переданными ему во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц:

- ценными бумагами и денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги;
- ценными бумагами и денежными средствами, получаемыми в процессе этого управления.

Роль управляющих компаний на рынке ценных бумаг обусловлена тем, что они могут обеспечивать:

- как правило, лучшие результаты от операций с ценными бумагами клиентов по сравнению с деятельностью последних за счет своего профессионализма;
- более низкие затраты по операциям с ценными бумагами за счет масштабов своей деятельности;
- более высокую эффективность операций с ценными бумагами за счет одновременной работы в разных секторах рынка и/или в разных странах.

Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по управлению ценными бумагами, оказывает клиентам услуги на условиях *доверительного управления*. Собственник имущества (ценных бумаг и денежных средств), переданного в доверительное управление, называется *учредителем управления*. Лицо, в интересах которого происходит управление ценными бумагами, является *выгодоприобретателем*. Согласно законодательству выгодоприобретателем может быть либо сам учредитель управления, либо названное им третье лицо.

Учредитель управления определяет порядок управления активами, согласовывает с управляющей компанией условия предоставления услуги и подписывает договор доверительного управления имуществом. Управляющий формирует инвестиционный портфель и управляет им, совершая на рынке ценных бумаг допустимые договором и законодательством операции. При этом используется счет доверительного управления в банке и/или счет депо в депозитарии. На счет доверительного управления в банке поступают все денежные средства, а на счет депо — все ценные бумаги, получаемые в ходе управления.

Объектами доверительного управления могут выступать:

- акции акционерных обществ, находящиеся на момент заключения договора о доверительном управлении ими в государственной (муниципальной) собственности;
- облигации коммерческих организаций, в том числе находящиеся на момент заключения договора о доверительном управлении ими в государственной (муниципальной) собственности;
- государственные (муниципальные) облигации любых типов, за исключением тех, условия выпуска и обращения которых не допускают передачу их в доверительное управление.

Объектами доверительного управления не могут служить переводные и простые векселя, чеки, депозитные (сберегательные) сертификаты банков и иных кредитных организаций, сберегательные книжки на предъявителя, складские свидетельства любых видов, иные товарораспорядительные документы, относимые к ценным бумагам в соответствии с Гражданским кодексом Российской Федерации.

Инвестор может быть заинтересован в услуге доверительного управления только в том случае, если доходность активов, находящихся под управлением, превысит доходность по альтернативным вложениям. Таким образом, управляющий несет определенные обязательства по уровню доходности, что необходимо учитывать в течение всего времени управления активами клиента.

Как было отмечено выше, деятельность профессиональных участников на рынке ценных бумаг осуществляется по двум направлениям.

### **Какие профессиональные участники обеспечивают организационно-техническое обслуживание рынка ценных бумаг?**

Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг, связанная с его организационно-техническим обслуживанием, подразделяется на два самостоятельных типа. Во-первых, это деятельность по организации торговли ценными бумагами и финансовыми инструментами. Во-вторых, деятельность по обеспечению учетно-расчетного обслуживания сделок с ценными бумагами.

Деятельность организатора торговли на рынке ценных бумаг заключается в предоставлении услуг, способствующих заключению сделок с ценными бумагами. Организаторы фондовой торговли могут существовать в виде биржевых и внебиржевых торговых площадок.

Учетно-расчетная деятельность на фондовом рынке предполагает определение взаимных обязательств контрагентов по сделкам, обеспечение выполнения этих обязательств и фиксацию прав собственности на ценные бумаги, явившиеся предметом сделки. Она осуществляется

такими профессиональными участниками фондового рынка, как расчетно-клиринговые организации, депозитарии и регистраторы.

### **В чем заключается деятельность организатора торговли?**

Организатор торгов биржевого типа служит ценообразующим механизмом фондового рынка, что обеспечивается особенностями организации биржевых торгов и широкой доступностью информации о ходе торгов и результатах сделок. Биржа является классическим организатором рынка ценных бумаг, важным элементом вторичного рынка, на котором ценные бумаги перераспределяются от их первых владельцев к последующим.

На традиционной *фондовой бирже* торговля сосредоточена в одном месте, в специально оборудованном здании, и происходит на основе голосового аукциона. В ходе классических биржевых аукционных торгов осуществляется обработка заявок участников торгов на куплю-продажу ценных бумаг и котировка (установление) единой цены, по которой затем исполняются сделки. Фондовая биржа в современном понимании представляет собой систему электронных торгов, участники которых связаны телекоммуникационной сетью. На такой электронной бирже все дилеры выставляют свои собственные котировки, а сделки совершаются по ценам, которые участники торгов сочтут приемлемыми для себя. В России в настоящее время все фондовые биржи существуют в виде электронных торгов.

Внебиржевая торговля имеет место тогда, когда купля-продажа ценных бумаг происходит между продавцом и покупателем без посредника или осуществляется через банк или фондовый магазин. Таким образом, чаще всего перераспределяются мелкие пакеты ценных бумаг. Иногда такой вид торговли ценными бумагами используется для крупных адресных сделок, которые характерны для первичного рынка ценных бумаг.

В России фондовые биржи могут создаваться как некоммерческие партнерства (существующие за счет членских взносов и комиссионных, взимаемых со сделок) или как акционерные общества. Они могут совмещать свою организаторскую деятельность с расчетно-клиринговой и депозитарной деятельностью.

В качестве организатора торговли фондовая биржа предоставляет место для заключения сделок с ценными бумагами, устанавливает правила торговли и требования к обращающимся на ней ценным бумагам и их эмитентам, гарантирует исполнение обязательств по сделкам, обеспечивает арбитраж в спорных вопросах.

Фондовые биржи могут создаваться саморегулируемыми организациями, которые существуют в виде добровольных объединений профессиональных участников рынка ценных бумаг.

### **Что такое клиринговая деятельность и в чем ее особенности?**

Деятельность расчетно-клиринговых организаций включает:

- сбор, сверку и корректировку информации по сделкам, совершенным на рынках, которые обслуживаются данной организацией;
- осуществление зачета взаимных требований между участниками расчетов (осуществление клиринга);
- проведение расчетных операций между членами расчетно-клиринговой организации (в ряде случаев — и другими участниками рынка);
- установление сроков, в течение которых денежные средства и соответствующая и документация должны поступать в расчетно-клиринговую организацию (разработку расписания расчетов);
- контроль за перемещением ценных бумаг (или других активов, лежащих в основе биржевых сделок) в результате исполнения контрактов;
- гарантирование исполнения заключенных на бирже контрактов;
- бухгалтерское и документарное оформление произведенных расчетов.

Клиринговая деятельность заключается в определении взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним) и их зачете по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним. Клиринговые организации принимают к исполнению подготовленные при определении взаимных обязательств по сделкам с ценными бумагами бухгалтерские документы на основании их договоров с участниками рынка ценных бумаг, для которых производится расчеты. В российской практике эти организации могут иметь такие названия, как Расчетная палата, Клиринговая палата, Клиринговый центр, Расчетный центр. Расчетно-клиринговую организацию можно рассматривать как специализированную организацию банковского типа, осуществляющую расчетное обслуживание участников организованного рынка ценных бумаг. Ее целью является снижение издержек по расчетному обслуживанию участников рынка, сокращение времени расчетов и минимизация рисков, которые имеют место при расчетах.

Для снижения рисков неисполнения сделок с ценными бумагами расчетно-клиринговая организация формирует специальные фонды. Минимальный размер специальных фондов расчетно-клиринговых организаций устанавливается Федеральной службой по финансовым рынкам по согласованию с Центральным банком Российской Федерации.

Расчетно-клиринговые организации обычно существуют в тех же организационно-правовых формах, что и коммерческие банки, и должны иметь лицензию Центрального банка на право обслуживания всех видов расчетных операций на рынке ценных бумаг. Но в отличие

от коммерческих банков расчетно-клиринговые организации не имеют права проводить кредитные и большинство других активных операций (например, вкладывать деньги в ценные бумаги).

Расчетно-клиринговая организация является коммерческой структурой и ориентирована на получение прибыли. Основные источники ее доходов складываются из платы за регистрацию сделок, из доходов от продажи информации, из доходов от обращения денежных средств, находящихся в распоряжении организации, из поступлений от продажи своих технологий расчетов и программного обеспечения. Она может обслуживать одну фондовую биржу или сразу несколько. Расчетное обслуживание нескольких торговых площадок в одном месте более выгодно для фондовых посредников, которые работают сразу на многих фондовых биржах. Взаимоотношения между расчетно-клиринговой организацией, ее членами, обслуживаемыми ею биржами и другими профессиональными участниками рынка ценных бумаг строятся на договорной основе.

Расчетно-клиринговые организации могут быть не только национальными, но и международными.

Иногда расчетно-клиринговые организации расширяют круг своей деятельности за пределы расчетного обслуживания и одновременно оказывают клиентам депозитарные услуги.

### **В чем заключается депозитарная деятельность?**

*Депозитариями* называются организации, которые осуществляют деятельность по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету прав собственности на ценные бумаги. Депозитарий ведет счета, на которых учитываются ценные бумаги, переданные ему на хранение, а также хранит сертификаты этих ценных бумаг. Депозитарием может быть только юридическое лицо.

Лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению ценных бумаг и/или учету прав на ценные бумаги, именуется депонентом. Между депозитарием и депонентом заключается договор, регулирующий их отношения (депозитарный договор, или договор счета депо). Депозитарный договор должен быть заключен в письменной форме. Депозитарий обязан иметь утвержденные им условия осуществления депозитарной деятельности, которые в обязательном порядке отражаются в депозитарном договоре.

Заключение депозитарного договора не влечет за собой перехода к депозитарию права собственности на ценные бумаги депонента. Депозитарий несет гражданско-правовую ответственность за сохранность депонированных у него сертификатов ценных бумаг. На ценные бумаги депонентов не может быть обращено взыскание по обязательствам депозитария.

Депозитарный договор должен содержать следующие существенные условия:

- однозначное определение предмета договора: предоставление услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету прав на ценные бумаги;
- порядок передачи депонентом депозитарию информации о распоряжении депонированными в депозитарии ценными бумагами депонента;
- срок действия договора;
- размер и порядок оплаты услуг депозитария, предусмотренных договором;
- форма и периодичность отчетности депозитария перед депонентом;
- обязанности депозитария.

К обязанностям депозитария относится регистрация фактов обременения ценных бумаг депонента обязательствами; ведение отдельного от других счета депо депонента с указанием даты и основания каждой операции по счету; передача депоненту всей информации о ценных бумагах, полученной депозитарием от эмитента или держателя реестра владельцев ценных бумаг. Если депозитарий не выполняет своих обязанностей по учету прав на ценные бумаги, в том числе по полноте и правильности записей по счетам депо, он несет ответственность за их неисполнение.

В депозитарии ценные бумаги могут храниться в открытом (коллективном) и закрытом (обособленном) виде. При открытом хранении сертификаты всех ценных бумаг одного выпуска хранятся без их распределения по владельцам. Нельзя сказать, кому из депонентов принадлежит определенный сертификат. Поручения на исполнение депозитарных операций при таком виде хранения принимаются только с указанием числа ценных бумаг без указания их индивидуальных признаков.

При закрытом хранении депозитарию известно, какие именно ценные бумаги принадлежат данному депоненту. При таком способе хранения поручения от депонента принимаются с указанием индивидуальных признаков ценных бумаг или удостоверяющих их сертификатов. Закрытый способ хранения рекомендуется использовать в особых случаях, когда свойства ценных бумаг одного и того же выпуска могут быть различными.

Открытый способ хранения технологичней и должен использоваться для организации хранения эмиссионных ценных бумаг, когда потребительские свойства разных ценных бумаг одного выпуска не отличаются друг от друга. Он способствует наиболее эффективной организации безналичных расчетов по сделкам с ценными бумагами.

В депозитарии хранятся ценные бумаги, принадлежащие самому депозитарию. Учет ценных бумаг открытого, закрытого хранения и собственных ценных бумаг депозитария отображается по различным счетам.

К основным функциям депозитария относятся:

- ведение счетов депо по договору с клиентом;
- хранение сертификатов ценных бумаг;
- выполнение роли посредника между эмитентом и инвестором.

Реализуя последнюю функцию, депозитарий передает клиенту всю предназначенную для него информацию, поступающую от эмитента, и помогает клиенту, депонировавшему свои ценные бумаги, получить причитающийся ему доход. Одновременно депозитарий снимает эти обязанности с эмитента, чем облегчает ему исполнение обязательств по ценным бумагам. В частности, эмитент может прибегнуть к помощи депозитария для организации заочного голосования. Таким образом, наличие депозитария как промежуточного звена в отношениях между эмитентом и инвестором делает более рациональным функционирование рынка ценных бумаг.

Для эффективного выполнения своих функций депозитарий должен быть включен в систему обслуживания определенного выпуска ценных бумаг и официально признан в таком качестве эмитентом. Это достигается путем заключения договора с эмитентом, по которому он становится головным депозитарием по данному выпуску ценных бумаг.

Депозитарии могут осуществлять перевозку сертификатов и проверку их подлинности, составление реестров владельцев именных ценных бумаг. Подготовка реестра владельцев ценных бумаг определенного эмитента является естественной функцией депозитария, поскольку он ведет клиентские счета депо. В большинстве развитых стран в инфраструктуре фондового рынка отсутствует такой элемент, как реестродержатель (регистратор), его функции осуществляются депозитарной системой. В России обязанности по учету прав собственности на ценные бумаги распределены между депозитариями и регистраторами.

### **Кто такой реестродержатель и в чем заключается его деятельность?**

Регистраторы составляют и поддерживают реестр владельцев ценных бумаг. Они осуществляют сбор, фиксацию, обработку, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра. Профессиональная деятельность по ведению реестра не может совмещаться с деятельностью по заключению сделок с ценными бумагами.

Под системой ведения реестра владельцев ценных бумаг понимается совокупность данных, зафиксированных на бумажном носителе и/или с использованием электронных баз данных. Эта система должна обеспечить сбор и сохранение в течение установленного законодательством

Российской Федерации срока информации обо всех фактах и документах, влекущих необходимость внесения изменений в систему ведения реестра владельцев ценных бумаг, и обо всех действиях держателя реестра по внесению изменений.

*Реестр владельцев ценных бумаг* представляет собой часть системы ведения реестра. Он существует в виде списка зарегистрированных владельцев с указанием количества, номинальной стоимости и категории принадлежащих им именных ценных бумаг, который составляется по состоянию на любую установленную дату. Задача регистратора состоит в том, чтобы вовремя предоставлять выверенный реестр эмитенту для исполнения им своих обязанностей перед владельцами его ценных бумаг. Эмитент переводит дивиденды или рассылает владельцам приглашения на собрание акционеров в соответствии с реестром. На предъявительские ценные бумаги система ведения реестра не распространяется. Если по именованным ценным бумагам дивиденды выплачиваются тому, кто числится в реестре, то по предъявительским бумагам дивиденды выплачивают тому, кто предъявляет сертификат на ценные бумаги. Реестр может понадобиться руководству эмитента для того, чтобы контролировать состав владельцев, отслеживать попытки массовой скупки акций и иные недружественные действия.

Держателем реестра может быть эмитент или профессиональный участник рынка ценных бумаг, действующий на основании поручения эмитента. В случае если число владельцев ценных бумаг превышает 50 человек, держателем реестра должна быть независимая специализированная организация, являющаяся профессиональным участником рынка ценных бумаг и осуществляющая деятельность по ведению реестра.

Владельцы и номинальные держатели ценных бумаг обязаны соблюдать правила предоставления информации в систему ведения реестра. Договор на ведение реестра заключается только с одним юридическим лицом, которым является регистратор. Между регистратором и эмитентом заключается договор о ведении реестра, в котором предусматривается оплата за выполняемую работу. Со своей стороны регистратор может вести реестры владельцев ценных бумаг неограниченного числа эмитентов.

Как правило, регистратор ведет лицевые счета владельцев ценных бумаг. На лицевом счете указано число принадлежащих владельцу ценных бумаг и вся необходимая информация о владельце. Смена владельца ценных бумаг в результате их купли-продажи должна быть отмечена в реестре. Стороны сделки должны известить эмитента или регистратора о совершившейся смене собственника. В противном случае эмитент будет продолжать законно исполнять свои обязанности по отношению к прежнему владельцу. При бездокументарном выпуске именных ценных бумаг право собственности на них удостоверяется записью

на счете, а владелец получает от регистратора выписки или аналогичные документы, свидетельствующие о состоянии его счета. Таким образом, регистратор, помимо предоставления реестра эмитенту, ведет лицевого счета владельцев ценных бумаг и хранит иную информацию, осуществляя функцию учета прав собственности инвесторов на принадлежащие им ценные бумаги.

Российские регистраторы могут исполнять дополнительные обязанности, связанные с ведением реестра. Регистратор отвечает за выдачу владельцам сертификатов ценных бумаг по документарным выпускам и контроль за их обращением. Регистратор оформляет блокировку ценных бумаг, связанную с арестом, залогом или другими операциями. Он же, как правило, является агентом эмитента по выполнению таких корпоративных действий в отношении ценных бумаг, как разделение, консолидация или конвертация. Через регистратора эмитент передает информационные сообщения своим инвесторам.

### **Кто такой номинальный держатель ценных бумаг?**

Осуществляя посредничество по операциям с переданными ему на время ценными бумагами, профессиональный участник фондового рынка получает статус *номинального держателя* — лица, на которое в реестре записано некоторое количество бумаг, не являющихся его собственностью. Номинальный держатель может реализовать права по ценной бумаге только в случае получения соответствующих полномочий от их владельца. Номинальный держатель сам ведет счета собственников ценных бумаг, находящихся в его распоряжении. Когда продавец и покупатель ценной бумаги имеют счета у одного номинального держателя, при купле-продаже меняется состояние их счетов, но общее количество записанных на номинального держателя ценных бумаг не меняется, как и состояние его счета у регистратора. Институт номинальных держателей позволяет приблизить место оформления смены собственника к месту совершения сделок, что позволяет значительно ускорить и удешевить регистрацию сделок. Когда эмитенту нужен полный реестр владельцев его бумаг, регистратор посылает запрос номинальному держателю, который предоставляет ему полный список собственников, чьи счета он ведет.

### **Какие виды профессиональной деятельности на фондовом рынке могут совмещаться?**

Различные виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг могут совмещаться. Ограничения на совмещение видов деятельности устанавливаются федеральным органом исполнительной власти

по рынку ценных бумаг (Федеральной службой по финансовым рынкам — ФСФР России).

В соответствии с нормами регулирования деятельности профессиональных участников фондового рынка в Российской Федерации осуществление деятельности по ведению реестра не допускает ее совмещения с другими видами деятельности на рынке ценных бумаг.

Клиринговая деятельность предусматривает совмещение с иными видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Она может совмещаться с депозитарной деятельностью или деятельностью по организации торговли на рынке ценных бумаг. Профессиональные участники рынка ценных бумаг вправе совмещать брокерскую, дилерскую, депозитарную деятельность и деятельность по доверительному управлению ценными бумагами с клиринговой деятельностью на рынке ценных бумаг (за исключением услуг по централизованному клирингу).

Депозитарная деятельность также предусматривает совмещение с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. В случае совмещения депозитарной деятельности с иной профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг депозитарий обязан уведомлять своих клиентов об этом. Лицо, намеревающееся стать клиентом депозитария, должно быть уведомлено о таком совмещении до заключения депозитарного договора. При совмещении депозитарной деятельности с иными видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также в случае, если депозитарная деятельность осуществляется банком или иной кредитной организацией, она должна осуществляться отдельным подразделением юридического лица, для которого данная деятельность является исключительной. Кроме того, указанное юридическое лицо должно утвердить и соблюдать процедуры, препятствующие использованию информации, полученной в связи с осуществлением депозитарной деятельности в целях, не связанных с этой деятельностью. Нормативными правовыми актами могут быть установлены дополнительные требования к юридическим лицам, осуществляющим такое совмещение, в целях предупреждения конфликтов интересов.

Совмещение профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг с иными видами предпринимательской деятельности, не предусмотренное законодательством РФ, не допускается. В случае невыполнения рассмотренных выше особенностей и ограничений совмещения профессиональной деятельности к профессиональному участнику рынка ценных бумаг применяются санкции в виде лишения лицензии на право осуществления всех видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также другие правовые меры, предусмотренные соответствующим федеральным органом исполнительной власти.

## **Каким образом реализуется государственное регулирование рынка ценных бумаг?**

Деятельность профессиональных участников фондового рынка подчинена определенным нормам и правилам. Они устанавливаются системой регулирования и контроля, под которой следует понимать совокупность институтов, осуществляющих регулирующее воздействие на участников рынка ценных бумаг и контроль за их деятельностью, а также совокупность законодательно-нормативных актов, составляющих правовую базу функционирования рынка ценных бумаг.

*Нормативно-правовую основу* профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг составляют нормы Гражданского кодекса РФ и Федерального закона «О рынке ценных бумаг», указы президента РФ, постановления Правительства РФ и положения Федеральной службы по финансовому рынку РФ.

Государственное регулирование — это регулирование со стороны органов государственной власти. Оно осуществляется путем установления обязательных требований к деятельности профессиональных участников и ее стандартов, лицензирования этой деятельности, запрещения и пресечения деятельности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии. Государственное регулирование может иметь форму прямого (административного) или косвенного (экономического) управления.

В настоящее время российская система органов государственного регулирования, оказывающих воздействие на рынок ценных бумаг, включает Государственную Думу, которая издает законы, Президента Российской Федерации, указы которого регулируют рынок при отсутствии необходимых законов, Правительство Российской Федерации, выпускающее постановления в развитие указов президента и принятых законов. К государственным органам регулирования относятся также Министерство финансов, Банк России, Федеральная антимонопольная служба, Федеральная служба по финансовым рынкам.

Федеральная служба по финансовым рынкам является специализированным федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим регулирование и контроль профессиональных участников рынка ценных бумаг через определение порядка их деятельности. Деятельность службы направлена на развитие российского рынка ценных бумаг в целом. В части, касающейся регулирования деятельности профессиональных участников рынка, она разрабатывает и утверждает единые требования к правилам их работы на рынке ценных бумаг; устанавливает порядок и осуществляет лицензирование как профессиональных участников, так и их саморегулируемых организаций; разрабатывает проекты законодательных и иных нормативных актов, касающихся

функционирования рынка ценных бумаг, его профессиональных участников и их добровольных объединений.

ФСФР России подчинена Правительству Российской Федерации. Она была создана Указом Президента РФ от 09 марта 2004 г. № 314, в соответствии с которым ей переданы функции по контролю и надзору упраздненной Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг.

### **Что такое саморегулируемые организации на рынке ценных бумаг и в чем заключается их деятельность?**

К саморегулируемым организациям рынка ценных бумаг относятся некоммерческие, негосударственные организации, создаваемые профессиональными участниками рынка ценных бумаг на добровольной основе с целью регулирующего воздействия на рынок. Им присваивается государственный статус саморегулируемой организации, что гарантирует государственную поддержку. Количество и направленность деятельности саморегулируемых организаций устанавливается государством для исключения регулирования одного и того же объекта саморегулирования двумя (или более) органами.

Российские правовые нормы закрепляют за саморегулируемой организацией следующие права:

- разработка обязательных правил и стандартов профессиональной деятельности и операций на рынке;
- осуществление профессиональной подготовки кадров, установление требований к участникам рынка, обязательных для работы на данном рынке;
- контроль за соблюдением участниками рынка установленных правил и нормативов;
- информационная деятельность на рынке;
- обеспечение связи и представительства (защиты) интересов участников рынка в государственных органах управления.

Саморегулируемая организация не только устанавливает обязательные для своих членов правила профессиональной деятельности и стандарты проведения операций с ценными бумагами, но и осуществляет контроль за их соблюдением. Она учреждается не менее чем десятью профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Организация приобретает статус саморегулируемой на основе лицензии, выдаваемой ФСФР России. Условием функционирования организации является выполнение ею и ее членами действующего законодательства. Саморегулируемая организация обязана регулярно представлять в ФСФР России отчеты о своей деятельности. Российские саморегулируемые организации могут принимать форму ассоциаций, профессиональных союзов и профессиональных общественных организаций.

Основное направление деятельности профессиональных участников, объединенных в саморегулируемые организации, как правило, находит отражение в их названиях.

К российскому рынку ценных бумаг имеют отношение несколько основных саморегулируемых организаций<sup>1</sup>.

Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) образована в 1994 г. В 2004 г. она объединяла 419 российских компаний. Имеет одно представительство и 14 филиалов, по местонахождению совпадающих с филиалами ФСФР. Членами НАУФОР могут быть юридические лица, осуществляющие профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг. Основными целями деятельности НАУФОР являются:

- развитие и совершенствование системы регулирования рынка ценных бумаг;
- обеспечение условий деятельности членов НАУФОР;
- установление правил и стандартов деятельности членов НАУФОР;
- осуществление мониторинга и контроля деятельности членов НАУФОР.

Для реализации своих целей данная саморегулируемая организация выполняет следующие функции:

- устанавливает правила и стандарты, принципы и технологические инструкции по осуществлению деятельности на рынке ценных бумаг, обязательные для применения членами НАУФОР;
- в соответствии со своими внутренними документами осуществляет контрольные полномочия;
- направляет предложения по совершенствованию законодательства Российской Федерации по ценным бумагам, а также анализирует практику применения законодательных норм;
- устанавливает квалификационные требования к специалистам на рынке ценных бумаг, определяет их квалификацию и выдает им квалификационные аттестаты;
- осуществляет сотрудничество с участниками рынка ценных бумаг, не являющимися членами НАУФОР, а также с их объединениями и союзами.

Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД) образована в 1994 г. Целью ее создания является развитие инфраструктуры рынка ценных бумаг. ПАРТАД принимает самое активное участие в ее формировании путем разработки и установления стандартов профессиональной деятельности в области регистрации, учета и перехода прав на ценные бумаги, обращающиеся на рынке. К концу 2004 г. членами ПАРТАД являлись 106 компаний.

---

<sup>1</sup> См. Эксперт. 2004. № 33.

Национальная лига управляющих (НЛУ) является саморегулируемой организацией, объединяющей на добровольной основе компании, управляющие активами паевых инвестиционных фондов, инвестиционных фондов, пенсионными резервами, осуществляющей деятельность по доверительному управлению ценными бумагами. В нее входят и инвестиционные фонды. Лига была зарегистрирована 26 января 2001 г. В 2002 г. получила разрешение ФКЦБ (ныне ФСФР России) на осуществление деятельности в качестве саморегулируемой организации профессиональных участников рынка ценных бумаг. Ее членами на конец 2004 г. являлись 63 организации.

Национальная фондовая ассоциация учреждена крупнейшими операторами российского рынка ценных бумаг при участии Министерства финансов Российской Федерации и Банка России в январе 1996 г. и первоначально называлась Национальной ассоциацией участников рынка государственных ценных бумаг (НАУРГ). В составе ассоциации в 2004 г. было более 220 кредитных организаций и инвестиционных компаний — профессиональных участников рынка ценных бумаг из 23 регионов России, операции которых составляют более 60 % объема российского фондового рынка.

В 2003 г. прошло учредительное собрание Некоммерческого партнерства «Профессиональный институт размещения и обращения фондовых инструментов» (ПРОФИ). Учредителями партнерства выступили 17 банков и инвестиционных компаний. В том же году федеральный орган по рынку ценных бумаг принял решение о выдаче НП ПРОФИ разрешения на осуществление деятельности в качестве саморегулируемой организации профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих брокерскую и/или дилерскую деятельность на фондовом рынке, оказывающих услуги финансовых консультантов и/или принимающих участие в размещении и обращении ценных бумаг. В 2004 г. членами ПРОФИ являлись 23 крупнейшие инвестиционные компании, а также банки, активно работающие на рынке ценных бумаг.

### **Каковы особенности лицензирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг?**

Одним из важнейших инструментов регулирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг является лицензирование.

Все виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг осуществляются только на основании *специального разрешения* — *лицензии*, выдаваемой федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг или уполномоченными им органами на основании генеральной лицензии. Существует три вида лицензий: лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг, лицензия на осуществление

деятельности по ведению реестра (лицензия регистратора), лицензия фондовой биржи. Лицензия выдается отдельно на каждый вид профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг выдается на осуществление брокерской деятельности, дилерской деятельности, деятельности по управлению ценными бумагами, депозитарной деятельности, клиринговой деятельности, деятельности по организации торговли. Лицензия фондовой биржи выдается на осуществление деятельности по организации торговли в качестве фондовой биржи.

### **Могут ли кредитные организации осуществлять профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг?**

В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» кредитные организации осуществляют профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг в порядке, установленном для всех его участников.

В России, как известно, сложилась модель фондового рынка, когда банкам разрешено заниматься любым видом профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Такая возможность коммерческими банками активно используется. По данным ФСФР России по Северо-Западному федеральному округу, в 2004 г. все 57 зарегистрированных банков, имевших лицензии на осуществление профессиональной деятельности на фондовом рынке, имели лицензии на осуществление брокерской деятельности. На осуществление дилерской деятельности имели лицензии 53 из них, на доверительное управление — 39, на осуществление депозитарной деятельности — 40. Кроме того, 30 коммерческих банков (более 50 % от их общего количества) имели все виды лицензий на профессиональную деятельность, 9 банков совмещали брокерскую, дилерскую и депозитарную деятельность, некоторые банки совмещают дилерскую и брокерскую деятельность с деятельностью по управлению фондовыми активами<sup>1</sup>.

До 2000 г. кредитные организации лицензировались Банком России на право осуществления всех видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, за исключением деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг и деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг.

В настоящее время лицензирование всех юридических лиц, в том числе кредитных организаций, на право ведения деятельности в качестве профессиональных участников рынка ценных бумаг проводит только ФСФР России. Дополнительным основанием для отказа в выдаче

---

<sup>1</sup> [www.fscm.spb.ru](http://www.fscm.spb.ru)

кредитной организации лицензии на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, ее приостановления или аннулирования является отзыв лицензии на осуществление банковских операций, выданной Банком России.

### **Можно ли считать российский фондовый рынок окончательно сформированным?**

На современном этапе развития российского рынка ценных бумаг в основном сформированы правовые, экономические и организационные основы для его эффективного развития, в том числе:

- сформирована нормативно-правовая основа фондового рынка;
- существует специальный орган государственного регулирования рынка в виде Федеральной службы по финансовым рынкам;
- появилось значительное количество профессиональных участников рынка, имеющих опыт практической работы на нем;
- сформированы основы для развития коллективных инвестиций;
- разработана и реализуется программа защиты прав акционеров и вкладчиков.

Вместе с тем остается нерешенным ряд существенных проблем, препятствующих реализации потенциала российского рынка ценных бумаг как эффективного механизма перераспределения накоплений и сбережений в инвестиции. Решение проблем, стоящих перед органами государственного регулирования и профессиональными участниками фондового рынка, следует искать в направлении повышения и поддержания ликвидности рынка; создания механизма предотвращения конфликтов интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг; усиления контроля за раскрытием информации профессиональными участниками рынка ценных бумаг; ужесточения процедур внутреннего контроля профессиональных участников рынка ценных бумаг; повышения уровня профессиональной квалификации участников рынка ценных бумаг; борьбы с незаконной деятельностью на рынке ценных бумаг.

## Глава 4

# Финансовые инструменты

### Что такое финансовый инструмент?

В инвестиционной деятельности, в особенности на рынке ценных бумаг, в число ключевых входит понятие финансового инструмента. Это одна из новых и весьма неоднозначно трактуемых экономических категорий, пришедших к нам с Запада с началом распространения элементов рыночной экономики. Сейчас эта категория не только активно используется в отечественной монографической литературе, но и упоминается в ряде нормативных документов. В частности, это относится к Федеральному закону от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (с изменениями)<sup>1</sup>; кроме того, отдельные виды новомодных финансовых инструментов начинают применяться и на отечественных финансовых рынках. Существуют различные подходы к трактовке понятия «финансовый инструмент». Изначально было распространено достаточно упрощенное определение, согласно которому выделялись три основные категории финансовых инструментов:

- 1) денежные средства (средства в кассе и на расчетном счете, валюта);
- 2) кредитные инструменты (облигации, кредиты, депозиты);
- 3) способы участия в уставном капитале (акции и паи).

Несмотря на обилие монографической литературы по финансовым инструментам (имеются в виду прежде всего зарубежные источники), наиболее систематизированно они изложены в международных стандартах финансовой отчетности (МСФО)<sup>2</sup>. В этих регулятивах не только

---

<sup>1</sup> РГ. 1996. № 79.

<sup>2</sup> Эти стандарты являются основным результатом деятельности Комитета по международным стандартам бухгалтерского учета (International Accounting Standards Committee, IASC). С момента своего создания в 1973 г. IASC разработал 39 стандартов, однако по мере расширения и совершенствования нормативного хозяйства некоторые из них были отменены или поглощены другими, поэтому в настоящее время действует 35 стандартов. Эти регулятивы в той или иной степени приняты практически всеми экономически развитыми странами мира; имеется в виду, что стандарты некоторым образом включены в национальные системы регулирования учета и отчетности. Предполагается, что следование единым правилам ведения учета, исчисления финансовых результатов и составления отчетности, рекомендованным IASC (Сu), как раз и обеспечит достаточную прозрачность отчетных данных, их понимание и однозначную интерпретацию в международном контексте. Россия постепенно активизирует свои усилия в области гармонизации отечественного учета с требованиями международной практики и потому в 1998 г. в нашей стране была принята Программа реформирования бухгалтерского учета в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности, согласно которой отечественные бухгалтерские регулятивы должны модернизироваться и согла-

приведены общие определения и даны развернутые интерпретации, но также рассмотрены отдельные примеры неоднозначно трактуемых финансовых инструментов, активов и обязательств. Рассматриваемой категории посвящены два стандарта: «Финансовые инструменты: раскрытие и представление» (МСФО-32) и «Финансовые инструменты: признание и оценка» (МСФО-39). Согласно МСФО-32 под финансовым инструментом понимается любой договор, в результате которого одновременно возникают финансовый актив у одной компании и финансовое обязательство или долевого инструмент — у другой.

Основополагающим в определении финансового инструмента является понятие договора. В соответствии со ст. 420 ГК РФ *договором* признается соглашение двух или нескольких лиц об установлении, изменении или прекращении гражданских прав и обязанностей. Заключение договора предполагает принятие на себя его сторонами определенных обязательств. Обязательство — это некоторое отношение между участвующими сторонами. Согласно п. 1 ст. 307 ГК РФ в силу обязательства одно лицо (должник) обязано совершить в пользу другого лица (кредитора) определенное действие, как то: передать имущество, выполнить работу, уплатить деньги и т. п. Либо воздержаться от определенного действия, а кредитор имеет право требовать от должника исполнения его обязанности.

Обязательства возникают по одному из трех оснований: закон, договор, деликт. В первом случае обязательство возникает как необходимость следования предписаниям законодательства (например, обязанность уплачивать налоги), при этом волеизъявление лица, на которого законом возлагается обязательство, не принимается во внимание (фирма обязана платить налоги независимо от желания ее собственников и администрации). Во втором случае главенствующим является волеизъявление сторон, участвующих в договоре, при этом никто не вправе принудить любую из этих сторон к участию в договоре. В третьем случае обязательство возникает вследствие причиненного вреда (см. гл. 59 ГК РФ).

В бизнес-отношениях могут иметь место все перечисленные основания, однако доминанта, безусловно, принадлежит именно договору.

В определении финансового инструмента речь идет лишь о тех договорах, в результате которых происходит изменение в финансовых активах, обязательствах или капитале. Эти категории имеют не гражданско-правовую, а экономическую природу, а их трактовки можно найти,

---

совмещаясь с международными документами, в частности с упомянутыми стандартами. С 1998 г. после опубликования русскоязычной версии стандартов, названных в переводе как международные стандарты финансовой отчетности, они стали доступны широкой общественности. Подробнее см.: *Ковалев В. В., Патров В. В.* Как читать баланс. 4-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2002.

например, в вышеупомянутых международных стандартах финансовой отчетности.

### **Что такое финансовый актив?**

К финансовым активам относятся:

- а) денежные средства (т. е. средства в кассе, расчетные, валютные и специальные счета);
- б) договорное право требования денежных средств или другого финансового актива от другой компании (например, дебиторская задолженность);
- в) договорное право на обмен финансовых инструментов с другой компанией на потенциально выгодных условиях (например, опцион на акции, приведенный в балансе его держателя);
- г) долевой инструмент другой компании (т. е. акции, паи).

### **Что такое финансовое обязательство?**

Под финансовым обязательством понимается любая обязанность по договору:

- а) предоставить денежные средства или иной финансовый актив другой компании (например, кредиторская задолженность);
- б) обменять финансовые инструменты с другой компанией на потенциально невыгодных условиях (например, опцион на акции, приведенный в балансе его эмитента).

### **Что такое долевой инструмент?**

Под долевым инструментом понимается способ участия в капитале (уставном фонде) хозяйствующего субъекта. Помимо долевого инструмента, в инвестиционном процессе исключительно важную роль играют долговые финансовые инструменты (кредиты, займы, облигации), имеющие специфические имущественно-правовые последствия для эмитентов (кредиторов) и держателей (заемщиков).

### **Что подразумевается под потенциальной выгодностью (невыгодностью) в определении финансового инструмента?**

Потенциальная выгодность (невыгодность), упоминаемая в определении финансовых активов и обязательств, означает следующее. Опцион на акции предусматривает возможность различных действий со стороны эмитента и держателя опциона в зависимости от складывающейся конъюнктуры рынка. Эмитент опциона на акции берет на себя *обязательство*

продать держателю опциона определенное количество акций в оговоренное время и по оговоренной цене. В свою очередь держатель опциона имеет *право* купить эти акции. Таким образом, в зависимости от того, как соотносятся текущая рыночная цена акций и цена исполнения, т. е. цена, указанная в опционе, действия и финансовые последствия для эмитента и держателя опциона могут быть различными. Если цена исполнения ниже текущей рыночной цены, держателю опциона выгодно реализовать свое право, т. е. исполнить опцион и купить акции; если соотношение цен обратное, то опцион не будет исполнен. Именно первая ситуация, т. е. потенциальная возможность получить доход, и является стимулом для приобретения опциона (что касается интереса эмитента, то он заключается, в частности, в привлечении средств от продажи опционов) — здесь имеет место и потенциальная выгода для держателя опциона (он получит доход в виде разницы между текущей ценой и ценой исполнения), и потенциальная невыгода для эмитента, который несет прямые или косвенные потери от неблагоприятной ценовой динамики.

### **Как понять, является ли операция финансовым инструментом?**

Как следует из приведенного определения, можно выделить две видовые характеристики, позволяющие квалифицировать ту или иную операцию как имеющую отношение к финансовому инструменту: во-первых, в основе операции должны лежать финансовые активы и обязательства; во-вторых, операция должна иметь форму договора (контракта).

В частности, производственные запасы, материальные и нематериальные активы, расходы будущих периодов, полученные авансы и т. п. не подпадают под определение финансовых активов, а потому, хотя владение ими потенциально может привести к притоку денежных средств, права получить в будущем некие финансовые активы не возникает. Что касается второй характеристики, то, например, взаимоотношения с государством по поводу задолженности по налогам не могут рассматриваться как финансовый инструмент, поскольку эти взаимоотношения не носят контрактного характера.

Заметим, что приведенное выше определение инструмента через понятие договора может трактоваться весьма широко. Это легко видеть на примере одного из самых распространенных в экономике договоров — договора купли-продажи. Согласно ст. 454 ГК РФ по договору купли-продажи одна сторона (продавец) обязуется передать вещь (товар) в собственность другой стороне (покупателю), а покупатель обязуется принять этот товар и уплатить за него определенную денежную сумму (цену). Основная обязанность продавца по договору

купли-продажи — передача товара, при этом все условия такой передачи (место, время, количество, сопутствующие документы и действия, порядок расчетов, последствия в случае неисполнения или ненадлежащего исполнения договора и др.) могут быть детализированы в договоре. Известны три базовых варианта оплаты товара: предоплата, оплата за наличные и оплата с рассрочкой платежа.

В случае предоплаты у продавца одновременно возникают финансовый актив (а именно полученные авансом денежные средства) и обязательство по расчетам с покупателями и заказчиками, а у покупателя — финансовый актив в виде дебиторской задолженности.

Однако в этом случае договор купли-продажи нельзя трактовать как финансовый инструмент, поскольку он предусматривает поставку товара, т. е. нефинансового актива. Кроме того, здесь нет и финансового обязательства, а есть обязательство поставить товар — просто оно выражено в денежной форме для того, чтобы быть включенным в систему бухгалтерского учета. В случае оплаты за наличные, по сути, происходит просто трансформация активов в балансах покупателя и продавца — вновь нет признаков финансового инструмента.

Сложнее дело обстоит в третьем случае. Товар уже поставлен, и в балансах покупателя и продавца возникают соответственно кредиторская задолженность, т. е. финансовое обязательство, и дебиторская задолженность, т. е. финансовый актив. Иными словами, с формальных позиций договор купли-продажи в этом случае подпадает под определение финансового договора — в результате его исполнения у двух контрагентов одновременно возникли финансовый актив и финансовое обязательство. Однако и здесь вряд ли можно говорить о финансовом инструменте, поскольку финансовые актив и обязательство появились на завершающем этапе реализации договора купли-продажи лишь как результат особой формы его исполнения и принятой системы расчетов.

Ничего не меняется и в том случае, когда в качестве товара выступают финансовые активы, например ценные бумаги. Здесь также не происходит одновременного возникновения финансового актива у одного контрагента и финансового обязательства у другого — имеет место банальная трансформация активов в балансах контрагентов.

### **Что такое финансовый инжиниринг?**

По мере развития рынков капитала и появления новых видов финансовых активов, обязательств и операций с ними (форвардные контракты, фьючерсы, опционы, свопы и др.) терминология все более уточнялась, в частности появилась необходимость ограничения

собственно инструментов от тех предметов, с которыми этими инструментами манипулируют, или которые лежат в основе того или иного инструмента, т. е. от финансовых активов и обязательств. Более того, в области финансов сформировалось новое направление, получившее название финансового инжиниринга (financial engineering), в рамках которого как раз и дается систематизированное описание традиционных и новых финансовых инструментов. Согласно определению одного из ведущих специалистов в этой области Дж. Финнерти «финансовый инжиниринг включает в себя проектирование, разработку и приложение инновационных финансовых инструментов и процессов, а также творческий поиск новых подходов к решению проблем в области финансов» (Маршалл, Бансал. С. 33). Что касается собственно понятия «финансовый инженер», то считается, что оно появилось в среде финансистов-практиков в середине 1980-х гг., когда лондонские банкиры начали создавать в своих банках отделы по управлению рисками. Именно специалисты этих служб, которые начали изобретать в рамках действующего законодательства специальные операции с финансовыми активами, позволявшие минимизировать или передать риск, и стали называться финансовыми инженерами. Позднее финансовые инструменты стали разрабатываться в целях получения прибыли от спекулятивных операций на срочных рынках, а также содействия операциям на рынках капитала, т. е. операциям по мобилизации источников финансирования.

С финансовыми инструментами в той или иной степени приходится сталкиваться различным профессионалам: бухгалтерам, финансовым аналитикам, аудиторам, финансовым менеджерам, финансовым инженерам и др. Тем не менее общепризнанно, что ведущая роль в этой области принадлежит именно финансовым инженерам, которые, в отличие от всех других специалистов, выступают не только и не столько в роли пользователей изобретений, сделанных в рамках финансового инжиниринга, сколько в роли разработчиков новых инструментов или конструирования с помощью имеющихся инструментов таких их комбинаций, которые позволяют чисто финансовыми методами решать проблемы финансирования, повышения ликвидности, получения дополнительных доходов, снижения риска и др.

### **Что такое первичные финансовые инструменты?**

К первичным относятся финансовые инструменты, с определенностью предусматривающие покупку/продажу или поставку/получение некоторого финансового актива, в результате чего возникают взаимные финансовые требования. Иными словами, денежные потоки, формирующиеся в результате надлежащего исполнения этих

договоров, predeterminedены. В качестве такого актива могут выступать денежные средства, ценные бумаги, дебиторская задолженность и др. В частности, к таким инструментам относятся договоры займа, договоры банковского вклада, кредитные договоры, договоры банковского счета, договоры поручительства и банковской гарантии, договоры финансовой аренды (лизинга), договоры финансирования под уступку денежного требования.

### **Что такое договор займа?**

Согласно ст. 807 ГК РФ по договору займа одна сторона (заимодавец) передает в собственность другой стороне (заемщику) деньги или другие вещи, определенные родовыми признаками, а заемщик обязуется возвратить займодавцу такую же сумму денег (сумму займа) или равное количество других полученных им вещей того же рода и качества. В качестве займодавца могут выступать любые физические и юридические лица, причем в случае, когда займодавцем выступает юридическое лицо, договор должен быть заключен в письменной форме независимо от суммы займа. Договор займа считается заключенным с момента передачи денег или других вещей. В договоре должны быть определены финансовые обязанности сторон, включая санкции за нарушение условий договора. В соответствии с соглашением сторон заемщик может выдавать вексель, удостоверяющий ничем не обусловленное обязательство векселедателя (простой вексель) либо иного указанного в векселе плательщика (переводной вексель) выплатить по наступлении предусмотренного векселем срока полученные займы денежные суммы (ст. 815 ГК РФ).

### **Является ли облигация формой договора займа?**

Договор займа может быть заключен путем выпуска и продажи облигаций (ст. 816 ГК РФ). Облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный срок:

- а) ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента; и
- б) фиксированного в облигации процента от номинала или другие имущественные права.

Таким образом, в любом случае при реализации договора займа у займодавца возникает финансовый актив как право требования суммы займа с причитающимися процентами, а у заемщика — финансовое обязательство как обязанность предоставить заемщику соответствующую сумму согласно условиям договора.

### **В чем отличия кредитного договора от договора займа?**

Кредитный договор представляет собой особый случай договора займа, когда кредитором выступает банк или иная кредитная организация. Он обладает следующими особенностями:

- а) всегда заключается в письменной форме — в противном случае он считается ничтожным;
- б) предметом договора могут быть только деньги;
- в) обязательным элементом является условие о процентах за пользование телом кредита.

### **Что такое договор банковского вклада?**

Согласно ст. 834 ГК РФ по договору банковского вклада (депозита) одна сторона (банк), принявшая поступившую от другой стороны (вкладчика) или поступившую для нее денежную сумму (вклад), обязуется возвратить сумму вклада и выплатить проценты на нее на условиях и в порядке, предусмотренных договором. Подобный договор является разновидностью договора займа, в котором в роли заимодавца выступает вкладчик, а заемщика — банк, причем для привлечения денежных средств во вклады банк должен отвечать определенным требованиям: иметь лицензию Центрального банка России, осуществлять банковскую деятельность в течение не менее двух лет, иметь резервные фонды в размере, предусмотренном законодательством, и др. Договор по банковскому вкладу всегда оформляется в письменном виде (в противном случае договор ничтожен), а его существенным условием является обязанность банка платить вкладчику проценты. Договор банковского вклада не допускает осуществления расчетных операций за товары (работы, услуги), иными словами, по окончании срока договора сумма вклада возвращается юридическому лицу в безналичном порядке или в предусмотренных законодательством случаях наличными деньгами. Письменным доказательством заключения договора банковского вклада может быть для физического лица — сберегательная книжка или сберегательный сертификат, для юридического лица — депозитный сертификат.

### **Что такое договор банковского счета?**

Согласно ст. 845 ГК РФ по договору банковского счета банк обязуется принимать и зачислять поступающие на счет, открытый клиенту (владельцу счета), денежные средства, выполнять распоряжения клиента о перечислении и выдаче соответствующих сумм со счета и проведении других операций по счету. В приведенном определении описаны две группы отношений между банком и клиентом:

а) зачисление денег на счет; и  
б) выполнение поручений клиента о производстве платежей со счета. Оформление договора об открытии банковского счета в документальной форме не является обязательным — достаточно заявления клиента с разрешительной надписью руководителя банка (перечень прилагаемых к заявлению документов утвержден централизованно).

### **Что такое факторинг?**

По договору финансирования под уступку денежного требования (договору факторинга) одна сторона (финансовый агент) передает или обязуется передать другой стороне (клиенту) денежные средства в счет денежного требования клиента (кредитора) к третьему лицу (должнику), вытекающего из предоставления клиентом товаров, выполнения им работ или оказания услуг третьему лицу, а клиент уступает или обязуется уступить финансовому агенту это денежное требование (ст. 824 ГК РФ). Иными словами, речь идет о продаже дебиторской задолженности, при этом в сделке участвуют (прямо или косвенно) три стороны:

- 1) финансовый агент — организация, покупающая дебиторскую задолженность;
- 2) клиент, или кредитор — организация, продающая долг;
- 3) должник — организация, обязанная погасить продаваемое право требования.

Предметом договора может быть как денежное требование, срок платежа по которому уже наступил (существующее требование), так и право на получение денежных средств, которое возникнет в будущем (будущее требование). В мировой практике встречаются два вида факторинга: конвенционный, или открытый, и конфиденциальный (в последнем случае контрагенты клиента не осведомлены о передаче счетов финансовому агенту).

### **Что такое лизинг?**

Согласно ст. 665 ГК РФ по договору финансовой аренды (лизинга) арендодатель обязуется приобрести в собственность указанное арендатором имущество у определенного им продавца и предоставить арендатору это имущество за плату во временное владение и пользование. Договор должен быть заключен в письменном виде. К особенностям этой формы арендных отношений относятся следующие:

- в аренду сдается имущество, специально приобретенное по заказу арендатора;
- объект лизинговой сделки передается продавцом лизингополучателю непосредственно (если иное не предусмотрено договором);

- несмотря на то что собственником объекта лизинговой сделки остается лизингодатель, риск случайной гибели или случайной порчи арендованного имущества несет лизингополучатель (если иное не предусмотрено договором);
- договор финансовой аренды связывает как минимум трех лиц (продавца имущества, лизингодателя и лизингополучателя) и потому представляет собой, по сути, комбинацию как минимум двух взаимосвязанных договоров — договора купли-продажи (участники: лизингодатель и продавец имущества) и договора аренды (участники: лизингодатель и лизингополучатель);
- лизингополучатель наделяется возможностью предъявления требований о качестве и комплектности имущества, составляющего предмет лизингового договора, непосредственно продавцу.

В отечественной практике балансодержатель лизингового имущества определяется договором. Что касается международной практики, в частности международных стандартов финансовой отчетности, то принято это имущество ставить на баланс арендатора. Таким образом, в результате сделки у лизингодателя появляется финансовый актив в виде долгосрочного финансового вложения, а у лизингополучателя — финансовое обязательство по выплате лизинговых платежей. Поскольку лизинговые договоры носят практически нерасторжимый характер (расторжение договора возможно в принципе, однако сопряжено с исключительно высокими финансовыми потерями), то исполнение договора всегда сопровождается денежным потоком, суммарно покрывающим затраты на приобретение имущества лизингодателем. Несмотря на то что в основе лизингового договора лежит операция по приобретению некоторого актива и передаче его клиенту, договор представляет собой, по сути, операцию кредитования — клиент приобретает имущество за счет средств лизинговой компании. Иными словами, и по формальным признакам, и по существу этот договор вполне может быть квалифицирован как финансовый инструмент.

### **В чем заключаются договоры поручительства и банковской гарантии?**

Общим для всех охарактеризованных выше договоров являлось то обстоятельство, что в результате их исполнения происходит изменение непосредственно в активах и обязательствах контрагентов. Однако существуют и другие договоры, заключение которых формально не приводит к немедленному изменению состава статей баланса, но которые потенциально несут в себе возможность такого изменения. Речь идет о договорах поручительства и банковской гарантии.

По договору поручительства поручитель обязывается перед кредитором другого лица отвечать за исполнение последним его обязательства полностью или частично (ст. 361 ГК РФ). Договор должен быть заключен

обязательно в письменной форме (несоблюдение этого требования означает недействительность договора, т. е. отсутствие обязательств поручителя) и может касаться обеспечения как фактических обязательств, так и обязательств, которые возникнут в будущем. В силу банковской гарантии банк, иное кредитное учреждение или страховая организация (гарант) дают по просьбе другого лица (принципала) письменное обязательство уплатить кредитору принципала (бенефициару) в соответствии с условиями даваемого гарантом обязательства денежную сумму по представлении бенефициаром письменного требования о ее уплате (ст. 368 ГК РФ).

Поскольку при заключении договоров поручительства и банковской гарантии не происходит немедленного изменения в активах и обязательствах участвующих в договоре сторон, суммы поручительства (гарантии) не включаются в систему двойной записи, а учитываются на забалансовых счетах. Если у кредитора этот финансовый актив (правда, в отношении должника) уже присутствовал в балансе, то у поручителя (гаранта) соответствующее финансовое обязательство является условным и отражается за балансом. Таким образом, формально эти договоры не подпадают под определение финансового инструмента, однако по существу они таковыми являются, поскольку при неисполнении должником своих обязательств у поручителя (гаранта) немедленно возникает финансовое обязательство погасить долг, а у кредитора — финансовый актив как требование к поручителю (гаранту). Выданные поручительства и гарантии учитываются при формировании суждения о финансовой устойчивости поручителя (гаранта).

### **Являются ли долевые инструменты и деньги финансовыми инструментами?**

Как уже упоминалось, если в ранних классификациях долевые инструменты и деньги квалифицировались как финансовые инструменты, то в настоящее время их относят к финансовым активам. Причина — в неоднозначности трактовки этих категорий. С одной стороны, мы имеем дело с договорами:

а) в случае долевого инструмента, например, акции — это договор между держателем акции и ее эмитентом;

б) в случае денег — имеем договор между собственником денежных знаков и государством.

С другой стороны, дело осложняется тем, что в обоих случаях у эмитента (фирмы или государства) не возникает финансового обязательства в том смысле, как это было определено выше. Формально между сторонами, участвующими в договоре, возникают следующие отношения: акционер получает право на соответствующую долю в текущих

прибылях и чистых активах эмитента (в случае ликвидации фирмы), право голоса и другое, а собственник денежных знаков — право на часть государственного имущества.

### **Что такое ценная бумага?**

В основе многих финансовых инструментов и операций лежат ценные бумаги. Ценная бумага — это документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении. К имеющим хождение на территории России ценным бумагам, непосредственно затрагивающим деятельность подавляющего большинства коммерческих организаций, относятся государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг<sup>1</sup>.

### **Что такое производные финансовые инструменты?**

К производным относятся финансовые инструменты, предусматривающие возможность покупки/продажи *права* на приобретение/поставку базисного актива или получение/выплату дохода, связанного с изменением некоторой характеристики этого актива. Таким образом, в отличие от первичного финансового инструмента дериватив не подразумевает предопределенной операции непосредственно с базисным активом — эта операция лишь возможна, причем она будет иметь место только при стечении определенных обстоятельств. С помощью деривативов продаются не собственно активы, а права на операции с ними или получение соответствующего дохода.

Производный финансовый инструмент имеет два основных признака «производности». Во-первых, в основе подобного инструмента всегда лежит некий базисный актив — товар, акция, облигация, вексель, валюта, фондовый индекс и др. Во-вторых, его цена чаще всего определяется на основе цены базисного актива. Поскольку базисный актив — это некоторый рыночный товар или характеристика рынка, цена производного финансового инструмента постоянно варьирует. Именно последним предопределяется то обстоятельство, что эти инструменты могут выступать в роли самостоятельных объектов рыночных отношений, т. е. служить объектами купли-продажи. Иными словами,

---

<sup>1</sup> Общая характеристика ценных бумаг приведена в кн.: Ковалев В. В. Введение в финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1999.

любой дериватив всегда несет в себе несколько потенциальных возможностей, как раз и предопределяющих его привлекательность с позиции как эмитента, так и любых участников рынка.

### **Что такое хеджирование и спекуляции?**

Как отмечалось выше, появление современных финансовых инструментов (деривативов) было обусловлено главным образом хеджерскими и спекулятивными устремлениями участников рынка. Напомним, что спекулирование представляет собой вложение средств в высокорисковые финансовые активы, когда высок риск потери, но вместе с тем существует устраивающая инвестора вероятность получения сверхдоходности. Как правило, операции спекулятивного характера являются краткосрочными, а риск возможной потери минимизируют с помощью хеджирования. Как известно, в бизнесе практически не существует безрисковых операций; это утверждение тем более справедливо в отношении операций спекулятивного характера, исходы которых не являются жестко предопределенными. Поэтому естественным образом возникла необходимость разработки вариантов и способов поведения на рынках, каким-либо образом учитывающих риск. В принципе любая схема управления финансами, позволяющая исключить или минимизировать степень риска, может быть названа хеджированием<sup>1</sup>. В более строгом смысле под хеджированием понимают операцию купли-продажи специальных финансовых инструментов, с помощью которой полностью или частично компенсируют потери от изменения стоимости хеджируемого объекта (актива, обязательства, сделки) или олицетворяемого с ним денежного потока. По мере развития финансовых инструментов выяснилось, что их можно с успехом использовать не только на срочных рынках, но и на рынках капитала, а также в текущей деятельности.

### **Что такое форвардные и фьючерсные контракты?**

Форвардные и фьючерсные контракты представляют собой соглашения о купле-продаже товара или финансового инструмента с поставкой и расчетом в будущем. Контракт обычно стандартизирован по количеству и качеству товара и подразумевает следующие действия:

- а) продавец обязан поставить в определенное место и срок определенное количество товара или финансовых инструментов;
- б) после доставки товара покупатель обязан заплатить заранее обусловленную (в момент заключения контракта) цену.

---

<sup>1</sup> Заметим, что хеджирование не является единственным способом противодействия риску.

Таким образом, с помощью подобных контрактов путем фиксации цен хеджируются ценовые риски в конкретной сделке. Некоторые виды контрактов, являясь ценными бумагами, могут неоднократно перепродаваться на бирже вплоть до определенного срока до момента их исполнения. Существуют и такие контракты, по которым обязательства могут быть выполнены не путем непосредственной поставки или приемки товаров или финансовых инструментов, а путем получения или выплаты разницы в ценах фьючерсного и наличного рынков. Иными словами, владелец форвардного или фьючерсного контракта имеет право:

а) купить или продать базисный актив в соответствии с оговоренными в контракте условиями; и (или)

б) получить доход в связи с изменением цен на базисный актив.

Итак, предметом торгового контракта является цена, а термины «продажа» или «покупка» контракта являются условными и означают только позицию продавца (так называемую короткую позицию, подразумевающую обязанность продать, доставить товар) или позицию покупателя (так называемую длинную позицию, подразумевающую обязанность купить товар). До наступления срока исполнения контракта любой из его участников может заключить сделку с принятием противоположных обязательств, т. е. купить (продать) такое же количество этих же контрактов на тот же самый срок. Принятие на себя двух противоположных контрактов взаимопогашает их, освобождая тем самым данного участника от их исполнения.

В известном смысле фьючерсы являются развитием идеи форвардных контрактов. В зависимости от вида базисного актива фьючерсы подразделяются на финансовые (базисный актив — процентная ставка, валюта, облигация, акция, фондовый индекс) и товарные (базисный актив — пшеница, золото, нефть и т. п.).

### **В чем отличия фьючерсов от форвардов?**

В сравнении с форвардными контрактами фьючерсы имеют ряд отличительных черт.

1. Форвардный и фьючерсный контракты по своей природе относятся к твердым сделкам, т. е. каждый из них обязателен для исполнения. Однако цели, преследуемые сторонами при заключении контракта того или иного типа, могут существенно различаться. Форвардный контракт чаще всего заключается с целью реальной продажи или покупки базисного актива и страхует как поставщика, так и покупателя от возможного изменения цен. Хотя оценки сторон в отношении ценовой динамики субъективны и могут быть различными, их объединяет прежде всего желание иметь предсказуемую ситуацию. Форварду в большей степени свойствен характер хеджирования, фьючерсу — оттенок

спекулятивности, поскольку нередко важна не собственно продажа или покупка базисного актива, а получение выигрыша от изменения цен.

2. Форвардные контракты специфицированы, фьючерсные — стандартизованы. Иными словами, любой форвардный контракт составляется в соответствии со специфическими потребностями конкретных клиентов. Поэтому форвардные контракты являются в основном объектами внебиржевой торговли, а фьючерсные — торгуются на фьючерсных биржах.

3. Твердых гарантий обязательного исполнения форвардного контракта не существует. Если изменение цен будет существенным, поставщик товара может отказаться от поставки даже под угрозой выплаты крупных штрафных санкций. Таким образом, подобные контракты в немалой степени базируются на доверительном отношении контрагентов друг к другу, их профессиональной честности и платежеспособности.

4. Форвардный контракт «привязан» к точной дате, а фьючерсный — к месяцу исполнения. Это означает, что поставка товара или финансового инструмента может быть сделана поставщиком по его усмотрению в любой день месяца, указанного в контракте.

5. Поскольку фьючерсных контрактов, а также участников операций обычно много, конкретные продавцы и покупатели, как правило, не привязаны друг к другу. Это означает, что когда какой-то поставщик будет готов исполнить контракт и сообщает об этом в клиринговую (биржевую) палату биржи, организующую исполнение фьючерсов, последняя случайным образом выбирает покупателя из всех покупателей, ожидающих исполнения контракта, и уведомляет его о грядущей в течение ближайших дней поставке товара.

6. В отличие от форвардных контрактов, которые обычно продаются на внебиржевом рынке, фьючерсы свободно обращаются на фьючерсных биржах, т. е. существует постоянный ликвидный рынок этих ценных бумаг. Поэтому при необходимости продавец всегда может отрегулировать собственные обязательства по поставке товаров или финансовых инструментов путем выкупа своих фьючерсов. Функционирование фьючерсного рынка и его финансовая надежность обеспечиваются системой клиринга, в рамках которой осуществляется учет участников торговли, контроль состояния счетов участников и внесения ими гарантийных средств, расчет размера выигрышей и проигрышей от участия в торгах. Все сделки оформляются через клиринговую (расчетную) палату, которая становится третьей стороной сделки. Тем самым продавец и покупатель освобождаются от обязательств непосредственно друг перед другом, а для каждого из них возникают обязательства перед клиринговой палатой. Палата выполняет роль гаранта для тех, кто не ликвидировал своих обязательств к сроку их исполнения. Таким образом, правовой основой операций с контрактами являются договоры,

связывающие участников рынка с клиринговой палатой и биржей; их финансовой основой — денежные средства или их эквиваленты, вносимые участниками в форме залога.

7. Главной отличительной чертой фьючерсов является то, что изменение цен по товарам и финансовым инструментам, указанным в контрактах, осуществляется ежедневно в течение всего периода до момента их исполнения. Это означает, что между продавцами, покупателями и клиринговой палатой постоянно циркулируют денежные потоки. Основная причина организации таких постоянных взаимных платежей заключается в том, чтобы в определенной степени предотвратить искушение одного из контрагентов разорвать контракт в силу каких-то причин, например резкого изменения цен. Фьючерсная торговля в достаточной степени является рискованным мероприятием, поэтому чаще всего в ней участвуют партнеры, работающие друг с другом в течение многих лет и в определенной степени доверяющие друг другу. Наибольшее распространение фьючерсные контракты получили в торговле сельскохозяйственной продукцией, металлом, нефтепродуктами и финансовыми инструментами.

### **Что такое опционы? В чем заключаются особенности их использования?**

Опционы являются одним из самых распространенных финансовых инструментов рыночной экономики. В известном смысле опционы представляют собой развитие идеи фьючерсов. Но в отличие от фьючерсных и форвардных контрактов опцион не предусматривает обязательности продажи или покупки базисного актива, которая при неблагоприятных условиях (ошибочные прогнозы, изменение общей конъюнктуры и др.) может привести к существенным прямым или косвенным потерям одной из сторон. Напомним, что при операциях с фьючерсом, даже если не предполагается поставка (покупка) базисного актива, изменение его цены ежедневно отражается на денежных потоках, связывающих покупателей и продавцов, поэтому потери (доходы) от операций с подобными инструментами в принципе могут быть значимо высокими. Принципиально иная ситуация имеет место при операциях с опционами, которые дают возможность ограничить величину возможных потерь.

В наиболее общем смысле опцион (право выбора) представляет собой контракт, заключенный между двумя сторонами, одна из которых выписывает и продает опцион, а вторая приобретает его и получает тем самым право в течение оговоренного в условиях опциона срока:

а) исполнить контракт, т. е. либо купить по фиксированной цене определенное количество базисных активов у лица, выписавшего опцион, — опцион на покупку, либо продать их ему — опцион на продажу;

б) отказаться от исполнения контракта;

в) продать контракт другому лицу до истечения срока его действия.

Лицо, приобретающее вытекающие из опциона права, называется покупателем опциона или его держателем, а лицо, принимающее на себя соответствующие обязательства, — продавцом (эмитентом, надписателем) опциона. Опцион, дающий право купить, носит название колл-опциона, или опциона покупателя (call option); опцион, дающий право продать, называется пут-опционом, или опционом продавца (put option). Сумма, уплачиваемая покупателем опциона продавцу, т. е. лицу, выписавшему опцион, называется ценой опциона (option price); эта сумма не возвращается независимо от того, воспользуется покупатель приобретенным правом или нет. Цена базисного актива, указанная в опционном контракте, по которой его владелец может продать (купить) актив, называется ценой исполнения (exercise, или striking, price). Актив, лежащий в основе опциона, называется базисным. В качестве базисных активов могут выступать любые товары или финансовые инструменты. В большинстве случаев опционы стандартизованы по своим характеристикам; например, чаще всего базисные активы продаются лотами — так, акции можно обычно купить в виде лота (пакета) в размере 100 штук.

Подчеркнем, что особенностью опциона является то обстоятельство, что в результате операции покупатель приобретает не собственно финансовые инструменты (акции, облигации) или товары, а лишь право на их покупку (продажу).

Существуют различные классификации опционов. В частности, в зависимости от намерения исполнить поставку базисного актива опционы подразделяются на два типа — с физической поставкой и с наличными расчетами. В первом случае владелец опциона имеет право физически получить базисный актив (в случае колл-опциона) или продать его (в случае пут-опциона); во втором случае речь идет только о получении платежа в виде разницы между текущей ценой базисного актива и ценой исполнения. В случае колл-опциона его держатель воспользуется своим правом получить разницу, если текущая цена базисного актива превышает цену исполнения; в случае пут-опциона — наоборот, когда текущая цена меньше цены исполнения.

В зависимости от вида базисного актива существует несколько разновидностей опционов: на корпоративные ценные бумаги, на фондовые индексы, на государственные долговые обязательства, на иностранную валюту, на товары, на фьючерсные контракты.

С точки зрения сроков исполнения принято различать два типа опционов:

а) европейский, когда контракт дает право купить или продать базисные активы по фиксированной цене только в определенный день (expiration date); и

б) американский, дающий право покупки или продажи в любой день вплоть до оговоренной в контракте даты (именно эти опционы доминируют в мировой практике).

В том случае, если лицо, выписывающее опцион, владеет оговоренным в нем количеством базисных активов, опцион называется покрытым (covered), если такого обеспечения опциона нет, он называется непокрытым (uncovered). Выписка непокрытого опциона более рискована; избежать риска можно путем одновременной продажи и покупки колл- и пут-опционов.

Необходимо подчеркнуть, что опционные контракты носят очевидный характер спекулятивности и не имеют непосредственного отношения к деятельности конкретной фирмы по увеличению источников ее финансирования. Доход от операций с подобными инструментами получают брокерские компании, занимающиеся операциями с ценными бумагами. Очевидна общая стратегия поведения покупателей и продавцов в такого рода операциях — каждый из них стремится извлечь выгоду от возможного изменения курсовой стоимости акций; у кого точнее прогноз, тот и получает выгоду. При этом:

- держатели колл-опциона и эмитенты пут-опциона играют на повышение цен (иными словами, они полагают, что рыночный курс актива в будущем возрастет);
- держатели пут-опциона и эмитенты колл-опциона исходят из прогноза о возможном понижении цен.

Помимо колл- и пут-опционов краткосрочного, спекулятивного характера в мировой практике известны и некоторые специальные виды опционных контрактов, в частности право на льготную покупку акций компании и варрант. Именно эти опционы имеют определенную значимость при принятии некоторых решений долгосрочного инвестиционного характера.

### **Что представляет собой опцион на акции?**

Право на льготную покупку акций компании (опцион на акции) представляет собой специфический финансовый инструмент, необходимость введения которого изначально была вызвана естественным желанием акционеров избежать возможной потери степени контроля и снижения доли доходов ввиду появления новых акционеров при дополнительной эмиссии. В этой ценной бумаге указано количество акций (или часть акции), которое можно приобрести на нее по фиксированной цене — цене подписки. Подобная операция имеет особое значение, в частности, при преобразовании закрытого акционерного общества в открытое. Возможность наделения действующих акционеров преимущественным правом приобретения

голосующих акций и ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции, в случае их размещения по открытой подписке предусмотрена Федеральным законом от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ<sup>1</sup> «Об акционерных обществах». Права на льготную покупку акций как ценные бумаги обращаются на рынке самостоятельно. При их выпуске компания устанавливает дату регистрации — все зарегистрированные на эту дату владельцы акций получают документ «право на покупку», который они по своему усмотрению могут исполнить, т. е. купить дополнительные акции, продать или попросту проигнорировать. Финансовые инструменты «право на покупку» обращаются на рынке самостоятельно, при этом их рыночная цена может значительно отличаться от теоретической стоимости. Это связано прежде всего с ожиданиями инвесторов относительно акций данной компании. Если ожидается, что акции будут расти в цене, повышается и рыночная цена права на покупку. Значение этого финансового инструмента для эмитента состоит в том, что компания активизирует покупку своих акций. Что касается потенциальных инвесторов, то они могут получить определенный доход в случае, если цена акций данной компании будет повышаться.

### **Что такое варрант?**

Варрант в буквальном смысле означает гарантирование какого-то события, например продажи или покупки товара. В финансовом менеджменте варрант представляет собой ценную бумагу, дающую право купить или продать фиксированную сумму финансовых инструментов в течение определенного периода. Покупка варранта — проявление осторожности в том случае, если инвестор не вполне уверен в качестве ценных бумаг и не желает рисковать деньгами.

Существуют различные виды варрантов. В наиболее типичном случае владелец варранта приобретает возможность купить оговоренное число акций по оговоренной цене в течение определенного времени. Бывают бессрочные варранты, дающие возможность покупать определенный финансовый инструмент в любое время. Варрант не дает право на проценты или дивиденды и не обладает правом голоса, датой и стоимостью погашения. Варрант может выпускаться одновременно с финансовыми инструментами, привлекательность которых тем самым хотят повысить, или отдельно от них. В любом случае по прошествии некоторого времени он начинает обращаться как самостоятельная ценная бумага. Как правило, варранты выпускаются сравнительно редко и только крупными фирмами. В отличие от прав на покупку, выпускаемых на сравнительно

<sup>1</sup> СЗ РФ. 1996. № 1. Ст. 1; № 25. Ст. 2956; № 22. Ст. 2672.

непродолжительный срок в несколько месяцев, срок действия варранта может исчисляться годами. Кроме того, фиксированная цена, или цена исполнения, указанная в праве на покупку, которая устанавливается в момент эмиссии этого финансового инструмента, обычно ниже текущей курсовой цены акции, в то время как цена исполнения в варранте обычно на 10–20 % выше курсовой.

Обычно варранты выпускаются вместе с облигационным займом данной компании. Этим достигается:

- а) привлекательность облигационного займа, а значит, успешность его размещения;
- б) возможность увеличить уставный капитал в случае исполнения варрантов.

После того как варрант отделяется от финансового инструмента, вместе с которым он эмитировался (в рассмотренном выше примере это был облигационный заем), он начинает обращаться на рынке ценных бумаг самостоятельно. В этом случае возможные с ним операции могут принести как доход, так и убыток.

### **Что такое свопы?**

Своп (обмен) представляет собой договор между двумя субъектами по обмену обязательствами или активами с целью улучшения их структуры, снижения рисков и издержек по обслуживанию. Существуют различные виды свопов; наиболее распространенными из них являются процентные и валютные свопы.

Суть операции может быть легко понята на примере с процентными свопами. Предприятие, привлекая заемные средства, вынуждено платить за них проценты. Кредитование может выполняться по различным схемам. Так, кредиты могут выдаваться либо по фиксированной ставке, либо по плавающей ставке, например ЛИБОР<sup>1</sup>, или ставке, «привязанной» к ЛИБОР. Кроме того, условия кредитных договоров могут быть различными, в частности, в силу различной платежеспособности клиентов. В этих условиях, оказывается, существует возможность объединения усилий двух клиентов по обслуживанию полученных кредитов, с тем чтобы уменьшить расходы каждого из них.

Рынок свопов начал развиваться в начале 1980-х гг. Этому времени предшествовал период использования параллельных кредитов, когда две стороны договаривались об обмене основными суммами и процентными платежами по ним. С целью упрощения механизма расчета между

---

<sup>1</sup> ЛИБОР (London inter-bank offered rate, LIBOR) представляет собой процентную ставку по краткосрочным кредитам, используемую банками на лондонском межбанковском рынке депозитов. Эта ставка является важнейшим ориентиром процентных ставок на международном рынке ссудных капиталов.

сторонами и была изобретена операция, названная *процентным свопом*. Суть ее состоит в том, что стороны перечисляют друг другу лишь разницу процентных ставок от оговоренной суммы, называемой основной. Эта сумма не переходит из рук в руки, а лишь служит базой для расчета процентов. Чаще всего проценты начисляются и выплачиваются один раз в полгода, но могут быть и другие варианты. Процентные ставки для расчета могут определяться также различными способами.

*Валютный своп* представляет собой договор об обмене номинала и фиксированного процента в одной валюте на номинал и фиксированный процент в другой валюте, при этом реального обмена номиналами может и не происходить. Подобные операции имеют особую значимость, когда компания осваивает новые зарубежные рынки и стеснена в возможности получения кредитов за рубежом ввиду своей малоизвестности. В этом случае она пытается найти зарубежного партнера, возможно, с аналогичными же проблемами, с которым и заключает договор о валютном свопе.

### **Что такое операции РЕПО?**

Операции РЕПО представляют собой договор о заимствовании ценных бумаг под гарантию денежных средств или заимствовании средств под ценные бумаги; иногда его называют также договором об обратном выкупе ценных бумаг. Этим договором предусматривается два противоположных обязательства для его участников — обязательство продажи и обязательство покупки. Прямая операция РЕПО предусматривает, что одна из сторон продает другой пакет ценных бумаг с обязательством купить его обратно по заранее оговоренной цене. Обратная покупка осуществляется по цене, превышающей первоначальную цену. Разница между ценами, отражающая доходность операции, как правило, выражается в процентах годовых и называется ставкой РЕПО. Назначение прямой операции РЕПО — привлечь необходимые финансовые ресурсы. Обратная операция РЕПО предусматривает покупку пакета с обязательством продать его обратно; назначение такой операции — разместить временно свободные финансовые ресурсы.

Экономический смысл операции очевиден: одна сторона получает необходимые ей в срочном порядке денежные ресурсы, вторая — восполняет временный недостаток в ценных бумагах, а также получает проценты за предоставленные денежные ресурсы. Операции РЕПО проводятся в основном с государственными ценными бумагами и относятся к краткосрочным операциям — от нескольких дней до нескольких месяцев; в мировой практике наибольшее распространение получили 24-часовые договоры. В последнее время весьма популярны трехсторонние РЕПО, когда между продавцом (заемщиком) и покупателем

(кредитором) пакета ценных бумаг находится посредник (как правило, крупный банк), обязанности которого описаны в договоре. В этом случае участники договора открывают свои счета по ценным бумагам и денежным средствам в банке-посреднике; трехстороннее соглашение рассматривается как менее рискованное по сравнению с обычным. В определенном смысле договор РЕПО может рассматриваться как выдача кредита под залог.

### **Для чего используются финансовые инструменты? Какова их роль в инвестиционном процессе?**

Подводя итог краткому описанию основных финансовых инструментов, можно сделать следующий вывод. С помощью финансовых инструментов достигаются четыре основные цели:

- а) хеджирование;
- б) спекуляция;
- в) мобилизация источников финансирования;
- г) содействие операциям текущего рутинного характера.

В первых трех ситуациях доминируют производные финансовые инструменты, в четвертой — первичные инструменты.

Как уже отмечалось, понятие «инвестиции» может трактоваться достаточно широко. Если понятие инвестиций сужать до вложений долгосрочного характера, что является достаточно традиционным в науке и практике, то лишь отдельные финансовые инструменты (выпуск облигационного займа, получение долгосрочного кредита, эмиссия варрантов и др.) имеют значимость для характеристики сущности, возможностей и способов осуществления инвестиционного процесса.

Вместе с тем возможен и другой ход рассуждений. Если понятие «инвестиции» трактовать в широком смысле как оцененные в стоимостной оценке расходы, сделанные в ожидании будущих доходов, то практически любые финансовые инструменты могут рассматриваться как инструменты реализации инвестиционного процесса. Заметим, что подобная трактовка не является какой-то необычной, а, напротив, представляется весьма оправданной. Действительно, предположим, что речь идет о целесообразности принятия некоторого инвестиционного проекта. Очевидно, что любой подобный проект предусматривает не только вложения в материально-техническую базу, т. е. в долгосрочные активы, но и формирование оборотного капитала, эффективное использование которого является одним из немаловажных факторов обеспечения приемлемости и результативности исходного проекта в целом. В свою очередь, в развитой рыночной экономике эффективность использования оборотного капитала в немалой степени базируется и на постоянно пролонгируемых операциях краткосрочного характера, выполняемых

с помощью традиционных и новых финансовых инструментов. Иными словами, имеет место предопределенный симбиоз долгосрочных и краткосрочных финансовых решений. В этом случае практически любые из рассмотренных выше финансовых инструментов могут трактоваться как инструменты реализации инвестиционного процесса.

Наконец, заметим, что на основе финансовых активов и инструментов постоянно разрабатываются новые операции, в том или ином смысле способствующие активизации инвестиционного процесса в целом. В частности, можно упомянуть о залоговых и ипотечных операциях, операциях секьюритизации активов и др.

### **Какова роль финансовых инструментов в оценке инвестиционной привлекательности фирмы?**

С развитием фондовых и срочных рынков финансовые инструменты играют все более значимую роль в инвестиционной деятельности, понимаемой в широком смысле. Это обусловлено тем обстоятельством, что финансовые инструменты и непосредственно относящиеся к ним финансовые активы и обязательства не только имеют очевидную связь с фактическими и ожидаемыми денежными потоками, но и используются в установлении и передаче права собственности. Кроме того, есть и еще один аспект операций с финансовыми активами, обязательствами, инструментами — их влияние на инвестиционную привлекательность фирмы и оценку целесообразности и перспектив взаимодействия с нею. Этот аспект стал особенно актуальным в последние годы в связи с расширением круга акционеров<sup>1</sup>, увеличением видов активов и инструментов, ростом объема и усложнением операций с ними, повышением доли финансовых активов и обязательств в балансах компаний.

Как было упомянуто выше, любая операция с финансовым инструментом — эмиссия, купля, продажа, обмен — с неизбежностью связана с изменением состава и структуры разделов бухгалтерских балансов ее участников. Поэтому влияние подобных операций на представление о финансовом состоянии компании проявляется в различных аспектах. С одной стороны, финансовые активы и инструменты представляют собой объект инвестирования и спекулирования<sup>2</sup>, с другой стороны, любой

---

<sup>1</sup> Ускоряющаяся динамика особенно характерна для США. Так, если в 1940 г. в стране было около 4 млн акционеров, то в 1962 г. их число превысило 17 млн (Wolk, Francis, Teague, p. 54), а в настоящее время более 50 % американцев владеют акциями главным образом через паевые и пенсионные фонды // Ведомости. 2002. 5 июля.

<sup>2</sup> Напомним, что спекуляция представляет собой вложение средств в высокорисковые финансовые активы, когда высок риск потери, но вместе с тем существует устраивающая инвестора вероятность получения сверхдоходности. Как правило, операции спекулятивного характера являются краткосрочными, а риск возможной потери мини-

финансовый инструмент — это актив, порой занимающий в балансе фирмы весьма значимое место. Кроме того, некоторые финансовые инструменты, например опционы, несут в себе потенциал крупных оттоков денежных средств, их эквивалентов или других активов, который при определенной рыночной конъюнктуре может реализоваться и привести как минимум к убыткам, иногда весьма значимым (вспомним российские финансовые пирамиды последнего десятилетия XX в.).

Любой финансовый актив в балансе может, с одной стороны, означать источник текущего (регулярного) и капитализированного доходов (например, акции стороннего эмитента, находящиеся в собственности фирмы и показанные в активе ее баланса, могут приносить доход в виде дивидендов, а также отложенный к получению доход от роста курсовой цены), а с другой стороны — потенциально нести убыток<sup>1</sup> (например, в случае обвального падения курса ценных бумаг стороннего эмитента, когда текущая цена опускается ниже себестоимости, по которой эти бумаги приобретались ранее).

Что касается финансовых обязательств, то, например, привлечение крупных объемов заемного капитала в виде облигационного займа или банковского кредита означает повышение финансового риска компании и при определенных обстоятельствах может приводить к ухудшению ее положения на рынке капитала и усложнению связей с контрагентами.

Поскольку данные о финансовых активах, обязательствах, инструментах отражаются в балансах компаний, неслучайно в последние годы активно обсуждается проблема прозрачности публичной отчетности, ее доступности инвесторам, кредиторам, контрагентам. Прозрачность означает, во-первых, достоверное и добросовестное представление в отчетности всех активов и обязательств фирмы и, во-вторых, наличие в отчетности данных, включая аналитические расшифровки, примечания и пояснения, достаточных для формирования объективного представления о финансовом состоянии компании. Понятие достоверности и добросовестности, в свою очередь, предполагает и корректную оценку всех статей отчетности. Публичность отчетности означает ее доступность всем заинтересованным лицам, кроме того, возможна и национальная специфика в трактовке этого понятия. Так, в России согласно Закону

---

мизируют с помощью хеджирования. Хеджирование — это операция купли/продажи специальных финансовых инструментов, с помощью которой полностью или частично компенсируют потери от изменения стоимости или денежного потока, олицетворяемого с хеджируемой сделкой (статьей).

<sup>1</sup> В качестве примера упомянем о печально знаменитой компании Enron (крупнейший энергетический трейдер США), акции которой в октябре–ноябре 2001 г. упали в цене более чем на 80%, что привело ее к банкротству, а многих контрагентов и инвесторов — к крупным убыткам.

от 21 ноября 1996 г. № 129-ФЗ «О бухгалтерском учете»<sup>1</sup> акционерные общества открытого типа, банки и другие кредитные организации, страховые организации, биржи, инвестиционные и иные фонды, создающиеся за счет частных, общественных и государственных средств (взносов), обязаны публиковать свою годовую бухгалтерскую отчетность не позднее 1 июня года, следующего за отчетным. Публичность бухгалтерской отчетности заключается в:

- а) передаче отчетности территориальным органам статистики;
- б) ее опубликовании в газетах и журналах, доступных пользователям отчетности, либо распространении среди них брошюр и буклетов, содержащих эту отчетность.

Бухгалтерская отчетность содержит показатели о различных видах средств, капитала и обязательств фирмы, однако именно финансовые активы и обязательства при определенных обстоятельствах имеют первостепенную значимость для вынесения суждения об устойчивости финансового состояния фирмы. Причин тому много, однако основная из них — исключительная волатильность и вариабельность стоимостной оценки подобных статей. Никакой другой актив не обладает подобными свойствами — стоимостная оценка любого материального актива может меняться, но не критически резко. Иное дело финансовые активы и обязательства — в отношении их оценки ситуация может меняться стремительно, причем дело усугубляется каскадным эффектом. Кроме того, существенную роль в формировании подобных тенденций играют факторы субъективизма и психологии.

Необходимость упорядочения ситуации с принципами и техникой представления данных в публичной отчетности уже давно осознается представителями бухгалтерских и финансовых кругов — не случайно именно МСФО, посвященные оценке и представлению в отчетности финансовых инструментов, получили наибольший резонанс в финансовом мире. Среди множества проблем и способов их решения, имеющих отношение к идентификации финансовых инструментов, активов и обязательств, их оценке и представлению в отчетности, вероятно, именно оценка является наиболее критической. Речь идет, в частности, о возможности, целесообразности и правомерности выбора между себестоимостью и так называемой справедливой стоимостью актива.

Прежде всего введем базовые определения. **Себестоимость** — стоимостная оценка расхода или оплаты ресурсов, использованных или привлеченных предприятием для производства или приобретения оцениваемого объекта. **Справедливая стоимость** — характеристика объекта, определяющая его сравнительную значимость в потенциальных или фактических

---

<sup>1</sup> Нормативная база бухгалтерского учета: Сборник официальных материалов. М.: Бухгалтерский учет, 2000.

меновых операциях в условиях полной информированности участников сделки, их неангажированности и свободы в принятии решения. Численно выражается минимальной суммой денежных средств, достаточной для приобретения актива или исполнения обязательства при совершении невынужденной сделки между хорошо осведомленными, действительно желающими совершить такую сделку, независимыми друг от друга сторонами. Существенными условиями сделки являются:

- а) независимость сторон;
- б) осведомленность сторон;
- в) невынужденный характер сделки;
- г) доступность и публичность информации, на основе которой совершается сделка.

Какую же оценку использовать при составлении отчетности? Традиционно бухгалтеры предпочитают себестоимость как наиболее объективную и верифицируемую оценку. Участники рынков, напротив, в большей степени ориентируются на справедливую стоимость, в основе которой — оценка с позиции будущего, т. е. доходов, возможных к получению благодаря обладанию оцениваемым активом.

Алгоритмы исчисления себестоимости достаточно хорошо отработаны в бухгалтерии; что касается справедливой стоимости, то здесь ситуация гораздо более сложная, тем не менее известны рекомендации в отношении отдельных видов активов. В частности, финансовые активы и обязательства рекомендуется оценивать по рыночной стоимости; при отсутствии активного рынка предлагается прибегать к услугам профессиональных оценщиков. Именно этот подход является доминирующим в настоящее время, поскольку считается, что он обеспечит наиболее достоверное представление о текущем финансовом положении фирмы и позволит сделать объективное суждение о ее инвестиционной привлекательности и (или) целесообразности бизнес-контактов с нею.

## Глава 5

# Инвестиционные риски

### Что такое риск? Каковы его признаки?

В процессе инвестиционной деятельности, впрочем, как и в момент принятия любого экономического решения, хозяйствующий субъект неизбежно встречается с ситуацией неопределенности будущих результатов своей деятельности. Другими словами, предприниматель постоянно сталкивается с различными видами рисков.

Необходимо отметить, что в экономической литературе не существует однозначного трактования понятия риска. В зависимости от тех целей, которые ставят перед собой исследователи, риск может быть определен разными способами. В самом общем виде его можно рассматривать как *вероятность наступления нежелательных событий в будущем*. Однако в данном определении не в полной мере учтены качественные характеристики риска, полностью раскрывающие его суть. Рассмотрим их более подробно.

Во-первых, риск всегда *связан с неопределенностью будущих событий*, их случайным характером. Во-вторых, рисковая ситуация должна предусматривать *наличие нескольких альтернативных исходов* рассматриваемых событий, в противном случае не будет выполнено условие неопределенности возможных результатов. Кроме того, риск создает *вероятность получения убытков*, впрочем, он также должен давать возможность получения дополнительной прибыли. Одной из важных характеристик экономического риска является *возможность определить вероятность наступления определенных исходов и ожидаемых результатов*. Отметим, что последняя характеристика, не являясь качественной характеристикой риска в целом, позволяет отделить полностью непредсказуемые риски, не являющиеся на настоящем этапе объектом нашего рассмотрения. Другими словами, если мы не можем количественно или качественно определить величину риска, то это не означает его отсутствия.

В свете сказанного дадим следующее определение: *риск — ситуация неопределенности последствий принятия решений, которая может привести к различным альтернативным результатам, вероятность наступления которых может быть определена количественно или качественно*. В экономическом смысле будем рассматривать риск как ситуацию неопределенности будущих доходов и результатов бизнеса, отделив, таким образом, все риски, не связанные непосредственно с предпринимательской деятельностью.

### **Что такое чистые и спекулятивные риски? В чем различия между ними? Что такое инвестиционные риски?**

Наиболее общим является деление рисков на *чистые (статистические, простые)* и *спекулятивные (динамические, коммерческие)*. При этом чистые риски практически всегда провоцируют убытки предпринимателя, например, вследствие стихийных бедствий, несчастных случаев, технологических изменений. Спекулятивные риски могут нести либо потери, либо дополнительную прибыль.

К основным видам простых рисков относятся:

- *природно-естественные риски*, связанные с проявлением стихийных сил природы;
- *экологические риски*, связанные с наступлением ответственности за загрязнение природы;
- *транспортные риски* — это риски, связанные с перевозкой грузов;
- *имущественные риски* — потери имущества предприятия вследствие действий третьих лиц;
- *политические риски* — получения убытков в результате изменения государственного курса экономического развития.

Данный перечень не охватывает всех возможных чистых рисков, с которыми сталкивается предприниматель, однако дает общее представление о данной их категории. Отметим, что простые риски присущи любому виду предпринимательской деятельности, в том числе они возникают и при осуществлении инвестиционных проектов, однако нельзя считать такие риски исключительно их результатом.

В группу спекулятивных включаются все виды рисков, непосредственно связанных с предпринимательской и инвестиционной деятельностью. Можно считать, что такие риски являются результатом предпринимательской деятельности. Более того, наличие риска является одним из существенных условий предпринимательства. Основную группу спекулятивных рисков и составляют *инвестиционные риски*, к которым относятся *все риски, связанные с инвестициями в материальные и нематериальные активы или в финансовые средства*<sup>1</sup>. Все такие риски объединяет общая неопределенность будущих доходов и расходов, связанных с выполнением инвестиционного проекта. Отметим, что в специальной литературе отсутствует четкое описание инвестиционного риска как отдельного и цельного типа риска, по всей видимости, это связано с тем, что осуществление инвестиционных проектов вызывает очень большое количество рискованных ситуаций. Поэтому мы будем говорить о множестве (или системе) инвестиционных рисков, включая в данное множество

<sup>1</sup> Воронцовский А. В. Управление рисками: учеб. пособие. СПб., 2000. С. 17.

любой частный риск, способный повлиять на показатели эффективности инвестиций.

### **Что такое производственные и финансовые риски?**

По объекту инвестирования принято выделять *финансовые* и *производственные* риски в зависимости от того, в какую сферу деятельности осуществляются вложения капитала — в реальный или фиктивный капитал. Кроме того, деление рисков на финансовые и производственные важно с точки зрения используемых методов измерения рисков, о чем речь пойдет ниже. Однако отметим, что в большинстве случаев финансовые риски могут быть измерены статистическими методами, а производственные — методами экспертной оценки.

*Финансовые риски* связаны с инвестициями в различные финансовые активы — ценные бумаги, срочные инструменты, валюту и т. п. Специфика финансовых рисков полностью определяется формами выбранных для инвестирования финансовых инструментов и особенностями факторов, определяющих стоимость и доходность данного инструмента. Кроме того, уровень финансового риска определяется показателями финансовой устойчивости, платежеспособности и возможного банкротства эмитента выбранной ценной бумаги.

Вторую группу инвестиционных рисков составляют *производственные риски*, вызванные всевозможными факторами, связанными с конкретным производством и его особенностями. В частности, к данной группе могут быть отнесены все риски, связанные с невыполнением производственных планов, в том числе и являющиеся следствием осуществления инвестиций в реальный капитал (при реконструкции, перевооружении предприятий, в других случаях).

### **Что такое кредитные риски?**

Отдельную группу финансовых рисков составляют *кредитные риски*, связанные с вложениями в финансовые инструменты в виде займов и кредитов. Соответственно риску подвергается кредитор, выдающий ссуды своим заемщикам. Наличие кредитных рисков связано с тем, что изменения в финансовом положении заемщика могут вызвать непредусмотренные изменения в погашении кредитных обязательств, вплоть до полного прекращения платежей по кредиту. Таким образом, кредитный риск может быть разделен на *риск неполучения (несвоевременного получения) процентных выплат* по кредитам, который соответственно определяется показателями текущей платежеспособности заемщика. Второй составляющей кредитного риска является вероятность непогашения основной суммы кредита, например, в случае банкротства

заемщика (*риск банкротства заемщика*). Уровень этого риска определяется общим экономическим и финансовым состоянием последнего.

Кредитным рискам подвержены все финансовые институты, предоставляющие капитал займы, в первую очередь коммерческие банки, а также любые инвесторы, вкладывающие свой капитал в инструменты с фиксированным доходом (например, в ценные бумаги).

### **Какие существуют виды рисков по форме потенциальных потерь?**

В зависимости от формы потенциальных потерь, которые может спровоцировать инвестиционный проект, связанные с ним риски можно разделить на *риск снижения доходности проекта*, *риск прямых финансовых потерь* и *риск упущенной выгоды*.

В данном случае *риск снижения доходности* связывают с вероятностью недостижения проектом планируемых инвестиционных показателей. Например, в случае некачественного планирования (внутренний фактор) или в результате изменения общих характеристик доходности финансового рынка (внешний фактор). Необходимость учета внешних факторов доходности (ставок доходности финансового рынка) связана с тем, что планирование инвестиций в большинстве случаев основывается на показателях относительной доходности проекта в сравнении с показателями доходности финансового рынка. Таким образом, нежелательные последствия для инвестора может вызвать как снижение собственной доходности проекта, так и изменение относительной доходности в результате изменения внешних факторов рынка.

Отметим, что изменение внешних факторов доходности может способствовать возникновению и другого вида инвестиционного риска — *риска упущенной выгоды*, который появляется в случае, когда принятый инвестиционный проект становится менее эффективным по сравнению с другими вариантами вложения капитала. Причем независимо от способа оценки эффективности инвестиций исполняться будет проект, являющийся на момент принятия решения об инвестировании наиболее эффективным. Однако всегда остается вероятность того, что внешние или внутренние условия реализации проекта могут измениться таким образом, что какая-либо из рассматриваемых (или не принимаемых ранее в расчет) альтернатив окажется более выгодной. Такая ситуация может возникнуть в случае снижения эффективности данного проекта при неизменных показателях эффективности альтернативных проектов либо в случае увеличения эффективности альтернатив при достижении планируемых показателей исполняемого проекта. В первом случае риск упущенной выгоды возникает в результате влияния внутренних факторов, во втором — как следствие изменения внешних условий реализации проекта.

Кроме снижения показателей доходности или наличия упущенной выгоды, исполнение инвестиционного проекта может привести к unplanned денежным потерям и соответственно к возникновению *риска прямых финансовых потерь*. В самом общем виде финансовые потери могут являться результатом влияния двух факторов. Во-первых, они возникают в случае недополучения (или неполучения) планируемых доходов, связанных с данной инвестицией, т. е. в случае снижения притока денежных средств. Во-вторых, финансовые потери появляются в результате увеличения затрат на реализацию проекта, т. е. при увеличении денежных оттоков. В любой из двух рассмотренных ситуаций финансовые потери могут появиться независимо от того, в какой форме осуществляется инвестирование. Так, при реализации капитальных вложений потери могут являться следствием увеличения затрат на осуществление инвестиции, недостаточной экономии издержек, недополучения выручки или других причин. При этом некоторые из факторов, вызывающих финансовые потери, могут быть отнесены к внутренним (неправильное планирование, недостижение заявленных технико-экономических показателей) или внешним (увеличение стоимости материальных ресурсов, снижение спроса на производимую продукцию). В случае осуществления финансовых инвестиций потери выражаются в неполучении текущего дохода от финансового инструмента (невыплата процентов, дивидендов) или в снижении (неполучении) реверсивного дохода (невозврат тела кредита, дефолт или банкротство заемщика, снижение рыночной стоимости ценных бумаг). Основным внутренним фактором риска в этом случае становится неправильный выбор инструментов инвестирования.

Все три вида инвестиционного риска, рассмотренные нами, являются взаимосвязанными и чаще всего действуют одновременно. Так, финансовые потери с неизбежностью вызывают снижение доходности, а присутствие альтернативных, более эффективных вариантов вложения капитала означает снижение относительной доходности проекта. Существует и обратная зависимость. Снижение доходности инвестиций в большинстве случаев означает упущенную выгоду и приводит к финансовым потерям.

### **Какие существуют виды рисков по связи с другими проектами фирмы?**

В зависимости от того, рассматривается данный инвестиционный проект взаимосвязанно с другими видами осуществляемых инвестиционных проектов, а также в разрезе специфики основной деятельности фирмы и влияния данного проекта на систему показателей деятельности (другими словами, является ли данный инвестиционный проект изолированным или взаимосвязанным при планировании), возможна

следующая классификация инвестиционных рисков по связи с другими проектами фирмы.

*Единичный (отдельный, изолированный) риск* проекта выделяется в том случае, когда данная инвестиция рассматривается вне зависимости от других показателей деятельности фирмы, изолированно от других инвестиционных проектов, которые уже осуществляются либо могут быть осуществлены. При этом весь набор инвестиционных проектов не рассматривается как взаимосвязанный портфель инвестиций, а отдельный проект не является составляющей такого портфеля. Такая ситуация характерна при изолированном планировании инвестиций. Единичный риск — это собственный риск проекта, который определяется характерными особенностями его реализации и определяется независимо от других проектов фирмы.

*Внутрифирменный риск инвестиционного проекта* рассматривают в том случае, когда анализируются показатели доходности всего портфеля инвестиций фирмы и оценивается влияние данного проекта при включении его в инвестиционный портфель. Такая ситуация характерна для взаимосвязанного планирования инвестиций. Внутрифирменный риск существенно зависит от специфики деятельности фирмы, ее сферы деятельности, видов инвестиционных проектов, уже реализуемых фирмой, а также от ряда других условий. Одни и те же инвестиционные проекты, реализуемые в фирмах различной сферы деятельности, могут отличаться уровнем внутрифирменного риска. Формальным выражением данного риска является вероятность того, что доходность рассматриваемого инвестиционного проекта окажется ниже, чем средняя доходность портфеля инвестиций фирмы. Внутрифирменный риск очень часто называют корпоративным риском.

*Рыночный риск отдельного инвестиционного проекта* рассматривают в том случае, когда его доходность оценивается в сравнении с показателями доходности рынка в целом. Когда существует доказанная корреляция (положительная или отрицательная) между характеристиками эффективности данной инвестиции и рыночным трендом, можно считать, что доходность проекта зависит от общей ситуации на рынке или определяется ею, что и порождает специфический вид риска данного проекта, связанный с изменениями на рынке. Формально данный риск представляет собой возможность того, что доходность проекта окажется ниже рыночной, либо вероятность снижения доходности проекта в результате изменения доходности рынка. Указанный риск характерен для вложений в инструменты фондового рынка, когда эффективность вложений определяется по сравнению с изменениями фондовых индексов и других показателей доходности ценных бумаг. Рыночный риск рассматривается в этом случае в разрезе корреляции доходности данного проекта и средней доходности по фондовому рынку в целом, и риск по проекту

анализируется в зависимости от факторов, определяющих тенденции изменения доходности рынка в целом.

**На каких уровнях экономической системы возникают риски? Как их можно классифицировать по этому признаку?**

Неблагоприятные изменения показателей проекта могут возникнуть на различных уровнях экономической системы. Корпоративный и собственный риск проекта возникают на микроуровне деятельности отдельной предпринимательской единицы, рыночный риск проекта определяется условиями функционирования отдельной подсистемы народного хозяйства (мезоэкономика). Логично предположить, что некоторые виды рисков будут возникать на более крупных уровнях экономической системы, будут характерны именно для этого уровня, а также будут зависеть от процессов, происходящих именно на этом уровне. Таким образом, важной является классификация рисков по уровню экономической системы, на которой они формируются. Выделяют:

- мегаэкономические риски, вызванные особенностями функционирования мировой экономики в целом;
- макроэкономические риски — риски экономической системы данного государства;
- мезоэкономические риски — риски, характерные для отдельных сфер народного хозяйства или для специфических видов бизнеса;
- микроэкономические риски — риски отдельных предпринимательских единиц, вызванные особенностями их деятельности и функционирования.

Не всегда тот или иной вид риска может быть четко отнесен к какой-то отдельной классификационной группе. Некоторые виды рисков могут существовать сразу на нескольких уровнях, однако данное соображение только подтверждает тот факт, что инвестиционные риски не существуют независимо и по отдельности, а образуют сложную и целостную систему со взаимосвязанными элементами.

**Каковы основные виды макроэкономических рисков?**

Риски, характерные для макроэкономического уровня экономики, оказывают влияние не только на результативность выполнения отдельных инвестиционных проектов внутри фирмы, но и влияют на общие факторы привлекательности инвестиций. Они также способны качественно и количественно изменить объемы сбережений и инвестиций внутри страны в целом, поэтому их анализ является одним из важных этапов принятия решения об осуществлении инвестиций. Следует отметить, что каждый из макроэкономических рисков способен оказать

влияние как на функционирование национальной экономики, так и на деятельность каждой предпринимательской единицы или домашнего хозяйства. Однако мы ограничимся рассмотрением непосредственного влияния таких рисков лишь на хозяйственную деятельность, сделав акцент на их действии на инвестиции.

Итак, к основным макроэкономическим рискам, способным оказать определяющее влияние на инвестиционные процессы фирмы, относятся:

- инфляционный риск;
- валютный риск;
- депрессионный риск;
- структурный риск;
- риск изменения политики регулирования экономики.

### **Что такое инфляционный риск и в чем он проявляется?**

Инфляционный риск представляет собой вероятность изменения уровня инфляции относительно ее ожидаемых показателей. Для предпринимательской единицы значимым является не инфляция сама по себе, так как ее влияние можно предусмотреть при планировании проекта, а отклонение уровня роста цен от заложенных при планировании показателей. Риск заключается не только в большем росте цен по сравнению с планируемым, но и в снижении его уровня по сравнению с планом. Риск дефляции является одной из составляющих инфляционного, его действие является для предпринимателя таким же потенциально опасным. Непосредственно рисковые ситуации, с которыми может столкнуться инвестор при инфляции, заключаются в следующем.

1. Девальвация/ревальвация национальной денежной единицы.
2. Рост материальных затрат на выполнение инвестиционного проекта.
3. Снижение выручки вследствие изменения структуры спроса, снижения цен, увеличения потребления импорта.
4. Снижение доступности кредитов, общее повышение стоимости заимствования.
5. Общее снижение объемов сбережений и инвестирования, свертывание инвестиционных программ, объемов бюджетного финансирования.
6. Накапливание дебиторской задолженности, затягивание сроков расчетов.
7. Возможный уход отечественного и иностранного капитала из страны с высокой инфляцией.
8. Изменения в порядке налогообложения.
9. Возможность введения системы директивного регулирования цен

с целью взять под контроль инфляцию.

10. Общее снижение предпринимательской активности вследствие потери сектором фирм четких ориентиров развития.

Отметим, что приведенный перечень отнюдь не исчерпывает всех возможных последствий инфляции. Кроме того, рассмотренные последствия характерны для стран с высокой неуправляемой инфляцией и могут оказать отрицательное влияние на хозяйствующего субъекта только в том случае, когда являлись неожиданными и не учитывались при инвестиционном планировании.

### **Что такое валютный риск и каковы его виды?**

Валютный риск — риск непредусмотренного изменения валютных курсов также оказывает многогранное влияние на предпринимательскую деятельность. При этом последствия изменения курса национальной валюты являются неоднозначными как для данной фирмы, так и для экономики вообще. Так, снижение курса национальной валюты оказывает отрицательное влияние на импортоориентированные отрасли и предприятия, положительно сказываясь на экспортирующих предприятиях. Более того, снижение курса оказывает влияние в долгосрочной перспективе, увеличивая потенциал экономического роста и деловой активности в стране. Наиболее явно изменения валютных курсов оказывают влияние на предпринимателей, занимающихся внешнеэкономической деятельностью. Однако валютному риску подвержены все экономические субъекты, так как в конечном итоге валютные курсы через изменения в структуре импорта и экспорта оказывают влияние на совокупный спрос, а через него и на другие показатели экономической деятельности внутри страны.

Особо остро валютный риск ощущают фирмы сложной организационной структуры, имеющие дочерние и зависимые предприятия в различных странах. Одним из видов валютного риска, которому они подвергаются, является *трансляционный риск*, появляющийся в том случае, когда показатели хозяйственной деятельности переводятся (транслируются) в иностранные денежные единицы. Данному виду валютного риска подвержены не только транснациональные корпорации, но и обычные фирмы, например, при подготовке и составлении отчетности для иностранных инвесторов.

В качестве отдельного вида валютного риска можно рассматривать *риск, связанный с валютными сделками*, выражающийся в том, что статьи баланса участников валютной сделки изменяются по абсолютной величине одновременно с изменением валютных курсов. Следствием изменения валютных курсов являются такие вопросы, как установление цен на продукцию, возможности размещения сбережений и осуществления

инвестиций, стоимость импортных факторов производства и другие. Объединяет их то, что они образуют еще один вид валютного риска — *риск экономических последствий*.

### **Что такое депрессионный риск?**

Депрессионный риск связан с возможным нарастанием кризисных процессов в экономике, вызывающих экономический спад и депрессию. Для предпринимательства и инвестиций опасным является не сам спад, являющийся следствием цикличности экономического развития, а неправильная оценка фазы цикла, в которой находится экономика, либо неправильная оценка продолжительности отдельных фаз цикла. Экономические циклы по-разному влияют на различные сферы экономики. В период спада в большей степени страдают отрасли, выпускающие средства производства и товары длительного пользования. А в фазе экономического роста такие отрасли получают максимальные стимулы для развития. Традиционно считается, что депрессия является наименее интересной для предпринимательства фазой цикла. В этот период совокупный спрос является минимальным, экономическая активность очень слабая. Но необходимо помнить, что застой характеризуется наиболее благоприятными условиями для начала инвестирования, так как стоимость заимствования на данной фазе цикла является наименьшей, материальные ресурсы дешевы, а экономика потенциально готова к росту.

### **Что такое структурный риск?**

Логика функционирования современной экономики предполагает постоянный перелив капитала из одних отраслей в другие. Следствием такого перелива капитала является постоянное изменение структуры экономики, а также структурный риск, который можно рассматривать как незапланированные изменения в структуре производства и в сфере услуг. Наиболее явным выражением изменения в структуре экономики являются изменения в рыночной стоимости ценных бумаг предприятий различных отраслей, что может привести к потерям в результате вложений в инструменты фондового рынка. Реализация инвестиционных проектов в реальном секторе также должна опираться на возможные изменения в структуре отраслей общественного производства.

### **В чем заключается риск изменения политики регулирования экономики?**

Риск изменения политики регулирования экономики выражается в том, что могут произойти непредусмотренные изменения в сфере

макроэкономической политики. К таким изменениям, способным оказать влияние на инвестиции, можно отнести:

- изменения налоговой, амортизационной, ценовой политики;
- влияние денежно-кредитной политики на ставки финансового рынка;
- изменение социальных ориентиров развития государства, способное привести к увеличению стоимости рабочей силы.

Отметим, что все шаги, предпринимаемые государством в области регулирования экономики, должны в конечном итоге привести к улучшению экономической ситуации (по крайней мере в теории), поэтому их влияние на бизнес становится отрицательным в том случае, когда они идут вразрез с ожиданиями бизнеса или отдельных экономических субъектов.

### **Каковы основные виды мезоэкономических рисков?**

Мезоэкономические риски связаны с особенностями функционирования отдельных отраслей народного хозяйства или осуществления отдельных видов деятельности. Перед рассмотрением основных видов таких рисков необходимо отметить, что экономическая наука на сегодняшний день не разработала четкой системы разделения и анализа различных видов риска в разрезе отдельных отраслей экономики, поэтому их выделение носит условный характер. Кроме того, необходимо понимать, что мезоэкономические риски тесно взаимосвязаны с рисками, присущими другим уровням экономики.

Определим основные типы рисков, характерные для мезоэкономического уровня.

*Капитальный риск* — риск потери капитала, вложенного в инвестиционный проект. При оценке такого риска необходимо учитывать различные альтернативы вложения капитала.

*Селективный риск* — риск неправильного выбора инструментов инвестирования.

*Риск ликвидности* — риск потерь в результате изменения показателей ликвидности рынка выбранных инструментов инвестирования.

*Временной риск* — риск неправильного выбора времени для осуществления инвестиции, покупки инструмента инвестирования или его реализации.

*Процентный риск* — риск потерь в результате изменения рыночных процентных ставок, в том числе относительного снижения доходности проекта.

*Отзывной риск* — риск потерь инвестора в результате досрочного отзыва эмитентом своих ценных бумаг (например, отзывных облигаций).

### **В чем различия систематических и несистематических рисков?**

*Систематический риск (рыночный риск)* — это риск рыночной системы, всей организации того или иного финансового рынка. Данный риск не является характерным для отдельного инструмента рынка, он присущ всем его инструментам. Этому риску подвержен любой участник рынка вне зависимости от конкретных инструментов вложений свободных средств. В том случае, если инвестор является участником какого-либо финансового рынка (например, рынка ценных бумаг), он не может избавиться от воздействия систематического риска, так как этот риск характерен для каждого инструмента рынка.

*Несистематический риск* — риск, присущий данному финансовому инструменту. Он определяется спецификой обращения этого инструмента, характерен только для него и может быть не связан с изменениями в стоимости других инструментов рынка или с систематическим риском. Выделение несистематического риска в отдельную категорию вызвано спецификой управления им, хорошо разработанными методами снижения уровня такого риска посредством диверсификации.

*Совокупный риск* финансового инструмента представляет собой сумму систематической и несистематической составляющих.

### **Что такое ценовые риски? Каковы их виды?**

В заключение приведем еще два типа классификации рисков. В зависимости от того, вызван ли данный риск изменениями каких-либо финансовых цен, все риски подразделяются на ценовые и неценовые.

*Ценовой риск* — это вероятность отклонения будущей цены актива от ее ожидаемого значения. С точки зрения понимания природы ценового риска не важно, в какую сторону происходит отклонение. В случае, когда инвестор уже владеет финансовым активом, скорее всего, нежелательными будут отклонения в сторону снижения цены. С другой стороны, увеличение цены актива может нежелательным образом отразиться на возможностях инвестора по приобретению этого актива.

К ценовым могут быть отнесены следующие риски: валютный, процентный, риск изменения цены товара, инфляционный и другие виды рисков. Соответственно, те риски, появление которых не связано с изменениями цен активов, относятся к группе неценовых.

### **Что такое актуарный риск?**

Важным с точки зрения управления рисками является их разделение на актуарные и неактуарные. *Актуарным* называется риск, который можно застраховать посредством специализированных страховых

организаций. Более подробно вопрос возможности страхования рисков будет рассмотрен ниже, отметим лишь, что не все риски могут быть застрахованы, и такие риски образуют группу неактуарных.

### **В чем заключается сущность риск-менеджмента?**

Одной из задач инвестиционного менеджмента является идентификация и оценка рисков инвестиционного проекта, разработка методов снижения их уровня. Данные вопросы решаются посредством профессионального риск-менеджмента, суть которого сводится к следующему.

1. Идентификация возможных рисковых ситуаций, возникающих в ходе реализации инвестиционного проекта.
2. Оценка вероятности неблагоприятного хода событий и определение уровня потенциальных потерь.
3. Разработка мер по снижению уровня риска.

### **Каким образом определяется уровень риска проекта?**

Любой инвестиционный проект по своей сути является рисковым, а возможность его выполнения зависит от отношения к риску данного инвестора. По всей видимости, каждый инвестор самостоятельно определяет допустимый уровень риска проекта, т. е. уровень риска является величиной субъективной. Однако существуют наиболее распространенные характеристики уровня риска, которые могут использоваться для оценки любого инвестиционного проекта.

Так, если возможные потери не превышают уровня предполагаемой прибыли, то можно говорить о допустимом риске. Граница уровня допустимого риска соответствует уровню потерь, равному предполагаемой (расчетной) прибыли, получаемой в случае реализации проекта. Другими словами, допустимым считается риск, который не может принести убытков больших, чем выгода данного проекта.

В том случае, когда возможные потери могут превысить размер предполагаемой прибыли, но будут покрыты расчетной выручкой, говорят о критическом риске. Сумма потерь может превысить размеры получаемой выручки и достигнуть величины, соответствующей стоимости имущества хозяйствующего субъекта, в таком случае говорят о катастрофическом уровне риска. Исследования показывают, что катастрофическим может считаться риск, при котором возможные потери составляют от 70 % объема собственных финансовых ресурсов с учетом всех возможных поступлений (в нашем примере — от стоимости имущества инвестора). А допустимый уровень риска обычно находится в пределах 30 % от стоимости собственных средств.

### **Каковы предпосылки принятия рискованных решений в условиях неопределенности?**

С ситуацией риска предприниматель сталкивается постоянно, однако при реализации инвестиционных проектов оценка рисков имеет принципиальное значение в двух случаях: когда принимается решение о выборе того или иного проекта и при выявлении рисков, присущих данной инвестиции. Соответственно в первом случае говорят об оценке общего риска проекта, во втором — об оценке рисков данного проекта.

Общий риск инвестиционного проекта является фактором принятия принципиального решения об осуществлении тех или иных инвестиций. Поэтому оценка риска проекта становится одним из важных моментов инвестиционного планирования. Как уже было отмечено, риск — понятие субъективное, более того, разные инвесторы по-разному могут быть расположены к риску. Поэтому не существует абсолютной величины, характеризующей риск проекта, а его оценка обычно проводится на основании расчета относительных показателей. Отсутствие абсолютного показателя риска приводит к необходимости учета различных альтернатив вложения капитала, каждая из которых характеризуется большим или меньшим уровнем риска. При прочих равных условиях инвестор выберет проект, общий риск которого окажется меньше относительно других рассматриваемых альтернативных вариантов инвестирования.

Каждый инвестиционный проект характеризуется различными вариантами будущих исходов (величиной экономических выгод), определяемых тем, каким образом будет развиваться экономика. В зависимости от набора факторов, способных оказать влияние на показатели данного проекта, инвестор может предполагать существование в будущем различных сочетаний этих факторов, которые называются будущими состояниями экономики. Каждое будущее состояние экономики характеризуется комплексным сочетанием состояния экономической конъюнктуры и прочих факторов, способных оказать влияние на показатели эффективности инвестиционного проекта, и, соответственно, дает различные варианты численного значения полезного результата инвестирования. В качестве формального выражения полезного результата инвестирования могут использоваться различные показатели. Так, традиционно при финансовых инвестициях основным показателем их эффективности является доходность вложений. В случае инвестиций в реальный сектор можно использовать показатели чистой приведенной стоимости (NPV), коэффициенты доходности, срок окупаемости капитальных вложений. Важным при выборе такого показателя является то, чтобы при оценке риска проекта использовались те же показатели, которые выбраны в качестве основных при планировании инвестиций.

Поскольку в момент принятия решения об инвестировании неизвестно, какое из рассматриваемых будущих состояний экономики наступит, говорят, что инвестор принимает решение в условиях неопределенности. Отметим, что в настоящее время не существует общепринятых алгоритмов принятия оптимального решения в условиях неопределенности. А используемые методики носят узкоспециализированный, неуниверсальный характер, поэтому мы рассмотрим только некоторые наиболее характерные принципы принятия инвестиционного решения.

Если, кроме различных альтернативных вариантов вложения средств и будущих состояний экономики, известны вероятности наступления последних, то говорят о принятии инвестиционных решений в условиях риска.

Принятие рискового решения в условиях неопределенности предполагает, что инвестор владеет следующей информацией:

- 1) известен набор инвестиционных альтернатив, среди которых осуществляется выбор;
- 2) для каждой инвестиционной альтернативы известны первоначальные затраты по ее осуществлению;
- 3) инвестор рассматривает различные будущие состояния экономики, каждое из которых дает различные показатели полезности инвестиций;
- 4) известны вероятности наступления каждого выбранного состояния экономики.

Данная информация позволяет оценить риск каждого рассматриваемого проекта и принять решение о выборе наиболее предпочтительных альтернатив.

### **Как рассчитать уровень риска инвестиционного проекта?**

Для определения зоны риска, в которой находится каждый из инвестиционных проектов из всех рассматриваемых вариантов будущего состояния экономики, необходимо выбрать самый пессимистический (он может быть разным для разных проектов) и для этого варианта определить коэффициент уровня потерь по следующей формуле:

$$K_{\text{уп.}} = Y / C, \quad (5.1)$$

где  $Y$  — максимально возможная сумма убытков,  $C$  — объем собственных финансовых средств с учетом всех возможных поступлений от инвестирования.

Считается, что проект находится в зоне допустимого риска при значениях коэффициента не более 0,3, в зоне критического риска при значениях до 0,7, катастрофическим считается уровень риска при значении

больше 0,7. В последнем случае исполнение проекта может привести к банкротству инвестора. Данная методика позволяет инвестору проанализировать инвестиционные альтернативы по уровню потерь и, возможно, отказаться от некоторых альтернатив, входящих в недопустимые для него зоны риска.

### Что такое матрица ожиданий и как она используется при оценке риска?

Оценка риска проекта базируется на построении матрицы ожиданий (табл. 5.1), учитывающей различные варианты инвестирования и различные будущие состояния экономики.

В данной матрице  $P_j$  — вероятность наступления  $j$ -го состояния экономики. При этом исходят из того, что распределение вероятностей является полным, т. е. при планировании были учтены все значимые будущие состояния экономики. Формально для этого должно выполняться условие:  $P_1 + P_2 + \dots + P_k = 1$ .

Показатель  $r_{ij}$  — предполагаемая доходность  $i$ -го проекта при наступлении  $j$ -го будущего состояния экономики, которая рассчитана по следующей формуле:

$$r_{ij} = (Y_{ij} - I_i) / I_i, \text{ где } i = 1, 2, \dots, n; j = 1, 2, \dots, k. \quad (5.2)$$

Таблица 5.1

Матрица ожиданий доходностей проекта

Инвестиционный проект	Сумма инвестиций	Будущее состояние экономики			
		1-е	2-е	...	$k$ -е
		$P_1$	$P_2$	...	$P_k$
1-й	$I_1$	$r_{11}$	$r_{12}$	...	$r_{1k}$
2-й	$I_2$	$r_{21}$	$r_{22}$	...	$r_{2k}$
...	...	...	...	...	...
$n$ -й	$I_n$	$r_{n1}$	$r_{n2}$	...	$r_{nk}$

В формуле 5.2  $Y_{ij}$  — доход по  $i$ -му инвестиционному проекту при наступлении  $j$ -го будущего состояния экономики,  $I_i$  — инвестиционные расходы по  $i$ -му проекту. Использование в матрице показателей доходности не является единственно возможным. Вместо них могут использоваться любые другие приемлемые показатели эффективности инвестиций. Доходность же является показателем наиболее универсальным, приложимым практически к любому виду вложений. Кроме того, необходимо понимать, что в данном примере используется доходность

за весь период инвестирования, который одинаков для всех альтернативных проектов и равен инвестиционному горизонту. В том случае, когда разные инвестиционные проекты характеризуются различными сроками исполнения, необходимо приводить показатели доходности к одному периоду, например, рассчитывать их в процентах годовых. Также необходимо учитывать то, что в процессе реализации инвестиций может изменяться общая рыночная ситуация и, соответственно, ожидания инвестора относительно тех или иных вариантов будущего развития экономики. В этом случае необходимо корректировать матрицу ожиданий соответственно изменяющимся доходностям или вероятностям.

Представленные в матрице ожиданий данные позволяют определить ожидаемую доходность по каждому проекту, являющуюся одной из важнейших характеристик эффективности инвестиций. Для ее расчета используется следующая формула:

$$r_i = P_1 \times r_{i1} + P_2 \times r_{i2} + \dots + P_k \times r_{ik}, \quad (5.3)$$

где  $i = 1, 2, \dots, n$ .

То есть ожидаемая доходность проекта рассчитывается как средневзвешенная доходностей при разных будущих состояниях экономики по вероятности наступления этих будущих состояний. Очевидно, что наиболее предпочтительные проекты обладают наибольшей ожидаемой доходностью. Рассчитанная таким образом ожидаемая доходность не является той величиной, которая будет достигнута при окончательной реализации данного проекта. Эта величина может рассматриваться как наиболее вероятная или как математическое ожидание доходностей при различных будущих состояниях экономики.

### Какие существуют численные меры риска?

В качестве численного показателя риска инвестиционного проекта могут использоваться следующие показатели:

- стандартное отклонение и дисперсия;
- полудисперсия;
- вариация.

Стандартное отклонение или корень из дисперсии рассчитывается по следующей формуле:

$$\sigma_i = \sqrt{\sum_{j=1}^k (r_{ij} - \bar{r}_i)^2 P_j}. \quad (5.4)$$

Данная характеристика является наиболее распространенной для численной оценки риска. Очень часто стандартное отклонение и называют риском (почти всегда при финансовых инвестициях). Отметим, что

данный показатель позволяет оценить отклонения величин доходности от ожидаемого значения. Соответственно, чем меньше разброс значений доходности при различных состояниях экономики, тем меньшим уровнем риска будет характеризоваться данный проект. Необходимо понимать, что использование стандартного отклонения или дисперсии как меры риска предполагает нормальное распределение доходности, иными словами, значения доходностей проекта при разных состояниях экономики должны быть симметричны относительно ожидаемой доходности. В противном случае использование данных показателей для оценки риска является нецелесообразным, так как даст неверный результат.

При расчете стандартного отклонения в расчет принимаются любые отклонения независимо от того, будет данная доходность ниже или выше ожидаемой. В принципе такое положение соответствует общему пониманию риска как вероятности любых отклонений будущего значения параметра от ожидаемого. Однако в случае осуществления инвестиций к рисковому состоянию может быть отнесена только вероятность получения доходности ниже ожидаемого уровня. В этом случае в качестве меры риска можно использовать показатель полудисперсии:

$$SV = \sum_{j \in M_1} (r_{ij} - r_i)^2 P_j, \quad (5.5)$$

где  $M_1 = \{j: r_{ij} < r_i\}$ .

Полудисперсия (от англ. semivariance) отличается от показателя дисперсии лишь тем, что в расчет показателя принимаются только такие значения доходностей, которые оказываются ниже, чем ожидаемая доходность. Данный показатель может с успехом использоваться в тех случаях, когда доходности расположены несимметрично относительно ожидаемой. Обычно при расчетах все-таки используются показатели стандартного отклонения и дисперсии, так как использование полудисперсии значительно усложняет расчеты при оценке портфельных рисков, а также при взаимосвязанном планировании инвестиций.

Известно, что уровень риска и величина доходности в большинстве случаев находятся в прямой зависимости, т. е. увеличение доходности возможно при соответствующем увеличении риска проекта, и наоборот. Но мера риска является величиной условной и относительной, поэтому может так оказаться, что некоторые проекты обладают одинаковым риском, рассчитанным по одному из двух предложенных методов. В этом случае для оценки риска используется показатель вариации, который рассчитывается как отношение стандартного отклонения к ожидаемой доходности:

$$K_{var i} = \frac{\sigma_i}{r_i}, \quad (5.6)$$

а в качестве проекта с наименьшим риском выбирается проект с наименьшим коэффициентом вариации.

### **Как определить риск проекта, если нет возможности определить вероятности наступления будущих состояний экономики?**

Все три рассмотренные нами варианта численной оценки риска проекта основываются на оценке разброса различных вероятностных вариантов доходности. Однако именно в использовании субъективных характеристик вероятности состоит главный недостаток рассмотренного метода. Дело в том, что субъективные оценки инвесторов относительно вероятности наступления будущих состояний экономики и, соответственно, получения различного полезного результата от инвестирования приводят к тому, что разные инвесторы по-разному будут оценивать риск одного и того же проекта.

Данного противоречия можно избежать, если для расчета уровня риска использовать не вероятностные прогнозы будущего состояния экономики, а состояния рынка, наблюдаемые ранее либо в настоящее время. В том случае, когда в распоряжении инвестора имеются данные о различных прошлых состояниях рынка, можно, с использованием уже рассмотренных методов измерения риска, провести расчет общего риска данного проекта. Последнее соображение применимо лишь к таким видам инвестирования, которые не являются уникальными. Например, использование для расчета риска наблюдаемых показателей возможно для инвестиций в любые виды финансовых инструментов, имеющих постоянно действующий рынок. К таким инструментам могут быть отнесены ценные бумаги, валюты, другие финансовые активы.

Данная методика оценки общего риска проекта не является единственной используемой в настоящее время. Более того, некоторые другие методики могут дать лучший результат. В качестве математических средств принятия решений в условиях неопределенности и риска могут использоваться методы теории игр, теории вероятностей, теории статистических решений, математического программирования.

### **Что такое графическое представление риска?**

Некоторые риски удобно представлять в графическом виде. В первую очередь это касается ценовых рисков, связанных с изменением каких-либо финансовых цен. Рассмотрим пример построения графика риска для фирмы, осуществляющей реконструкцию производства, связанную с приобретением и дальнейшим использованием импортного оборудования. Инвестиционный проект фирмы предусматривает в этом случае приобретение оборудования на внешних рынках, а платежи,

связанные с данными сделками, номинированы в иностранных валютах. Допустим, что такие платежи номинированы в евро. Тогда при усилении евро увеличивается стоимость оборудования, что может изменить инвестиционные характеристики проекта, вплоть до полной невозможности его осуществления. Усиление рубля, напротив, будет способствовать снижению издержек фирмы по осуществлению данного проекта. Понятно, что в момент принятия решения об осуществлении данной инвестиции ответственные менеджеры должны были предусмотреть возможность изменения курсов валют, поэтому валютный риск в данном случае возникает, если будущее значение курса окажется отличным от ожидаемого. Отметим, что последнее утверждение верно в отношении любого ценового риска и соответствует его определению, рассмотренному выше.

Величину риска, связанную в нашем примере с изменением валютных курсов, можно ассоциировать с размерами возможных потерь при неблагоприятных изменениях на рынке. Так, усиление евро относительно ожидаемого значения приведет к незапланированным потерям, ослабление — даст дополнительную прибыль. График зависимости между будущими значениями обменного курса и величиной прибыли (потерь), изображенный на рис. 5.1, и есть график валютного риска для данного проекта.

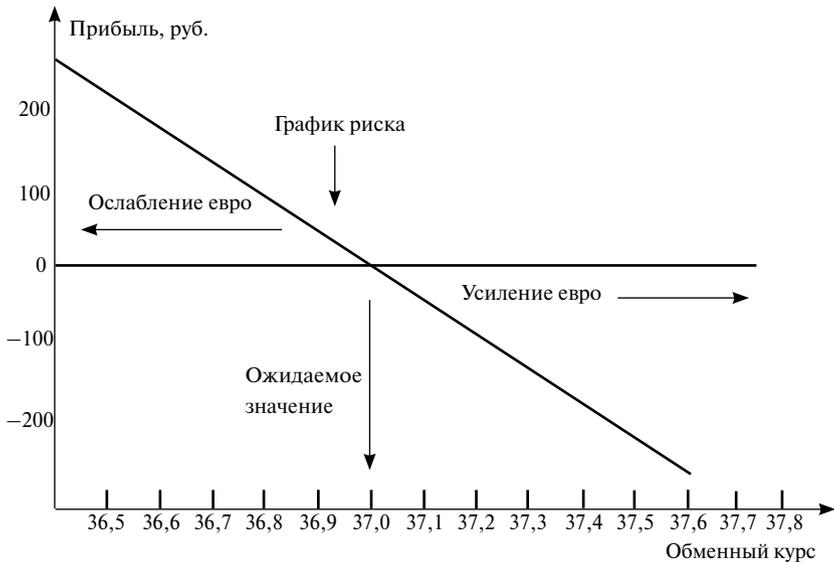


Рис. 5.1. График валютного риска проекта

## **Какие существуют способы отношения предпринимателя к риску? Каковы основные методы управления рисками?**

Общая теория рисков рассматривает несколько форм отношения предпринимателя к риску.

*Игнорирование риска* — предполагает отсутствие каких-либо специальных действий, направленных на снижение негативного эффекта рискованных ситуаций. Отметим, что предприниматель может игнорировать риск сознательно, например, считая его последствия незначительными и малозначимыми для данного проекта. Также риск может быть проигнорирован в силу того, что не был своевременно идентифицирован и оценен, например, вследствие недостаточных знаний инвестора. *Избегание риска* — сознательное решение не подвергаться определенному виду риска. В случае принятия инвестиционного решения, связанного с рисковостью вложений капитала, избегание риска с неизбежностью приводит к отказу от осуществления инвестиции, поэтому данная форма отношения к риску не является характерной для инвестиционных решений и не будет рассматриваться нами как возможная.

*Принятие риска* состоит в покрытии возможных убытков за счет собственных ресурсов. В этом случае предприниматель сознательно не старается снизить уровень риска, например, для экономии текущих издержек или затрат на реализацию проекта, понимая, что в случае наступления неблагоприятного исхода событий убытки будут покрываться за счет доходов, получаемых от данного инвестиционного проекта или из других источников. Отметим, что принятие риска не означает отсутствия мер по снижению негативных последствий рискованных ситуаций. Возможным методом снижения потерь в результате реализации рискованной ситуации является создание специальных страховых и резервных фондов, основное назначение которых и заключается в покрытии отрицательного эффекта от неблагоприятного развития событий на рынке.

Одной из специфических форм принятия риска является его *провоцирование*. Дело в том, что при некоторых формах инвестирования увеличение уровня риска может давать дополнительную прибыль, ради которой предприниматель может специально повышать уровень риска. Такая ситуация возможна при осуществлении венчурного финансирования или при инвестициях в высокорисковые ценные бумаги.

*Исключение риска* заключается в осуществлении специальных мер, направленных на предотвращение ущерба. Такие меры могут предприниматься до того, как потери уже понесены, во время и после того, как они случились. Например, риск сбоев технологического процесса

(производственный риск) может быть исключен посредством своевременного обслуживания производственного оборудования, налаживания четкой работы поставщиков сырья и с помощью других мер. В большинстве случаев такими мерами являются административные и организационные решения, требующие для осуществления определенных затрат. Иногда затраты по исключению риска могут оказаться настолько велики, что приходится использовать другие методы снижения его уровня. То же самое происходит и в том случае, когда риск является объективным, т. е. его нельзя избежать.

*Передача риска* состоит в перенесении риска на других лиц. Для реализации данного метода могут использоваться специальные процедуры (*хеджирование*) или услуги специализированных институтов финансового рынка (*страхование*). Другим примером передачи риска является, например, отсутствие специальных действий с вашей стороны в том случае, когда ущерб будет покрыт за чей-то счет.

*Снижение риска* заключается в осуществлении специальных мероприятий, направленных на уменьшение уровня риска в настоящий момент времени. Одним из важных методов снижения риска является его *диверсификация*. Наиболее характерно применение данного метода при управлении портфелем ценных бумаг с целью снижения совокупного риска. Теоретические основы диверсификации и методы ее использования будут рассмотрены ниже, в главе, посвященной портфельному инвестированию. Однако отметим, что выводы портфельной теории могут с успехом применяться для любых взаимосвязанных инвестиций независимо от конкретной формы вложения. Другими словами, в портфель могут входить не только ценные бумаги, но и другие финансовые инструменты, а также реальные инвестиции. Необходимо, кроме того, понимать, что в современных условиях крупные корпорации стараются максимально диверсифицировать бизнес, осуществляя свою деятельность во многих сферах. Диверсификация деятельности повышает надежность бизнеса, устойчивость фирмы и, как следствие, позволяет активизировать инвестиционную активность предприятия. Другим методом снижения рисков является *управление активами и пассивами*, сущность которого состоит в тщательном сбалансировании активов и обязательств с целью исключения изменений чистой стоимости. Рассмотренные нами формы отношения к риску и методы управления им не являются единственными возможными, но их можно рассматривать как наиболее распространенные. Отметим также, что не все формы отношения к риску предполагают управление его уровнем, однако предметом нашего анализа является активное отношение к риску как к фактору, в большой степени определяющему возможность осуществления и эффективность инвестиций.

## **Чем определяется выбор метода управления рисками?**

Выбор метода управления риском зависит от содержания и специфики данной рискованной операции. Для одних видов риска могут применяться методы, неприменимые для других видов. Так, некоторые виды рисков (в основном чистые риски) можно застраховать, однако данный метод будет неприменим для большей части финансовых рисков.

Управление активами и пассивами используется в основном для управления процентным и валютным риском и связано с изменениями в балансе предприятия, не всегда возможными в данной ситуации. Применение хеджирования предполагает использование забалансовых операций, но его потенциал ограничен возможностями срочного рынка. Поэтому выбор метода управления риском всегда зависит от конкретных условий, в которых находится инвестор. Рассмотрим некоторые методы управления риском, с тем чтобы определить, какие из них являются наиболее эффективными в различных ситуациях риска.

## **В чем заключается управление активами и пассивами как метод снижения риска?**

Управление активами и пассивами представляет собой попытку снизить уровень ценового риска за счет поддержания определенной пропорции между активами и пассивами фирмы для достижения ее целей с одновременной минимизацией уровня риска. Суть этого метода заключается в нахождении таких соотношений между активами и обязательствами, которые позволяют избежать снижения чистой стоимости активов.

Данный метод наиболее часто используется для управления процентными рисками. Однако он с успехом может применяться для противодействия и другим видам ценовых рисков, например валютного или риска изменения товарных цен. Так, для минимизации валютного риска необходимо поддерживать такую структуру валютных активов, чтобы она соответствовала структуре и форме валютных обязательств. Например, если займы фирмы номинированы в иностранных валютах, то необходимо предусматривать поступление выручки в этих же валютах (или поддерживать ситуацию, когда сумма выручки зависит от курсов). Данный пример является очевидным, однако достаточно хорошо демонстрирует суть метода.

Идеальной ситуацией управления активами и пассивами является такое соотношение между ними, при котором происходит одновременное выравнивание временных и количественных параметров (сроков и объемов) денежных притоков для активов с временными и количественными параметрами денежных оттоков для обязательств. Портфель активов, сконструированный таким образом, что он в точности соответствует

заданным денежным потокам, называется «преданным» портфелем<sup>1</sup>. В реальности сконструировать такой портфель, а также постоянно поддерживать его структуру может оказаться очень сложно. Поэтому можно отвлечься от полного сбалансирования денежных потоков и сосредоточиться только на соотношении стоимостей активов и обязательств, с тем чтобы разница этих стоимостей стала полностью нечувствительной к изменению рыночных параметров. В качестве такого рыночного параметра может быть выбрана любая значимая для инвестора характеристика — фактор риска. В том случае, когда ею являются процентные ставки, стратегия подбора активов, минимизирующая чувствительность разности стоимостей активов и обязательств к изменению ставок, называется иммунизацией портфеля активов.

### **Что такое дюрация финансового инструмента и как она используется в управлении активами и пассивами?**

Так как целью иммунизации является такой подбор активов и обязательств, при котором разница их стоимостей является нечувствительной к изменениям процентной ставки, то для реализации этого метода управления риском необходимо использовать показатели такой чувствительности. Наиболее широко используемая мера чувствительности к изменениям процентных ставок была предложена Фредериком Маколи и называется *дюрация*. В своем первоначальном виде дюрация рассматривалась как относительная мера чувствительности к процентным ставкам только долговых инструментов. Данный показатель может использоваться для любых инвестиционных решений как в финансовом, так и в реальном секторе с заранее известным потоком платежей.

Дюрация рассчитывается как взвешенное среднее для времени до окончания срока действия инструмента (до получения последнего платежа). В качестве весов используются доли текущих стоимостей отдельных денежных потоков в текущей стоимости совокупного денежного потока. Формально расчет дюрации осуществляется следующим образом:

$$D = \sum_{t=1}^{mT} w(t) \times (t/m), \quad (5.7)$$

где  $T$  — время до последней выплаты, измеренное в годах,  $m$  — количество выплат в году,  $t$  — номер денежного потока,  $w(t)$  — вес данного

---

<sup>1</sup> Маршалл Джон Ф., Бансал Випул К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 1998. С. 190.

денежного потока в общем потоке платежей. Вес денежного потока рассчитывается по формуле 5.8:

$$w(t) = \frac{PV_t}{\sum_{i=1}^T PV_i}. \quad (5.8)$$

В формуле (5.8) числитель  $PV_t$  представляет собой текущую стоимость (*Present Value*) в момент времени  $t$ , которая рассчитывается как дисконтированная стоимость будущего денежного потока. Знаменатель представляет собой суммарную (общую) текущую стоимость всего денежного потока, связанного с данной инвестицией.

Полученную величину дюрации часто модифицируют приведением ее значения к доходности инструмента ( $y$ ). Модифицированная дюрация ( $D^*$ ) рассчитывается следующим образом:

$$D^* = \frac{D}{(1 + y/m)}. \quad (5.9)$$

Величина модифицированной дюрации, взятая со знаком минус, совпадает с наклоном кривой текущей стоимости, а следовательно, и с наклоном графика процентного риска данного инструмента.

Показатель дюрации может рассматриваться как показатель эластичности денежных потоков от данной инвестиции по процентным ставкам. Другими словами, дюрация есть мера чувствительности стоимости активов или обязательств к изменениям процентных ставок. Это свойство позволяет ее использовать в качестве меры процентного риска. Так, менее рисковыми являются проекты с меньшим значением дюрации при прочих равных условиях (в том числе и при одинаковой длительности реализации).

Важное свойство дюрации заключается в том, что дюрация портфеля активов (обязательств) равна средней взвешенной дюраций инструментов, входящих в портфель, где весами является доля рыночной стоимости инструмента в рыночной стоимости портфеля. Данное свойство дюрации для портфеля активов или обязательств является основой построения одной из стратегий иммунизации, предложенной Ф. Редингтоном.

### **В чем заключается метод иммунизации по Редингтону?**

Суть стратегии состоит в том, что вначале определяется дюрация обязательств фирмы, затем подбираются два инструмента с различными значениями дюрации, из которых и будет состоять портфель активов.

При этом веса инструментов в портфеле определяются таким образом, чтобы дюрация портфеля совпадала с дюрацией обязательств.

Однако более типичной при инвестировании является ситуация, когда менеджер выбирает инструменты финансирования данного проекта. В данном случае следует действовать следующим образом: определяется дюрация инвестиции, а для ее финансирования в портфель выбираются два инструмента, так чтобы дюрация обязательств (определенная как средневзвешенная по долям инструментов в портфеле) совпадала с дюрацией актива. При построении стратегии иммунизации может использоваться как простая дюрация, так и ее модифицированное значение.

Будущие изменения доходности вызовут изменения в стоимости активов и обязательств фирмы. Для того чтобы иммунизация была эффективной, необходимо, чтобы изменения в стоимости портфеля активов в точности соответствовали изменениям в стоимости портфеля обязательств. Это означает, что обязательства нужно взвешивать таким образом, чтобы дюрация портфеля обязательств была равна дюрации актива. Сумма весов должна, естественно, быть равна 1. Формализация задачи иммунизации сводится к следующей системе уравнений:

$$w_1 D_1 + w_2 D_2 = D_L; \quad (5.10)$$

$$w_1 + w_2 = 1, \quad (5.11)$$

где  $w_1$  — вес первого обязательства в портфеле обязательств,  $w_2$  — вес второго обязательства.  $D_1$ ,  $D_2$  — их дюрации,  $D_L$  — дюрация активов. При известных значениях дюраций данная задача всегда имеет решение.

### **В чем ограничения метода иммунизации?**

Отметим, что метод иммунизации, несмотря на кажущуюся простоту, не всегда является достаточно эффективным. Это связано со следующими проблемами. Во-первых, значения дюрации являются надежными лишь для коротких периодов. Дело в том, что с течением времени дюрации отдельных активов и обязательств изменяются, и эти изменения могут быть разными для отдельных инструментов. Вторая проблема связана с тем, что при изменениях доходностей изменяются и значения дюрации для каждого инструмента. При небольших изменениях доходности дюрация изменяется незначительно, поэтому стратегия иммунизации будет работать хорошо. Но при больших изменениях доходности стратегия может стать неэффективной. Разрешить данную проблему можно путем постоянной корректировки весов инструментов в портфеле вслед за изменениями дюраций.

Еще одна проблема связана с предположением о том, что одинаковым образом изменяются доходности всех финансовых инструментов. Однако это неверно. Краткосрочные ставки более чувствительны к изменениям доходности, чем долгосрочные. Ставки по разным видам инструментов (даже с одинаковым сроком) также могут по-разному реагировать на изменения доходности рынка. Для решения данной проблемы может использоваться метод корректировки весов инструментов в портфеле на основании исторических наблюдений за соотношением изменений доходностей по разным инструментам.

Также отметим, что управление активами и пассивами может потребовать таких затрат на осуществление, что станет неэффективным, кроме того, может потребовать отказаться от выполнения других, может быть более прибыльных, инвестиционных альтернатив. Поэтому очень часто для управления рисками, связанными с инвестиционным процессом, используются другие методы, например хеджирование.

### Что такое хеджирование?

Хеджирование является одним из возможных методов управления активами и пассивами. Данный метод выделяют в отдельный класс в связи с тем, что для его осуществления используются преимущественно инструменты забалансового характера. В общем виде хедж — это позиция, которую используют в качестве временной замены (субституции) будущей позиции по другому активу (обязательству) или с целью защиты стоимости существующей позиции по активу (обязательству), пока эта позиция не может быть ликвидирована<sup>1</sup>. Наиболее традиционными инструментами для осуществления хеджирования являются производные финансовые инструменты — форварды, фьючерсы, опционы и свопы. Хотя иногда для осуществления хеджирования используются и первичные инструменты, например, когда обязательства по свопам хеджируются облигациями и векселями.

Независимо от конкретных способов применения хеджирования сформулируем основной принцип данного метода управления риском: *длинная позиция по основной (хеджируемой) сделке компенсируется короткой позицией на срочном рынке и наоборот — короткая позиция по основному активу хеджируется длинной срочной позицией*. При этом позицию на срочном рынке можно упрощенно понимать следующим образом: продавец срочного инструмента находится в короткой позиции в данной сделке, покупатель — в длинной.

---

<sup>1</sup> Маршалл Джон Ф., Бансал Випул К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 1998. С. 199.

### Что такое эффективность хеджирования?

При осуществлении хеджирования инвестору необходимо учитывать тот момент, что изменения срочных и кассовых цен не являются полностью идентичными. Это связано с тем, что законы спроса и предложения по-разному действуют на наличных и срочных рынках. Как правило, эти цены не могут расходиться слишком далеко, так как тогда возникают возможности для осуществления арбитражных операций. Однако они могут расходиться до некоторых пределов и не предоставляя арбитражных возможностей. Данный момент заставляет инвестора учитывать степень корреляции между срочными и кассовыми ценами при построении стратегий хеджирования, определяющую *эффективность хеджа*. Степень взаимосвязи в изменениях двух цен (или, другими словами, степень их корреляции) измеряется с помощью специального статистического показателя — коэффициента корреляции. Обозначим коэффициент корреляции через  $\rho$  ( $\rho_0$ ). Риск, который остается после использования хеджирования, называется базисным риском. Взаимосвязь базисного и ценового рисков (измеренных через дисперсию) определяется следующим соотношением:

$$\text{Базисный риск} = (1 - \rho^2) \times \text{Ценовой риск}. \quad (5.12)$$

Заметим, что в данной формуле используется не сам коэффициент корреляции, а его квадрат. Эта величина называется коэффициентом детерминации и дает точную меру исходного риска, которая устраняется хеджированием. Так, если коэффициент детерминации равен 0,93, это означает, что хедж (при правильном его применении) может снизить основной риск на 93%. При этом останется 7% исходного риска, которые и составляют базисный риск. Коэффициент детерминации является наиболее распространенной мерой эффективности хеджирования.

Данный показатель используется также для анализа возможностей хеджирования при использовании производных инструментов, основанных на активах, отличных от хеджируемого. Так, вполне возможна ситуация, когда ценовой риск данного кассового инструмента не может быть напрямую захеджирован имеющимися инструментами (в силу отсутствия таковых), однако существует доказанная зависимость в изменениях цены базисного актива (обязательства) и стоимости инструмента хеджирования. Высокие значения коэффициента корреляции (по абсолютному уровню) дают высокие значения коэффициента детерминации и подтверждают возможность осуществления эффективного хеджирования при низкой величине базисного риска. При этом количество необходимых единиц инструмента хеджирования, необходимых для наиболее эффективного хеджирования одной единицы наличной

позиции, называется коэффициентом хеджирования. Расчет данного показателя может осуществляться различными способами, являющимися предметом исследования теории хеджирования, некоторые из них рассмотрены в специальной литературе, приводимой в конце данной главы (Маршалл, Бансал).

### **Что такое стоимость хеджирования? Как она влияет на его результаты?**

Отметим, что при осуществлении стратегий хеджирования необходимо учитывать стоимость их осуществления. Это нужно делать, несмотря на то что в некоторых случаях хеджирование можно условно считать бесплатным. Например, когда удастся заключить хеджевую сделку с таким контрагентом, который сам является хеджером по противоположной позиции. Однако в большинстве случаев второй стороной сделки хеджирования выступает спекулянт, который будет готов принять риск на себя, только если рассчитывает на соответствующую денежную компенсацию этого риска. Кроме того, каждая сделка, в том числе и хеджевая, предполагает наличие стоимости осуществления самой сделки, например, в форме комиссионных или спреда между ценами продавца и покупателя. Заключение срочных сделок на специализированных биржевых площадках потребует от инвестора временного отвлечения средств в форме гарантийного обеспечения по сделкам. А покупка опционного контракта предполагает уплату премии продавцу при заключении контракта. В любом случае хеджер должен учитывать как эффективность хеджа, так и его стоимость. Только сочетание этих двух факторов определяет эффективное хеджирование.

### **Какими ограничениями обладает хеджирование?**

Потенциал хеджирования, конечно же, объективно ограничен теми возможностями, которые предоставляет для этого срочный рынок. В странах с развитой финансовой системой хеджирование традиционно осуществляется при управлении любыми видами процентного и валютного рисков. Кроме того, данная стратегия используется при инвестициях на фондовых рынках, при работе с некоторыми товарами (нефть, драгоценные металлы, некоторые виды продовольственных товаров). Практика срочного рынка позволяет даже заключать сделки с несуществующими (комбинированными) финансовыми активами. Так, срочные сделки с фондовыми индексами позволяют управлять уровнем системного риска рынка ценных бумаг, который нельзя снизить обычными методами диверсификации.

Российский срочный рынок находится в настоящее время в стадии становления. Возможности хеджирования на нем ограничены

несколькими видами срочных сделок, предлагаемых организаторами торговли. Это фьючерсные сделки с основными валютами (доллар, евро), фьючерсные и опционные сделки с акциями крупнейших эмитентов (голубых фишек) и некоторыми фондовыми индексами (индекс РТС, индекс RUIX). На отечественном рынке отсутствуют возможности по хеджированию процентного риска и риска изменения товарных цен. Однако по мере развития основных рынков, создания необходимой инфраструктуры и общего развития финансовых отношений возможности срочного рынка и, соответственно, осуществления хеджирования на нем, несомненно, будут увеличиваться.

### **Каковы особенности страхования при управлении инвестиционными рисками? В чем его ограничения и недостатки?**

Страхование является наиболее традиционным методом управления рисками. Однако его возможности в области инвестиционных рисков несколько ограничены, что объясняется принципиальными основами страховой деятельности. Дело в том, что страхуемым является такой риск, действию которого подвержено большое число фирм, при этом наступление рискового события для разных субъектов не коррелирует между собой, а вероятность наступления рискового события известна с большой степенью определенности. То есть для того, чтобы риск можно было отнести к группе страхуемых, должно одновременно выполняться три условия:

- 1) риск должен быть массовым;
- 2) проявление риска для одного субъекта никак не связано с его проявлениями у других;
- 3) существуют хорошие методики определения вероятности наступления рискового события.

Наиболее полно данным условиям отвечают чистые риски, например риски жизни и здоровья, утраты имущества в результате действий третьих лиц, риски причинения вреда и некоторые другие. Лишь немногие из них можно отнести к инвестиционным или финансовым. Однако многие чистые риски непосредственно связаны с предпринимательской деятельностью.

Рассмотрим в качестве примера риск пожара, которому подвергается в той или иной степени каждый предприниматель, в том числе и при осуществлении инвестиционных проектов. Так, в результате пожара может быть потеряна большая часть имущества фирмы, вплоть до полного его уничтожения. Это вызовет не только потери для собственников фирмы, но может полностью подорвать деятельность предприятия, вызвать прекращение платежей и исполнение обязательств. Этому риску подвержены не только собственники, но и кредиторы фирмы.

Для демонстрации возможностей страхования предположим, что есть 100 одинаковых фирм с собственным имуществом стоимостью 2 млн руб. Величина полных потерь для каждой характеризуется величиной в 4 млн руб., что можно получить исходя из стоимости имущества и величины возможной упущенной выгоды. Предположим также, что вероятность пожара составляет 2% (в течение одного и того же периода времени). Тогда средняя величина потерь, приходящихся на одну фирму, из-за действия данного риска может быть рассчитана как величина вероятных потерь, что составит в нашем примере 80 тыс. руб. Еще раз отметим, что данная сумма является лишь средней для всех фирм величиной потерь, приходящихся на одну фирму, при этом убытки каждой отдельной фирмы в случае реализации рискованной ситуации, скорее всего превысят эту величину.

Предположим, что найдется фирма, предлагающая страховой полис по цене 100 тыс. руб. Превышение стоимости полиса над средними потерями объясняется необходимостью покрытия административных расходов и получения прибыли страховщиком. В том случае, если имущество фирмы, купившей полис, будет уничтожено пожаром, страховщик покроет все расходы в размере 4 млн руб.

Уплата страховой премии будет выгодна страхователю, несмотря на то что ее размер превышает среднюю сумму возможных потерь. Дело в том, что таким образом страхователь исключает негативные последствия риска, обменивает непредсказуемые потери на известную сумму страхового взноса. С экономической точки зрения любое снижение риска (в том числе и за счет страхования) увеличивает полезность предпринимательских решений, увеличивает привлекательность бизнеса. Кроме того, фирмы, минимизирующие риск, становятся более привлекательными с точки зрения их будущей кредитоспособности. В результате страхования рисков кредиторы могут увеличить объемы финансирования, а также снизить его стоимость. В принципе выгоды от улучшения условий кредитования могут покрывать разницу между стоимостью полиса и средними потерями при реализации ситуации риска.

Принятие риска на себя со стороны страховой фирмы тоже для него выгодно. Так, если страховой случай произойдет, то он, конечно, будет вынужден покрыть потери страхователя, однако, так как риски разных страхователей не детерминированы между собой и между ними отсутствует корреляция, значит, риск страховщика не является сильным. Можно считать, что риск, приходящийся на одну застрахованную фирму, совсем незначительный. Другими словами, страховщик распределяет общий риск между всеми застрахованными. В принципе такая деятельность соответствует положениям портфельной теории, а общий риск возникновения пожара и несения убытков одной или несколькими

фирмами диверсифицируется за счет большого количества застрахованных. В общем итоге собранные премии компенсируют выплаты, осуществленные страховщиком, а также обеспечат нормальный уровень прибыли, а если страховой случай не произойдет, то страховщик получит дополнительную прибыль. По мере увеличения количества застрахованных средний риск, приходящийся на одну фирму, будет снижаться, так как общий риск распределяется между большим количеством его носителей. В общем случае риск, приходящийся на одну застрахованную фирму, вычисляется по следующей формуле:

$$PFR = \frac{IFE}{\sqrt{N}}, \quad (5.13)$$

где  $PFR$  — средний риск страховщика, приходящийся на одну фирму,  $IFE$  — индивидуальный риск фирмы,  $N$  — количество застрахованных фирм.

Как видно из формулы (5.13), риск страховщика прямо зависит от индивидуального риска страхователя и обратным образом зависит от количества застрахованных. Страхование работает, так как индивидуальный риск страхователя распределяется на всех застрахованных, и средний риск страховщика составляет лишь небольшую долю от риска страхователя. В этом случае в действие вступают законы больших чисел. А суть страховой деятельности сводится, таким образом, к распределению риска между большим количеством страхователей в том случае, когда индивидуальные риски являются независимыми. В некотором смысле страховая деятельность схожа с арбитражной, только в данном случае работает не пространственный или временной арбитраж, а арбитраж по риску.

В заключение остановимся на нескольких отрицательных моментах страхования как способа управления рисками при инвестировании. Первый недостаток, как уже было показано выше, заключается в том, что размер страховой премии превышает средние возможные потери в результате реализации риска. Несмотря на то что данная разница может быть покрыта возможными выгодами от страхования, данный момент очень сильно снижает положительные следствия покупки страхового полиса. Второй отрицательный момент связан с тем, что данный метод применим к ограниченному перечню рисков, не все из которых связаны с предпринимательством или инвестированием. С одной стороны, количество страхуемых рисков постоянно увеличивается, так, в России на настоящий момент страхуется около 300 видов различных рисков, а крупнейшие мировые страховщики работают с 5000 различных рискованных ситуаций. Однако подавляющая часть рисков, с которыми

---

можно столкнуться при реализации инвестиционных проектов, носит систематический характер и по определению не может быть застрахована. В любом случае последнее утверждение относится практически ко всем макро- и мезоэкономическим рискам. Наиболее успешно страховые программы работают для чистых рисков, влияние которых на инвестиционный процесс является ограниченным.

## Раздел II

# КАПИТАЛЬНЫЕ ВЛОЖЕНИЯ

### Глава 6

#### Капитальные вложения

#### **В чем заключается сущность капитальных вложений?**

Основу инвестиционной деятельности предприятий различных форм собственности составляют реальные инвестиции, которые преимущественно осуществляются в форме капитальных вложений.

Капитальные вложения играют чрезвычайно важную роль в экономике страны, так как они являются основой:

- а) расширенного воспроизводства и систематического обновления основных средств предприятий;
- б) структурной перестройки общественного производства и обеспечения сбалансированного развития всех отраслей народного хозяйства;
- в) создания необходимой сырьевой базы промышленности;
- г) ускорения научно-технического прогресса и улучшения качества продукции;
- д) урегулирования проблем безработицы;
- е) осуществления гражданского строительства, развития здравоохранения, высшей и средней школы;
- ж) охраны природной среды и достижения других целей.

В современных условиях данная форма инвестирования для многих предприятий является основным направлением инвестиционной деятельности, позволяющим внедрять в производство новые прогрессивные технологии, обновлять выпускаемую продукцию, осваивать новые товарные рынки и обеспечивать постоянное увеличение доходности и рыночной стоимости предприятия.

В Федеральном законе от 2 января 2000 г. № 22-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» дается следующее определение понятия «капитальные вложения»: «Капитальные вложения — это инвестиции в основной капитал (основные средства), в том числе затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательские и другие затраты»<sup>1</sup>. Как правило, к другим затратам относят инвестиции в оборотные средства, необхо-

---

<sup>1</sup> РГ. 2000. № 6.

димые для обеспечения ввода в эксплуатацию и начало эксплуатации основных средств, а также вложения в нематериальные активы.

### **Какие существуют формы капитальных вложений?**

Исходя из сложившейся практики осуществления инвестиционной деятельности в форме реальных инвестиций капитальные вложения классифицируются по следующим признакам:

- 1) назначение;
- 2) элементы вложения инвестиций;
- 3) технологическая структура;
- 4) направления использования;
- 5) источники финансирования;
- 6) степень централизации;
- 7) происхождение.

По **назначению** капитальные вложения подразделяются на:

- а) производственные, объектом которых являются основные активы производственного назначения (здания цехов, сооружения, машины и оборудование, увеличение запасов сырья и материалов и т. д.); и
- б) непроизводственные, т. е. инвестиции, направляемые на развитие социальной сферы (объекты соцкультбыта административно-территориального значения, объекты инфраструктуры городского хозяйства, библиотеки, детские учреждения и т. д.).

По **элементам вложения инвестиций** выделяют:

- а) материальные вложения, под которыми понимают капитальные вложения в активы, имеющие материальное содержание, т. е. это расходы на строительство или реконструкцию зданий и сооружений, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, увеличение оборотных активов (прежде всего сырья и материалов); и
- б) нематериальные вложения, т. е. капитальные вложения в активы интеллектуальной собственности, не имеющие материального содержания: имущественные права, патенты, лицензии, программное обеспечение, технологии производства (ноу-хау) и др.

По **технологической структуре** принято обособлять инвестиции:

- а) в осуществление строительно-монтажных работ;
- б) на приобретение оборудования, инструмента, инвентаря;
- в) в прочие капитальные работы и затраты.

По **направлениям использования** или воспроизводственной структуре капитальных вложений выделяют вложения, связанные с:

- а) экстенсивным развитием (новое строительство и расширение действующих предприятий); и
- б) интенсивным развитием (реконструкция и техническое перевооружение).

По **источникам финансирования** обособляют:

а) собственные капиталовложения, т. е. инвестиции, финансируемые за счет вкладов в уставный капитал, амортизационных отчислений и прибыли предприятий;

б) привлеченные, т. е. инвестиции за счет заемных и бюджетных средств.

По **степени централизации** капиталовложения подразделяются на государственные, т. е. инвестиции за счет бюджетных средств государства, бюджетов субъектов Федерации, средств министерств и ведомств, и децентрализованные, т. е. инвестиции за счет собственных и заемных средств предприятий.

По **происхождению** инвестиции подразделяются на отечественные и иностранные.

### **Что такое технологическая структура капитальных вложений?**

Важным фактором повышения эффективности общественного производства является улучшение технологической структуры капитальных вложений, совершенствование которой заключается в рационализации доли машин и оборудования с учетом специфики отраслей.

Технологическая структура капитальных вложений формирует соотношение между активной (машины и оборудования) и пассивной частью (здания и сооружения) основных средств предприятия. Увеличение доли машин и оборудования способствует увеличению производственных мощностей предприятий, а следовательно, росту объемов производства продукции. Безусловно, здесь предъявляются дополнительные требования к техническому уровню этих средств, поскольку трудно ждать высокой эффективности от морально устаревшего оборудования и устаревших технологий.

### **Что такое воспроизводственная структура капитальных вложений? Какую роль она играет в инвестиционном процессе?**

Воспроизводственная структура капитальных вложений отражает их распределение по направлениям развития и формам расширенного воспроизводства:

а) экстенсивное развитие, т. е. новое строительство и расширение действующих предприятий;

б) интенсивное развитие, т. е. реконструкция и техническое перевооружение действующих предприятий.

Под новым строительством принято понимать возведение нового объекта с законченным технологическим циклом по типовому или индивидуально разработанному проекту, который после ввода

в эксплуатацию будет иметь статус юридического лица. Как правило, к новому строительству прибегают в случае необходимости увеличения объемов производства в других регионах или странах или в целях осуществления диверсификации деятельности.

В результате расширения предприятия осуществляется возведение объектов производственного назначения на новых площадях в дополнение к действующим или расширение отдельных производственных зданий и помещений. Расширение осуществляется в том случае, если для размещения дополнительного или нового оборудования не хватает имеющихся производственных площадей.

Реконструкция — это проведение строительно-монтажных работ на действующих площадях без остановки основного производства с полной заменой морально устаревшего и физически изношенного оборудования. Реконструкция осуществляется обычно в целях освоения качественно новых видов продукции, внедрения ресурсосберегающих технологий и т. п., что приводит к увеличению производственных мощностей предприятия, повышению объемов и улучшению качества выпускаемой продукции.

Техническое перевооружение — это мероприятия, направленные на замену и модернизацию оборудования. При этом расширение и значительная реконструкция производственных площадей не осуществляется (удельный вес строительно-монтажных работ составляет порядка 10 % от общей суммы инвестиций). Техническое перевооружение происходит путем внедрения новой техники и технологии, механизации и автоматизации производственных процессов, модернизации и замены устаревшего и физически изношенного оборудования новым. Техническое перевооружение осуществляется с целью обеспечения роста производительности труда, объема и улучшения качества производимой продукции, а также совершенствования условий и организации труда.

В настоящее время выбор той или иной формы воспроизводства определяется предприятиями в зависимости от их экономического и финансового положения. Государственная статистика по технологической структуре капитальных вложений с 1998 г. не ведется. Вместе с тем финансовая нагрузка на инвестора при указанных формах воспроизводства существенно различается — от самой высокой при новом строительстве или кардинальной реконструкции и до относительно небольшой при техническом перевооружении. Это обстоятельство делает вложения в техническое перевооружение наиболее привлекательными.

Существенное значение имеют и более короткие сроки окупаемости, характерные для мероприятий по техническому перевооружению, которое становится жизненно необходимым в условиях современной научно-технической революции, позволяет предприятию оперативно реагировать на последние научно-технические достижения и постоянно и своевременно модернизировать производство.

В настоящее время предприятия самостоятельно выбирают, какую долю чистой прибыли направить на воспроизводство основных средств, а какую — на пополнение оборотных активов.

### **Каким образом учитываются затраты, связанные с капитальными вложениями?**

Капитальные вложения отражаются в балансе предприятий по фактическим затратам для заказчика. Объекты капитального строительства, находящиеся во временной эксплуатации до ввода их в постоянную эксплуатацию, не включаются в состав основных средств, а отражаются как незавершенное строительство.

В сводные сметы расчетов стоимости строительства объектов включаются затраты на следующие цели:

- а) строительные работы;
- б) монтаж оборудования;
- в) приобретение оборудования, требующего и не требующего монтажа;
- г) прочие капитальные работы (проектно-изыскательские, буровые и иные, связанные со строительством).

К законченному строительству относятся объекты, приемка которых оформлена в установленном порядке актами приемки-передачи основных средств.

### **Каким образом оценивается эффективность капиталовложений?**

На практике существуют два подхода к определению и оценке эффективности реальных инвестиций — затратный и доходный. Если исходить из количественных оценок, то до недавнего времени в народном хозяйстве преобладал затратный подход, что выражалось в порядке определения экономической эффективности капитальных вложений и принципах отбора эффективных вариантов инвестиционных проектов на основе методики сравнительной эффективности, в основе которой лежали расчеты снижения себестоимости на единицу продукции, после осуществления капитальных вложений.

Сравнительный коэффициент эффективности ( $k_e$ ) и срок окупаемости капитальных вложений ( $T_{ок}$ ) определялся по формулам:

$$k_e = \frac{C_i - C_0}{K_i}; \quad T_{ок} = \frac{K_i}{C_i - C_0},$$

где  $C_0$  — себестоимость продукции до осуществления капитальных вложений;  $C_i$  — себестоимость продукции по рассматриваемому  $i$ -ому

варианту;  $K_i$  — капитальные вложения по рассматриваемому  $i$ -ому варианту.

Если  $k_e > E_n$ , то из этого следовало, что капитальные вложения в данном экономическом варианте для предприятия обоснованны и целесообразны. Нормативы экономической эффективности ( $E_n$ ) рассчитывались централизованно по отдельным отраслям и формам расширенного воспроизводства.

Методика определения сравнительной эффективности капитальных вложений, используемая для оценки и отбора инвестиционных проектов, была основана на сравнении приведенных затрат по вариантам. Согласно этой методике экономически целесообразным вариантом считается тот, который обеспечивает минимум приведенных затрат, т. е.

$$Z_i = C_i + E_n K_i \rightarrow \min,$$

где  $Z_i$  — объем приведенных затрат по  $i$ -му варианту;  $C_i$  — себестоимость продукции по рассматриваемому  $i$ -му варианту;  $E_n$  — отраслевой норматив капитальных вложений, устанавливаемый централизованно для всех предприятий отрасли;  $K_i$  — капитальные вложения по рассматриваемому  $i$ -му варианту.

### **Каковы достоинства и недостатки методик определения эффективности капитальных вложений?**

Основной недостаток данной методики состоит в том, что при определении лучшего варианта вложений не учитывается прибыль, которая, безусловно, играет первостепенное значение при осуществлении капитальных вложений. Данная методика не может быть использована при обосновании капитальных вложений, направляемых на улучшение качества продукции, так как улучшение качества продукции на предприятии, как правило, ведет к увеличению издержек производства продукции.

Доходный подход предполагает трактовку капитальных вложений как финансовых ресурсов, предназначенных для расширенного воспроизводства основных фондов, с целью обеспечения прироста капитальной стоимости предприятия в форме дохода (прибыли) как конечной цели инвестирования. При данном подходе эффективность капитальных вложений определяется на основе принципа повышения стоимости предприятия — одного из наиболее общих и важных принципов рыночной экономики, который должен учитываться при принятии инвестиционных решений. Исходя из принципа повышения стоимости предприятия инвестиционные решения имеют смысл только в том случае, если они повышают рыночную стоимость предприятия, которая отражается

прежде всего в повышении курсовой стоимости акций или долей участия в предприятии.

Таким образом, для руководства предприятия эффект от вложений в активы состоит прежде всего в росте дохода или денежных поступлений. Для инвесторов предприятия (лендеров и акционером) эффект от вложений в фирму приобретает форму выплаты процентов, дивидендов или роста стоимости акций.

Важным следствием приобретения активов должно быть создание ими дополнительного дохода, увеличение денежного потока или повышение прибыли предприятия в размерах больших, чем стоимость вновь приобретенных активов. В идеале темпы прироста прибыли должны быть больше, чем темпы прироста объемов производства и продаж продукции, а те, в свою очередь, больше темпов прироста стоимости активов. Как следствие, соблюдения данного неравенства происходит рост показателя рентабельности активов предприятия за счет увеличения рентабельности продаж и отдачи активов. Для характеристики эффективности инвестиций используются различные показатели: рентабельность активов, рентабельность инвестированного капитала, рентабельность собственного капитала и др.<sup>1</sup>

### **Что является объектами и субъектами капиталовложений?**

В Федеральном законе «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» приведены определения понятий объектов и субъектов капитальных вложений. Объектами капитальных вложений являются находящиеся в частной, государственной или муниципальной собственности различные виды вновь создаваемого и модернизируемого имущества. Субъектами инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений (далее — субъекты инвестиционной деятельности), являются инвесторы, заказчики, подрядчики и пользователи объектов капитальных вложений.

Инвесторы осуществляют капитальные вложения на территории Российской Федерации с использованием собственных и (или) привлеченных средств в соответствии с законодательством РФ. Инвесторами могут быть физические и юридические лица, создаваемые на основе договора о совместной деятельности и не имеющие статуса юридического лица объединения юридических лиц, государственные органы, органы

---

<sup>1</sup> Их экономическую интерпретацию и алгоритмы расчета можно найти, например, в кн.: *Ковалев В. В.* Финансовый анализ: методы и процедуры. М.: Финансы и статистика, 2001.

местного самоуправления, а также иностранные субъекты предпринимательской деятельности.

Заказчики определяются как уполномоченные на то инвесторами физические и юридические лица, осуществляющие реализацию инвестиционных проектов. При этом они не вмешиваются в предпринимательскую и (или) иную деятельность других субъектов инвестиционной деятельности, если иное не предусмотрено договором между ними. Заказчиками могут быть и сами инвесторы. Заказчик, не являющийся инвестором, наделяется правами владения, пользования и распоряжения капитальными вложениями на период и в пределах полномочий, которые установлены договором и (или) государственным контрактом в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Подрядчики — это физические и юридические лица, которые выполняют работы по договору подряда или государственному контракту, заключаемому с заказчиками в соответствии с Гражданским кодексом РФ. Подрядчики обязаны иметь лицензию на осуществление ими тех видов деятельности, которые подлежат лицензированию в соответствии с федеральным законом.

Пользователи объектов капитальных вложений — это физические и юридические лица, в том числе иностранные, а также государственные органы, органы местного самоуправления, иностранные государства, международные объединения и организации, для которых создаются указанные объекты. Пользователями объектов капитальных вложений могут быть и сами инвесторы.

Субъект инвестиционной деятельности вправе совмещать функции двух и более субъектов, если иное не установлено договором и (или) государственным контрактом, заключаемым между ними.

### **Каковы права инвесторов при осуществлении капиталовложений?**

Инвесторы имеют равные права на:

а) осуществление инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений;

б) самостоятельное определение объемов и направлений капитальных вложений, а также заключение договоров с другими субъектами инвестиционной деятельности в соответствии с Гражданским кодексом РФ;

в) владение, пользование и распоряжение объектами капитальных вложений и результатами осуществленных капитальных вложений;

г) передачу по договору и (или) государственному контракту своих прав на осуществление капитальных вложений и на их результаты физическим и юридическим лицам, государственным органам и органам местного самоуправления в соответствии с законодательством Российской Федерации;

д) осуществление контроля за целевым использованием средств, направляемых на капитальные вложения;

е) объединение собственных и привлеченных средств со средствами других инвесторов в целях совместного осуществления капитальных вложений на основании договора и в соответствии с законодательством РФ;

ж) осуществление других прав, предусмотренных договором и (или) государственным контрактом в соответствии с законодательством Российской Федерации.

### **Каковы обязанности участников капиталовложений?**

Субъекты инвестиционной деятельности обязаны:

- осуществлять инвестиционную деятельность в соответствии с международными договорами РФ, федеральными законами и иными нормативными правовыми актами РФ, законами субъектов РФ и иными нормативными правовыми актами субъектов РФ, а также с утвержденными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами);
- исполнять требования, предъявляемые государственными органами и их должностными лицами, не противоречащие нормам законодательства РФ;
- использовать средства, направляемые на капитальные вложения, по целевому назначению.

Отношения между субъектами инвестиционной деятельности осуществляются на основе договора и (или) государственного контракта, заключаемых между ними в соответствии с Гражданским кодексом РФ. Условия договоров и (или) государственных контрактов, заключенных между субъектами инвестиционной деятельности, сохраняют свою силу на весь срок их действия, за исключением случаев, предусмотренных российским законодательством.

### **Каким образом государство стимулирует капиталовложения?**

Государственное регулирование инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений, предусматривает постоянное улучшение условий для развития инвестиционной деятельности за счет:

- предоставления субъектам инвестиционной деятельности льготных условий пользования землей и другими природными ресурсами, не противоречащих законодательству РФ;
- создания условий и стимулов по расширению использования средств населения, бюджетных источников финансирования жилищного строительства и строительства объектов социально-культурного назначения;

- создания и развития сети информационно-аналитических центров, осуществляющих регулярное проведение рейтингов и публикацию рейтинговых оценок субъектов инвестиционной деятельности;
- осуществления антимонопольных мер, способствующих привлечению отечественных и зарубежных инвестиций;
- расширения возможностей использования системы залогов при осуществлении кредитования;
- развития финансового лизинга в Российской Федерации;
- проведения переоценки основных фондов в соответствии с темпами инфляции;
- создания возможности формирования субъектами инвестиционной деятельности собственных инвестиционных фондов.

### **Каковы прямые пути участия государства в капиталовложениях?**

Важным аспектом государственного регулирования является расширение форм прямого участия государства в инвестиционной деятельности, осуществляемое в форме капитальных вложений, путем:

- 1) разработки, утверждения и финансирования инвестиционных проектов, осуществляемых Российской Федерацией совместно с иностранными государствами, а также инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств федерального бюджета и средств бюджетов субъектов РФ;
- 2) формирования перечня строек и объектов технического перевооружения для федеральных государственных нужд и финансирования их за счет средств федерального бюджета; предоставления на конкурсной основе государственных гарантий по инвестиционным проектам за счет средств федерального бюджета (Бюджета развития Российской Федерации), а также за счет средств бюджетов субъектов РФ;
- 3) проведения экспертизы инвестиционных проектов с целью защиты российских организаций от поставок морально устаревших и материалоемких, энергоемких и ненаукоемких технологий, оборудования, конструкций и материалов (в том числе и при реализации бюджета РФ);
- 4) разработки и утверждения стандартов (норм и правил) и осуществление контроля за их соблюдением; выпуска облигационных займов, гарантированных целевых займов;
- 5) вовлечения в инвестиционный процесс временно приостановленных и законсервированных строек и объектов, находящихся в государственной собственности;
- 6) предоставления концессий российским и иностранным инвесто-

рам по итогам торгов (аукционов и конкурсов) в соответствии с законодательством РФ.

### **Каковы государственные гарантии участникам капиталовложений?**

В соответствии с Федеральным законом «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» всем субъектам инвестиционной деятельности независимо от форм собственности предоставляются следующие гарантии защиты капитальных вложений:

- а) обеспечение равных прав при осуществлении инвестиционной деятельности;
- б) гласность в обсуждении инвестиционных проектов;
- в) право обжалования в суде решения и действия (бездействия) органов государственной власти, органов местного самоуправления и их должностных лиц.

Вложенные инвестиции могут быть национализированы только при условии предварительного и равноценного возмещения государством убытков, причиненных субъектам инвестиционной деятельности, в соответствии с Конституцией РФ, Гражданским кодексом РФ. Капитальные вложения могут быть реквизированы только по решению государственных органов в случаях, порядке и на условиях, которые определены Гражданским кодексом РФ. Порядок возмещения убытков субъектами инвестиционной деятельности в случае прекращения или приостановления инвестиционной деятельности определяется законодательством РФ и заключенными договорами и (или) государственными контрактами. Страхование капитальных вложений осуществляется в соответствии с законодательством РФ.

## Глава 7

### Инвестиции в недвижимость и строительство

#### Что представляет собой недвижимость как материальный объект?

С точки зрения материально-вещественного содержания недвижимость — это земля как физический объект и все, что с ней прочно связано (находится на ней) (Харрисон). Это классический подход к определению недвижимости, принятый во многих странах. Соответствующие толкования даны во многих зарубежных изданиях, посвященных операциям с недвижимостью; при этом основное внимание уделяется, как правило, смысловому и правовому различиям ряда широко употребляемых терминов, таких как «земля» (land), «недвижимость» (real estate) и «недвижимая собственность» (real property). Несмотря на то что эти понятия часто используются для описания одних и тех же вещей, на самом деле они существенно различаются.

Термин «земля» относится не только к поверхности земли, он включает и предметы, постоянно закрепленные на земле, но только природного происхождения, такие как деревья и вода. Земельная собственность включает также полезные ископаемые и другие субстанции под поверхностью земли наряду с воздушным пространством над данной поверхностью.

Термин «недвижимость» шире, чем термин «земля», и включает все постоянно закрепленные улучшения: здания на земле, улицы, сооружения и другие выполненные человеком элементы. Термин «недвижимая собственность», в свою очередь, еще шире и включает пакет прав на собственность<sup>1</sup>.

В широком смысле недвижимость часто представляют в виде пирамиды, имеющей вершину в центре земли, лучи которой проходят сквозь ее поверхность по пограничным линиям конкретного участка и которая включает все неотделимые от земли объекты — как природного происхождения (растительные и водные), так и созданные человеком (здания, сооружения), а также воздушное пространство над участком<sup>2</sup>.

Таким образом, недвижимость — это комплекс материальных объектов, образованный земельным участком, в том числе содержанием

---

<sup>1</sup> Modern Real Estate Practice In New-York: For Salespersons And Brokers. Lank E., Deickler J. — 5<sup>th</sup> ed. Dearborn Financial Publishing, Inc. 1996. P. 2.

<sup>2</sup> См.: Modern Real Estate Practice In New-York: For Salespersons And Brokers. Lank E., Deickler J. — 5<sup>th</sup> ed. Dearborn Financial Publishing, Inc. 1996. P. 2–3; Modern Real Estate Practice / Galaty F.W., Allaway W.J., Kyle Robert C. 13<sup>th</sup> ed. Dearborn Financial Publishing, Inc., Chicago, 1994. P. 10–11; Supercourse For Real Estate Licensing. Garton-Good J. 2<sup>nd</sup> ed. — MACMILLAN, N. Y., 1995. P. 29.

недр под ним и воздушным пространством над ним, а также прочно связанными с ним элементами, включая здания и сооружения.

### **Что такое недвижимость с правовой точки зрения?**

В российском законодательстве данное понятие определяется ст. 130 «Недвижимые и движимые вещи» ГК РФ: «К *недвижимым вещам* (недвижимое имущество, недвижимость) относятся земельные участки, участки недр, обособленные водные объекты и все, что прочно связано с землей, т. е. объекты, перемещение которых без несоразмерного ущерба их назначению невозможно, в том числе леса, многолетние насаждения, здания и сооружения. К *недвижимым вещам* относятся также подлежащие государственной регистрации воздушные и морские суда, суда внутреннего плавания, космические объекты. Законом к *недвижимым вещам* может быть отнесено и другое имущество»<sup>1</sup>.

Соответственно вещи, не относящиеся к недвижимости, включая деньги и ценные бумаги, признаются движимым имуществом и в регистрации прав на них (как на «движимость») не нуждаются. Единственное исключение — это тот случай, когда движимые вещи включаются в качестве составной части в состав предприятия как имущественного комплекса, являющегося, по российскому законодательству, недвижимостью, — тогда они автоматически на период подобного включения утрачивают качество движимого имущества.

Изоляция недвижимых и движимых вещей от прав на них носит в некоторой степени искусственный характер. Различия в правовом режиме недвижимых и движимых вещей распространяются прежде всего на вещные права, а не на вещи как таковые. Поэтому, характеризуя недвижимость как объект гражданско-правовых отношений, часто используют термин «недвижимая собственность». Таким образом, *недвижимая собственность* — это, с одной стороны, юридическое понятие, означающее совокупность (пакет) прав собственности на недвижимое имущество, а с другой стороны — единство физического тела (т. е. недвижимости в материальном толковании) и права собственности на него.

### **В чем заключается специфика недвижимости как объекта экономических отношений?**

Недвижимость — это объект экономического оборота, выполняющий множество функций. Исторически недвижимость рассматривалась

---

<sup>1</sup> Гражданский кодекс РФ. Ч. 1. Научно-практический комментарий / отв. ред. Т. Е. Абова, А. Ю. Кабалкин, В. П. Мозолин. М.: БЕК, 1996. С. 225.

только как фактор производства, а не как среда для инвестиций, и в этом смысле она характеризовалась лишь потребительской ценностью.

В работах современных специалистов исследуются и другие характеристики этой категории; в частности, подробно рассматривается функциональная способность недвижимости быть товаром особого рода, объектом инвестиций, финансовым активом, предметом потребления, фактором (средством) производства и др.

Недвижимость является товаром, причем как потребительским товаром длительного пользования, так и товаром инвестиционного характера.

Многие авторы сходятся во мнении относительно двойственной природы недвижимости как вещи и как объекта права, вследствие чего под рынком недвижимости часто понимается рынок оборота прав на недвижимость, а не недвижимости как таковой.

Если рассматривать недвижимость как экономический актив, то, исходя из деления всех активов на материальные и нематериальные, недвижимость относится к классу материальных активов.

### **В чем заключаются особенности недвижимости как объекта инвестиций?**

Недвижимость обладает рядом специфических черт, которые необходимо учитывать потенциальным инвесторам. Данные особенности можно сгруппировать в четыре взаимосвязанных блока:

- 1) базовые особенности недвижимости, обусловленные спецификой ее материально-вещественной сущности;
- 2) особенности недвижимости как товара;
- 3) особенности организационно-правового характера;
- 4) особенности инвестиционного характера.

### **Каковы базовые особенности недвижимости?**

Любой объект недвижимости обладает определенными физическими особенностями, в первую очередь относимыми к земле. К наиболее существенным относятся следующие аспекты.

*Иммобильность.* Недвижимость является физически недвижимой, ибо любой объект недвижимости привязан к конкретному земельному участку на земной поверхности. Разумеется, какая-то часть земли или содержание ее недр могут быть перемещены, но *географическое расположение некоторого данного участка Земли никогда не может быть изменено.* Оно фиксированно.

*Уникальность.* Каждый объект недвижимости уникален и неповторим. На Земле нет одинаковых земельных участков, как и абсолютных аналогов стоящих на них зданий. Хотя участки земли могут быть

довольно похожи, все они различны с географической точки зрения, поскольку каждый имеет свое местоположение.

*Относительная дефицитность.* Совокупное предложение земельных участков ограничено рамками земной поверхности. При этом рост численности населения планеты обуславливает увеличение относительного дефицита земли, а значит, и недвижимости в целом.

*Длительность создания и сроков службы зданий и сооружений.* Сроки строительства зданий чаще всего превышают один год и могут доходить до нескольких лет. Но и по срокам службы здания и сооружения — наиболее долговечные из всех создаваемых человеком объектов. Например, российский классификатор основных средств выделяет 7 типов зданий со сроками полезного использования: от 5–7 лет (киоски и ларьки) до 30 лет и выше (здания с железобетонными и металлическими каркасами, со стенами из каменных материалов, крупных блоков и панелей). Действующие в России строительные нормы выделяют 6 типов жилых зданий со сроками службы от 15 до 150 лет.

*Вечность земли.* В отличие от зданий и сооружений, строящихся человеком, другой компонент недвижимости — земля — не имеет сроков создания, а срок службы земли рассматривается как неограниченный. И в связи с этим земля — это не амортизируемое основное средство с точки зрения норм бухгалтерского учета. Эта перманентная «нерушимость» земли вкупе с долгосрочной природой ее улучшений обуславливает стабильность инвестиций в землю.

Физические особенности недвижимости обуславливают ряд характеристик недвижимости как особого товара.

### **В чем особенности недвижимости как товара?**

*Специфика оборота (через оборот прав).* Физическая иммобильность недвижимости приводит к тому, что на рынке обращаются не объекты недвижимости как таковые, а права на них.

*Специфика жизненного цикла.* Вследствие длительности создания и сроков службы жизненный цикл объекта недвижимости характеризуется соответственно большей длительностью (по сравнению с другими товарами), а также неравномерностью и сложностью денежных потоков за период владения объектом.

*Потенциал роста стоимости земли при потенциале снижения стоимости зданий и сооружений.* Потенциал роста стоимости земли обуславливают: бесконечность срока ее службы, инфляция, увеличение дефицитности земли вследствие роста численности населения, изменений в системе землепользования и других факторов. С течением времени стоимость другого компонента недвижимости — зданий и сооружений — наоборот снижается вследствие износа, не компенсируемого инфляцией.

К снижению стоимости зданий и сооружений приводят физический износ (вследствие эксплуатации), моральный износ (вследствие появления на рынке новых, более совершенных объектов), а также устаревание по местоположению (вследствие изменения самой внешней среды — влияние соседних объектов, изменение транспортного сообщения, экологии и другие причины).

*Низкая эластичность предложения недвижимости.* Изменение предложения по сравнению со спросом (прежде всего в краткосрочном плане) может быть большим, нежели на других рынках, из-за длительности создания и относительной дефицитности объектов. В случае увеличения спроса на бизнес-центры предложение сдерживается длительностью строительного цикла, при росте спроса на родовые замки постройки XV в. предложение ограничено наличием таковых, но возможно создать копию или провести реконструкцию руин. А предложение земли в принципе невозможно увеличить — оно ограничено абсолютным размером земельных ресурсов планеты. Поэтому наряду с полезностью постоянная относительная дефицитность недвижимости является фактором, прямо влияющим на ее стоимость.

### **Каковы особенности недвижимости организационно-правового характера?**

*Раздельность (делимость) юридических прав.* Каждый объект недвижимости собственности может включать различное сочетание юридических прав и интересов. Права могут быть разделены по типу прав (неограниченное право собственности, права пользования, владения и распоряжения); по элементам объекта (на земельный участок и на здания); по времени их осуществления. Инвесторам необходимо также учитывать и возможность наличия обременений прав на недвижимость в виде залога, сервитута, ограничения прав пользования объектом, вытекающего из контракта, и т. п. Наиболее распространенная форма обременения в ситуации развитого земельного рынка — это сервитут, установленный в отношении земельного участка. *Сервитут* — это ограниченное право пользования чужим имуществом. Применительно к земельному участку (другой недвижимости) сервитут может устанавливаться для обеспечения прохода (проезда) через соседний земельный участок, прокладки и эксплуатации линий электропередачи, связи и трубопроводов, обеспечения водоснабжения и мелиорации, а также других нужд собственника недвижимости, которые не могут быть обеспечены без установления сервитута.

*Своеобразие условий налогообложения.* Федеральные и муниципальные органы власти многих развитых стран обычно создают сложную сеть регулирующих норм, влияющих на процесс инвестиций в недвижимость.

Эти нормы как открывают новые возможности, так и накладывают определенные ограничения. Но если в США и Западной Европе инвестиции в недвижимость часто рассматриваются как налоговое укрытие, то в России льготы по налогообложению сделок с недвижимостью имеют несопоставимо меньшее значение и существуют в основном для физических лиц.

*Необходимость инвестиционного менеджмента.* Инвестиции в недвижимость требуют управленческих затрат, значительно больших, нежели вложения в финансовые активы. В особенности это касается инвестиций в строительные проекты, основанные на отношениях с субподрядчиками. Кроме того, определенные инвестиции в недвижимость носят долгосрочный и относительно стабильный характер, что объясняется постоянной необходимостью поддержания зданий и сооружений в функциональном состоянии.

### **В чем заключаются особенности недвижимости инвестиционного характера?**

*Низкая ликвидность.* Инвестиции в недвижимость и строительство менее ликвидны, чем в ценные бумаги и другие традиционные финансовые активы. Низкая ликвидность недвижимости усугубляется большим сроком, необходимым для реализации объекта на рынке.

*Повышенная степень риска и неопределенность.* Инвестиции в недвижимость и строительство в большей степени, по сравнению с традиционными финансовыми активами, подвержены риску и неопределенности. Спектр рисков увеличен за счет малоликвидности и иммобильности недвижимости. Прежде чем принять решение об инвестициях в недвижимость, необходимо провести инспекцию как самого объекта, так и окружающей его территории. Риск изменения внешней среды по отношению к недвижимости (иначе — *ситус*)<sup>1</sup> зачастую имеет принципиальное значение при инвестициях в недвижимость. Степень неопределенности усугубляется более длительными сроками капиталовложений, а также неадекватностью систем доступа к информации. Открытая достоверная информация о сделках с недвижимостью в отличие от сделок с биржевыми товарами практически отсутствует.

*Гибкость условий финансирования.* У приносящей доход недвижимости может быть несколько «слоев» финансирования за счет собственных и заемных средств. Финансирование инвестиций может быть организовано

---

<sup>1</sup> Понятие «ситус» обычно применяется для определения местоположения недвижимости в первую очередь с экономической, а не географической точки зрения, а именно: для оценки влияния соседних объектов, экологических факторов, параметров доступа к транспортной инфраструктуре, финансово-банковской системе, удаленности конкурентов и потенциальных клиентов и т. п.

различным образом: по времени осуществления, методам расчета процентов, долевого участию и различным частичным интересам. Наиболее распространенным способом финансирования инвестиций в недвижимость является ипотечное кредитование, при котором одна треть стоимости сделки финансируется самим инвестором, а на две трети оформляется ипотека с условием равномерных выплат по долгу в течение срока кредита.

### **Каковы инвестиционные характеристики недвижимости?**

В теории инвестиционного анализа принято выделять инвестиционные качества различных активов. Инвестиции в недвижимость в этом смысле обладают рядом существенных особенностей по сравнению с вложениями в ценные бумаги, а также другими видами долгосрочных вложений. Основные инвестиционные качества недвижимости следующие.

1. *Высокая степень зависимости от качества менеджмента.* В отличие от инвестиций в ценные бумаги доходность инвестиций в недвижимость чрезвычайно сильно зависит от эффективности управления недвижимым имуществом.
2. *Высокая степень устойчивости по отношению к инфляции.* Вследствие этой особенности вложения в недвижимость считаются хорошим способом диверсификации инвестиционного портфеля, а также получения благоприятного соотношения доходности и риска.
3. *Большая стабильность потока доходов* от владения недвижимостью по сравнению с денежным потоком корпораций зачастую при *более высоких ставках доходности.*
4. *Отрицательная корреляция доходов от инвестиций в недвижимость и инвестиций в традиционные финансовые активы.* Цикличность развития рынка недвижимости не совпадает с циклом промышленного развития на уровне макроэкономики. Инвестиционная привлекательность доходной недвижимости повышается в период промышленного кризиса и высоких темпов инфляции, в то время как реальные ставки доходности финансовых активов в этот период падают.

Такие специфические инвестиционные качества недвижимости, безусловно, учитываются инвесторами, ибо позволяют им достичь целей, которые ставит перед собой любой из них — получить доход на капитал и сохранить вложенный капитал.

### **Что может являться результатом вложений в недвижимость?**

В практической плоскости к важнейшим результатам инвестиций в недвижимость следует отнести следующие ключевые возможности.

*Получение дохода.* Потоки доходов от недвижимости делятся на два вида: текущий рентный доход (периодический доход от аренды) и доход от перепродажи (реверсия).

*Получение налоговых преимуществ.* Во многих странах налоговое законодательство позволяет вычитать стоимость вновь приобретенной недвижимости из общего дохода от нее, что уменьшает налогооблагаемую прибыль; существуют также льготы по подоходному налогу. В России владение недвижимостью предполагает уплату налога на имущество организаций, сумма которого уменьшает налогооблагаемую базу по налогу на прибыль организаций, так как в соответствии с Налоговым кодексом РФ включается в состав прочих расходов, связанных с производством и (или) реализацией, и, следовательно, приводит к уменьшению суммы налога на прибыль. Налоговым кодексом РФ предусмотрены также льготы по подоходному налогу с физических лиц, приобретающих недвижимость, в виде так называемых имущественных вычетов из налогооблагаемой базы.

*Защита инвестиций от инфляции.* В идеале, если актив надежно страхует от инфляции, любое ее повышение будет компенсировано повышением номинальной ставки дохода от актива. Большинство данных подтверждают, что коммерческая недвижимость является лучшей страховкой от инфляции по сравнению с акциями и облигациями.

*Диверсификация инвестиций с целью минимизации риска.* Ситуация в 1960–1970 гг. в США показала, что крупные операции с финансовыми активами автоматически подвергают портфель ударам высоких и неожиданных всплесков инфляции, кроме того, возникла необходимость дальнейшей диверсификации портфеля с целью снижения уровня вероятного риска.

### **Каковы основные формы инвестирования в недвижимость?**

Существуют различные классификации форм финансирования инвестиций в недвижимость:

- 1) по правовому статусу инвестора (частные и государственные);
- 2) по источнику финансирования (за счет собственных, заемных средств или их сочетания);
- 3) по наличию посредников (прямые инвестиции, не предусматривающие посредников, или активная форма инвестирования, и инвестиции с участием посредников, или пассивная форма инвестирования).

В качестве посредника может выступить институциональный инвестор. Формы инвестиционных институтов, работающих на рынке недвижимости, различны в разных странах. Самая длительная история таких организаций характерна для США, где наибольшую известность приобрели два типа организаций: трастовые инвестиционные риелторские фонды и партнерства по управлению недвижимостью.

### **Что такое траст по инвестициям в недвижимость?**

*Вложения в трасты по инвестициям в недвижимость* (Real Estate Investments Trusts, REIT) — это пример пассивной формы инвестирования в недвижимость, имеющей место на рынке недвижимости США. Ассоциация трастов по инвестициям в недвижимость, учрежденная впервые в конце 1960-х гг., стала механизмом, позволяющим как частным, так и институциональным инвесторам участвовать на рынке американской недвижимости через государственные торговые компании. Основная причина — возросший в эти годы интерес институциональных инвесторов к прямым инвестициям в недвижимость в связи с возросшей инфляцией и изменениями законодательства.

Схема вложений в трасты по инвестициям в недвижимость такова. Инвестор приобретает выпущенные в открытую продажу акции компаний, вкладывающих средства в управляемые профессиональными менеджерами портфели недвижимого имущества и (или) закладные. Акции риелторских фондов при этом можно оценивать так же, как и другие ценные бумаги и долевые интересы. Уровень риска владения акциями REIT зависит от вида инвестиций в недвижимость. Трасты приобрели репутацию рискованных в середине 1970-х гг., когда многие из них обанкротились из-за рискованного кредитования строительства и избыточного заемного капитала. Более консервативные смогли обеспечить доход на собственный капитал чуть менее годового дохода в сберегательных и кредитных ассоциациях.

### **Что такое партнерство закрытого типа по управлению недвижимостью?**

*Партнерства закрытого типа по управлению недвижимостью* (Real Estate Limited Partnerships, RELP) дают возможность покупать доли участия в профессиональных риелторских синдикатах, вкладывающих средства в конкретные виды недвижимости и (или) закладные. Практика функционирования данного типа организаций в США показывает, что они имеют свои преимущества и недостатки. Преимущества связаны в основном с налоговыми льготами и относительно высоким уровнем текущего дохода и (или) прироста капитала. Существенный недостаток — в среднем невысокая ликвидность таких партнерств.

### **Кто является основными участниками финансирования инвестиций в недвижимость?**

В процессе финансирования недвижимости могут принимать участие следующие основные участники: инвестор собственного капитала,

ипотечный кредитор, арендатор недвижимости, государство в лице федеральных и муниципальных органов власти.

*Инвестор собственного капитала* владеет правом собственности на недвижимость. Типичная мотивация инвестора — получение будущих выгод от вложений, произведенных сегодня. Именно инвестор собственного капитала инициирует процесс инвестирования и принимает решения об условиях и методах инвестирования.

*Ипотечный кредитор*, в отличие от инвестора собственного капитала имеет право на получение платежей по долговым обязательствам, если в инвестиционном договоре не предусмотрено участие в доходах от всего инвестированного капитала.

*Арендатор* является косвенным участником процесса финансирования, временно владеющим правом пользования объектом недвижимости. Параметры арендного договора могут оказать существенное влияние на инвестиционно-финансовые решения.

*Государство*, с одной стороны, является косвенным участником процесса финансирования, так как накладывает законодательные ограничения на остальных участников процесса финансирования инвестиций в недвижимость. С другой стороны, является самостоятельным инвестором собственного капитала (средств федерального бюджета, бюджетов субъектов РФ и местных бюджетов).

### **Каковы основные инструменты инвестирования в недвижимость?**

Помимо традиционной формы — инвестирования собственного капитала — в мировой практике применяется широкий круг инструментов инвестирования в недвижимость: ипотека, опционы, гибридные формы обязательств, финансирование с применением аренды, лизинг, создание совместных предприятий и консорциумов инвесторов. Фьючерсы в настоящее время не являются финансовым активом на рынке недвижимости, но, по некоторым оценкам, могут им стать.

### **В чем заключается специфика ипотеки как инструмента инвестирования в недвижимость?**

Ипотека — это финансовый инструмент, заключающийся в предоставлении кредита под залог недвижимости. Строго говоря, с позиций российского гражданского права термин «ипотека» означает залог недвижимости, являющийся одной из форм обеспечения обязательств — и не обязательно только кредитных. В связи с этим более корректным является словосочетание «ипотечный кредит», хотя в зарубежной практике оба термина часто рассматриваются как синонимы.

В соответствии с Федеральным законом от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)»<sup>1</sup>, по договору об ипотеке одна сторона — залогодержатель, являющийся кредитором по обязательству, обеспеченному ипотекой, имеет право получить удовлетворение своих денежных требований к должнику по этому обязательству из стоимости заложенного недвижимого имущества другой стороны — залогодателя преимущественно перед другими кредиторами залогодателя, за изъятиями, установленными Федеральным законом.

Залогодателем может быть сам должник по обязательству, обеспеченному ипотекой, или лицо, не участвующее в этом обязательстве (третье лицо). Имущество, на которое установлена ипотека, остается у залогодателя в его владении и пользовании. Договор об ипотеке требует обязательной государственной регистрации и нотариального удостоверения.

Права залогодержателя по обеспеченному ипотекой обязательству и по договору об ипотеке могут быть удостоверены **закладной**, являющейся по российскому законодательству именной ценной бумагой и удостоверяющей следующие права ее владельца:

- а) право на получение исполнения по денежному обязательству, обеспеченному ипотекой имущества, указанного в договоре об ипотеке;
- б) право залога на указанное в договоре об ипотеке имущество.

Почти все сделки по покупке недвижимости совершаются с привлечением ипотечных кредитов. В тех случаях, когда для завершения инвестиционной сделки используются кредитные средства, говорят, что заемщик применяет *финансовый левиредж* (иногда используют термин «финансовый рычаг»). Обычно коэффициент ипотечной задолженности (или доля заемного финансирования) составляет от 60 до 80% стоимости недвижимости.

Ипотечный кредит, выданный под залог недвижимой собственности, до этого момента свободной от залога, называют *первой*, или *старшей*, ипотекой. Последующие кредиты под уже заложенную собственность — это *вторичные*, или *младшие*, ипотеки. Иными словами, это *кредит с младшими закладными*, являющийся по сути перезалогом. Поскольку младшая ипотека — это кредит под залог недвижимости, в структуре финансирования которой уже присутствуют кредиты, существует определенная последовательность в погашении ипотечных кредитов. При нарушении кредитного обязательства, обеспеченного ипотекой, в первую очередь удовлетворяются требования кредиторов по первой закладной, а затем — «младших» кредиторов. Особенностью положения кредитора по младшей ипотеке является то, что он принимает на себя обязательства по ранее выданным кредитам, и при неисполнении заемщиком обязательств должен продолжать осуществлять

---

<sup>1</sup> РГ. 1998. № 137.

платежи первому кредитору. Таким образом, кредитор по младшей ипотеке, оказавшись в ситуации с повышенным риском, будет рассчитывать на более высокую норму отдачи на капитал, компенсирующую дополнительный риск.

Анализ ипотечного контракта, как и других инструментов финансирования, формирует основу для оценки эффективности инвестиций в приносящую доход недвижимость. На это есть две причины. Во-первых, суммы и время получения доходов по большинству ипотек обычно можно предугадать с более высокой точностью, чем в случае инвестирования в недвижимость собственного капитала. Цены на ипотечные обязательства (закладные) хорошо известны на развитых финансовых рынках в отличие от условий продажи собственного капитала инвестора. Во-вторых, применение к ипотеке техники сложного процента является стандартной процедурой, которая повышает точность последующего расчета.

### **Что такое опцион на покупку (продажу) недвижимости?**

Опцион на покупку (продажу) недвижимости — это право, но не обязательство, купить (продать) определенный объект собственности по оговоренной цене в течение определенного срока. Как правило, это частная операция между покупателем и продавцом, при которой опционы реализуются на одно здание или группу. В американской практике исполнение опционов обычно происходит через определенное число лет (от 3 до 10) и до истечения согласованного срока (от 5 до 30 лет). Владелец недвижимости предлагает опцион для того, чтобы заинтересовать покупателя в осуществлении иных, дополнительных способов финансирования сделки, например в получении большего кредита по закладной на льготных условиях (имеющего место в случае так называемых гибридных обязательств). Если стоимость недвижимости не превысила цену исполнения опциона до истечения его срока, опцион считается ничего не стоящим, а если превысила, то он стоит некоторую долю роста стоимости недвижимости, определяемую условиями договора (Управление портфелем... С. 102).

В Российской Федерации применение опционов становится все более популярным. Например, петербургская практика опционных торгов приобретает законный статус в связи с новыми положениями ст. 38 Земельного кодекса РФ, которая в качестве предмета торгов называет право на заключение договора аренды земельного участка. Применительно к петербургской инвестиционной деятельности — это торги на право проведения изыскательских работ. Победитель торгов заключает временный договор аренды участка для проведения изыскательских работ, по условиям которого ему предоставляется 12 месяцев на сбор необходимого

пакета документов. В случае успешного проведения изыскательских работ с инвестором заключается договор аренды на весь период строительства (1 год), инвестор платит за участок и приступает к работе. Причем в отличие от прежней модели опционных торгов теперь участок передается без указания функционального назначения, поскольку определение такового и есть (согласно Земельному кодексу РФ) задача изыскательских работ. Если же инвестор не уложился в назначенный срок, пакет документов по участку уходит «с молотка» уже в Фонде имущества. Стартовая цена в опционах определяется из расчета капитализированной арендной платы, рассчитанной на 12 месяцев, с льготным коэффициентом 0,25.

### **Какие существуют гибридные формы финансирования инвестиций в недвижимость?**

Гибридные формы обязательств при финансировании недвижимости — это, например, совмещение ипотечного кредита и опциона. Держатель колл-опциона обеспечивает владельцу недвижимости финансирование первой закладной по более льготным условиям по сравнению со среднерыночными, и получает опцион на повышение стоимости недвижимости в будущем. Первая закладная, обеспеченная инвестором гибридной ипотеки, часто дает владельцу больше денежных средств, чем первая закладная без опциона, и имеет более низкие процентные ставки. Условия опциона (с учетом будущего повышения стоимости недвижимости) значительно варьируют. В США, например, владелец опциона, как правило, участвует в 20–51 % повышения стоимости, а иногда и денежного потока доходов после обслуживания долга. Опционы исполняются после 2–5 лет и действительны в течение 7–15 лет (Управление портфелем... С. 119).

Владельцы собственности предпочитают такую «гибридную ипотеку» по следующим причинам: во-первых, это может быть эффективная замена продажи недвижимости; во-вторых, обеспечивается большая привлекательность по сравнению с финансированием закладной при недостатке собственного капитала.

### **Что такое право преимущественной аренды земли?**

Право преимущественной аренды земли создается, когда права на недвижимую собственность разделяются на ограниченное право владения зданием на основе аренды (например, право быть арендатором и передавать в субаренду) и право собственности на землю. В мировой практике первое право часто распространяется на срок от 10 до 99 лет, в течение которого обладатель права аренды имеет свободу и ответственность использовать недвижимость так, как если бы он был собственником.

В конце срока аренды собственник земли принимает владение зданием. Владелец здания на правах аренды регулярно платит арендную плату. Если плата не вносится, собственник земли может принять владение полной недвижимостью. Поэтому аренда земли имеет преимущество перед арендой здания. Иногда владелец земли зависит от источников финансирования владения на основе аренды. В этом случае аренда земли называется субординированной.

Крупнейшая и самая знаменитая операция по преимущественной аренде земли и владению улучшениями на основе аренды была проведена в 1898 г. Это была аренда Гонконга Британией у Китая на 99 лет. В обмен на безрентную аренду Британия согласилась в дальнейшем не расширять свою китайскую колонию, а Китай получил по окончании срока аренды «право восстановить свое владение» Гонконгом со всеми улучшениями и успешно реализовал его в июле 1997 г.

### **Что такое лизинг недвижимости?**

Лизинг недвижимости — это долгосрочная аренда недвижимости на срок, сопоставимый со сроком полезной жизни объекта недвижимости (около 30 лет). Это самый долгосрочный вид лизинга в мировой классификации, он предусмотрен также и российским законодательством о лизинге. В соответствии со ст. 3 Федерального закона от 29 октября 1998 г. № 164-ФЗ «О лизинге» предметом лизинга могут быть любые непотребляемые вещи, в том числе предприятия и другие имущественные комплексы, здания, сооружения, оборудование, транспортные средства и другое движимое и недвижимое имущество, которое может использоваться для предпринимательской деятельности. Однако предметом лизинга не могут быть земельные участки и другие природные объекты, а также имущество, которое запрещено для свободного обращения или для которого установлен особый порядок обращения.

### **Какими нормативно-правовыми актами регулируются инвестиции в недвижимость и строительство?**

Характерной чертой рынка недвижимости является наличие специальной нормативно-правовой базы, регламентирующей также и сферу инвестиций в недвижимость и строительство. Причем роль региональных и муниципальных нормативных актов в данной области более значительна, чем в других секторах экономики. К основным федеральным нормативно-правовым актам относятся:

- Гражданский кодекс Российской Федерации<sup>1</sup>;

---

<sup>1</sup> РГ. 2001. № 233.

- Земельный кодекс Российской Федерации<sup>1</sup>;
- Закон РСФСР от 26 июля 1991 г. № 1488-1 «Об инвестиционной деятельности в РСФСР»<sup>2</sup>;
- Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений»<sup>3</sup>;
- постановление Правительства РФ от 12 ноября 1999 г. № 1249 «Об утверждении Положения о предоставлении государственных гарантий под инвестиционные проекты социальной и народно-хозяйственной значимости»<sup>4</sup>.

Особая ситуация сложилась в сфере инвестиций в земельные участки. До введения в действие 30 октября 2001 г. Земельного кодекса РФ земля, по сути, была выведена из состава объектов инвестирования, хотя фактически оборот земельных участков уже давно существовал в России. Так, только в 1999 г. совершено 5,2 млн сделок с земельными участками<sup>5</sup>. Упорядочение оборота земельных участков на уровне кодифицированного федерального закона позволяет создать необходимые условия для учета и охраны земель, устранить многие противоречия между нормативно-правовыми актами различного уровня и создать благоприятные условия для инвестирования в российскую экономику.

С принятием Земельного кодекса РФ земельная реформа еще не закончена. Отдельные положения Кодекса требуют своего уточнения на федеральном и региональном уровнях. Так, Земельный кодекс РФ прямо предусматривает принятие федерального закона об обороте земель сельскохозяйственного назначения.

### **Какова роль подрядных отношений в строительстве?**

В отличие от других отраслей материального производства строительство объекта недвижимости осуществляется строительной организацией на договорных условиях по заказу предприятия-застройщика или другого инвестора, за счет средств которого выполняются строительные работы. Предприятия-застройщики вправе выполнять необходимые строительные-монтажные работы и собственными силами (хозяйственным способом), однако на практике застройщики привлекают специализированные подрядные организации на основе *договора строительного подряда*.

<sup>1</sup> РГ. 2001. № 211–212.

<sup>2</sup> Ведомости Съезда НД РФ и ВС РФ. 1991. № 21.

<sup>3</sup> РГ. 1999. № 41–42.

<sup>4</sup> СЗ РФ. 1999. № 47.

<sup>5</sup> Маслов А. Земля пошла на рынок // РГ. 2001. № 211.

В свою очередь, подрядчик по согласованию с заказчиком может привлекать для выполнения всего комплекса или части работ (электромонтажных, водопроводных и канализационных, по газификации, благоустройству территории и др.) другие организации — субподрядчиков, заключив с ними *договора субподряда*. В данной ситуации подрядчик будет выступать перед заказчиком в качестве генерального подрядчика, а перед субподрядчиками — в роли заказчика. В этом проявилось одно из нововведений российского законодательства — закрепление института посредников, которых заказчики строительной продукции могут наделить статусом заказчика. Многие предприятия и организации, а также граждане не имеют соответствующих служб и не могут квалифицированно исполнять функции заказчика. Поэтому все заказчики, не имеющие у себя профессионалов в области строительства, вправе заключить договор с посреднической организацией и передать ей свой статус заказчика. Посредник, действуя от имени заказчика, совершает все необходимые операции, начиная от заключения договора подряда и заканчивая приемкой готовой продукции.

В документах, составляющих нормативно-правовую базу строительного рынка, регламентированы следующие основные аспекты. Все взаимоотношения между заказчиком и подрядчиком, в том числе определение цены строительной продукции (работ, услуг), порядок расчетов, взаимная ответственность, а также сроки строительства объектов (выполнения работ) являются их исключительным правом. При производстве строительной продукции по заказу основным документом, регламентирующим отношения между заказчиком и подрядчиком, становится договор подряда (контракт). Основные требования к договорам строительного подряда и подряда на выполнение проектных и изыскательских работ определены в части второй Гражданского кодекса РФ.

Согласно ст. 758 ГК РФ по *договору подряда на выполнение проектных и изыскательских работ* подрядчик (проектировщик, изыскатель) обязуется по заданию заказчика разработать техническую документацию и (или) выполнить изыскательские работы, а заказчик обязуется принять и оплатить их результат.

Согласно ст. 740 ГК РФ *договор строительного подряда* заключается на строительство или реконструкцию предприятия, здания (в том числе жилого дома), сооружения или иного объекта, а также на выполнение монтажных, пусконаладочных и иных неразрывно связанных со строящимся объектом работ. Правила о договоре строительного подряда распространяются также и на работы по капитальному ремонту зданий и сооружений.

## **Как распределяется имущественная ответственность участников строительства?**

Другой важный элемент — имущественная ответственность сторон на всех этапах инвестиционного цикла. Так, генеральный подрядчик, подписавший протокол о намерениях, но отказавшийся от заключения договора подряда, должен возместить убытки заказчику. Убытки возмещает и сторона, расторгнувшая договор подряда, в том числе и по причине банкротства.

Риск случайной гибели или случайного повреждения объекта строительства до приемки этого объекта несет подрядчик. Если же объект строительства до его приемки заказчиком погиб или поврежден вследствие недоброкачества предоставленного заказчиком материала (деталей, конструкций) или оборудования либо исполнения ошибочных указаний заказчика, подрядчик вправе требовать оплаты всей предусмотренной сметой стоимости работ при условии, что обязанности по договору со своей стороны им были выполнены.

Договором строительного подряда может быть предусмотрена обязанность стороны, на которой лежит риск случайной гибели или случайного повреждения объекта строительства, либо ответственность за причинение при осуществлении строительства вреда другим лицам, застраховать соответствующие риски. Сторона, на которую возлагается обязанность застраховать имущественные риски, должна предоставить другой стороне доказательства заключения ею *договора страхования* на условиях, предусмотренных договором строительного подряда, включая данные о страховщике, размере страховой суммы и застрахованных рисках. При этом страхование не освобождает соответствующую сторону от обязанности принять необходимые меры по предотвращению наступления страхового случая.

Важным элементом инвестиционно-строительного процесса является институт гарантий и поручительств. Заказчик должен иметь гаранта, который в случае финансовых затруднений произведет расчеты с подрядчиком по выполненным обязательствам. В свою очередь заказчик не застрахован от банкротства подрядчика и невыполнения им своих обязательств по договору. Поэтому генеральный подрядчик должен иметь поручителя, принимающего на себя ответственность за обязательства генподрядчика.

## **В чем заключаются особенности ценообразования в строительстве?**

Особенности ценообразования в строительстве на основе сметной стоимости и действующий порядок оплаты работ оказывают существенное влияние на оценку инвестиционной привлекательности инвестиций в строительство.

Подрядчик обязан осуществлять строительство в соответствии с *технической документацией*, определяющей объем и содержание работ, и со *сметой*, определяющей цену работ.

Затраты на строительно-монтажные работы состоят из прямых и накладных расходов. Размер данных затрат определяется по каждому объекту путем составления *сводной сметы* — основного документа, определяющего полную сметную стоимость стройки. Она является основанием для финансирования стройки и осуществления расчетов с заказчиком. Вместе с прямыми затратами и накладными расходами сметная стоимость включает плановую прибыль.

Для ведения гибкой системы ценообразования целесообразно использовать различные виды договоров между заказчиком и подрядчиком:

- а) проектно-строительный договор по фактической стоимости;
- б) проектно-строительный договор на основе максимальной гарантированной цены;
- в) договор на основе твердой цены.

Для проектно-строительного договора на основе соглашения о строительстве объекта при возмещении расходов по фактической стоимости и гарантированной суммы прибыли договорная цена определяется исходя из:

- а) затрат по смете в действующих ценах;
- б) суммы оправданных перерасходов;
- в) гарантированной суммы прибыли.

В данном варианте цена заранее оговаривается на основе сметы. Заказчик обязуется оплатить подрядчику фактические перерасходы проектных и строительных работ, а также гарантированную сумму прибыли. Коммерческий риск заказчика при этом значителен.

При установлении договорной цены на основе проектно-строительного договора с возмещением издержек до максимально гарантированной цены риск заказчика уменьшается. В этом случае цена может быть определена исходя из затрат по смете в действующих ценах или суммы оправданных перерасходов, но не более установленного предела. Заказчик контролирует ход работ, оплачивает только оправданные и отклоняет неоправданные перерасходы, допущенные по вине подрядчика, но лишь до максимальной их суммы, оговоренной при заключении договора.

Для небольших типовых объектов приемлем договор на основе твердой цены, неизменной до конца строительства.

Возникновение необходимости проведения дополнительных работ, не предусмотренных сметой, — достаточно рядовая ситуация в сфере строительства. Однако связанные с ней риски могут быть частично минимизированы за счет аккуратного выполнения соответствующих требований законодательства к обеим сторонам договора строительного подряда. Подрядчик, обнаруживший в ходе строительства не учтенные

в технической документации работы, ведущие к увеличению сметной стоимости строительства, и которые, по его мнению, следует выполнить, обязан сообщить об этом заказчику. При неполучении от заказчика ответа в течение 10 дней (если договором не предусмотрен иной срок) подрядчик обязан приостановить работы с отнесением убытков, вызванных простоем, на счет заказчика. Заказчик освобождается от возмещения этих убытков, если докажет отсутствие необходимости в проведении дополнительных работ.

С другой стороны, подрядчик несет ответственность перед заказчиком за допущенные отступления от требований, предусмотренных в технической документации и в обязательных для сторон нормах и правилах, а также за недостижение указанных в технической документации показателей объекта строительства. При реконструкции (реставрации) здания или сооружения на подрядчика возлагается ответственность за снижение или потерю прочности, устойчивости, надежности здания, сооружения или его части. Подрядчик не несет ответственности за допущенные им без согласия заказчика мелкие отступления от технической документации, если докажет, что они не повлияли на качество объекта. Главное, что подрядчик гарантирует достижение объектом строительства указанных в технической документации показателей и возможность эксплуатации объекта в соответствии с договором строительного подряда на протяжении гарантийного срока. Кроме того, подрядчик несет ответственность за дефекты и недостатки, образованные по его вине и обнаруженные в течение гарантийного срока, предельная величина которого по российским нормам составляет 5 лет.

## Глава 8

### Финансирование капитальных вложений

#### Что такое источники финансирования капитальных вложений?

Финансирование капитальных вложений представляет собой расходование денежных средств на приобретение элементов основного капитала (основных фондов, основных средств), в том числе на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое обновление действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательские работы и др.

Система финансового обеспечения инвестиционного процесса основывается на определении источников его финансирования. Под *источниками финансирования капитальных вложений* понимаются фонды и потоки денежных средств, которые позволяют осуществлять из них сам процесс капитальных вложений.

Необходимо разграничивать источники и методы финансирования капитальных вложений. Методы финансирования включают те способы, благодаря которым образуются источники финансирования и реализуются инвестиционные проекты. Например, эмиссионный доход — потенциальный источник различного рода инвестиций. Акционирование предприятия — метод, позволяющий осуществлять эмиссию акций.

Определение и последующее изыскание предприятиями источников финансирования — центральный вопрос всех составляемых проектов капитальных вложений. Необходимость дифференциации и учета источников предопределяется разной стоимостью их привлечения.

Системная классификация источников капитальных вложений предполагает прежде всего разделение уровней финансирования. Выделяется макроуровень (национальная экономика) и микроуровень (фирма) финансирования капитальных вложений.

#### Какова структура и особенности финансирования капиталовложений на макроуровне?

Совокупность источников финансирования капитальных вложений на макроуровне образует общенациональный фонд. В него включаются внутренние и внешние источники.

*Внутренние национальные источники* финансирования капитальных вложений состоят из централизованных и нецентрализованных ассигнований. Средства финансирования внутренних капитальных вложений в масштабах национальной экономики образуются из:

- а) централизованных ассигнований;
- б) накоплений, осуществляемых коммерческими и некоммерческими организациями страны;
- в) частных накоплений граждан.

Развивающимся источником финансирования капитальных вложений являются средства населения, направляемые на индивидуальное жилищное строительство.

Централизованные ассигнования, используемые фирмами с целью реализации проектов капитальных вложений, включают в себя:

- государственные бюджетные (федеральные и субъектов Федерации) средства;
- негосударственные (муниципальные) бюджетные средства;
- внебюджетные средства.

Государственные бюджетные средства выделяются на финансирование капитальных вложений в соответствии с ежегодно принимаемыми законами о федеральном бюджете и бюджетах субъектов Федерации, правовыми актами органов местного самоуправления.

Внебюджетные централизованные ассигнования на капитальные вложения осуществляются из экономических фондов и фондов социального назначения.

Нецентрализованные ассигнования осуществляются из накоплений фирм и некоммерческих организаций страны, частных накоплений граждан.

*Внешние источники* финансирования капитальных вложений в национальную экономику включают в себя средства, поступающие из-за границы. Они состоят из двух потоков:

- а) репатрируемых капиталов;
- б) иностранных капиталовложений.

Репатрируемые капиталы способны сыграть значительную роль при финансировании капитальных вложений в Российской Федерации. По разным оценкам, с 1991 г. ежегодно из страны вывозилось общественного богатства на сумму 20–25 млрд долл. Таким образом, за границей оказалось средств российских резидентов в размере 250–300 млрд долл. Их значительная часть скована покупкой недвижимости. Но изрядные суммы представляют собой финансовые ресурсы, которые способны при общем благоприятном инвестиционном климате вернуться в Россию в виде капитальных вложений.

Основным средством политики репатриации капиталов рассматривается *налоговая амнистия*, которая означает, что возвращенные капиталы должны быть внесены на счета в национальные банки, и с этих сумм должен быть уплачен налог по льготной ставке.

Финансирование иностранных капитальных вложений может осуществляться за счет:

- 1) вложений международных организаций;
- 2) вложений государств, имеющих зарубежную собственность или арендующих недвижимость за границей;
- 3) частных вложений нерезидентов, юридических и физических лиц.

Финансирование капитальных вложений международными организациями (Международным банком реконструкции и развития, Европейским банком реконструкции и развития и т. п.) осуществляется путем предоставления кредитов. Например, ассигнования ЕБРР в экономику России в 2002 г. достигли 1,289 млрд евро из всей суммы вложений в 3,9 млрд евро; сумма накопленных инвестиций — 4,8 млрд евро, из них 78 % приходятся на частный сектор<sup>1</sup>.

Финансирование капитальных вложений иностранными государствами происходит в том случае, если они обладают зарубежной собственностью, осуществляется долгосрочная аренда земельных участков (под строительство морских причалов для обслуживания гражданских судов, под военные базы и проч.). В этом случае капитальные вложения направляются на капитальное строительство объектов инфраструктуры (аэродромов, дорог, причалов, жилых построек, складов и т. д.) и их последующее обслуживание<sup>2</sup>.

Потенциально возможна реализация совместных проектов капитальных вложений несколькими государствами (например, строительство электростанции на реке, служащей границей между двумя странами), однако международная собственность не получила в мире сколько-нибудь значительного распространения.

Частные капитальные вложения нерезидентов — юридических и физических лиц — наиболее часто встречающаяся практика импорта капитала.

Источником иностранных инвестиций может стать внешняя задолженность государства в случае согласия кредиторов трансформировать долги в инвестиции.

В числе потенциально значимых источников привлечения инвестиций в российскую экономику — задолженность со стороны других государств.

Нельзя списывать со счетов и такой источник, как привлечение капиталов из государств — участников СНГ. Оно способно осуществляться

---

<sup>1</sup> Годовой отчет за 2002 год. Публикация Европейского банка реконструкции и развития. С. 3, 52–53.

<sup>2</sup> Российская Федерация обладает гигантской зарубежной собственностью. В 1998 г. на федеральном балансе числилось 2559 объектов недвижимости, находящихся за границей. Препятствием на пути ее эффективного использования является отсутствие правовой базы, а именно не преодоленное с 1999 г. вето на Федеральный закон «Об управлении собственностью Российской Федерации, находящейся за рубежом».

путем совместного государственно-коммерческого финансирования инвестиционных проектов, международного финансового лизинга, создания договорных совместных организаций типа консорциумов для осуществления инвестиционной деятельности. Необходимо также создать условия для привлечения частных российских инвесторов в производственные объекты государств — участников СНГ, в продукции которых заинтересована Российская Федерация. В связи с этим целесообразно разработать совместно со странами СНГ механизм инвестиционного сотрудничества и перехода на совместное финансовое обеспечение капитальных вложений.

Активизация иностранных инвесторов возможна при условии активизации деятельности отечественных инвесторов и предоставления иностранным инвесторам национального режима. Вместе с тем привлечение иностранных инвестиций, обеспечивающих развитие международных экономических связей и освоение передовых научно-технических достижений, не способно компенсировать недостаток отечественных инвестиций.

### **Какие существуют источники финансирования капиталовложений на микроуровне?**

Существуют различные классификации источников финансирования капитальных вложений, осуществляемых на микроуровне, т. е. предприятиями всех форм собственности. Они систематизируются в зависимости от:

- участников инвестиционного процесса (собственные средства предприятий; бюджетные ассигнования);
- организационно-правовой формы самих предприятий;
- связи с капиталом предприятия (внутренние, входящие в состав собственного капитала; привлеченные, включаемые в состав собственного капитала; привлеченные, не включаемые в состав собственного капитала);
- масштабов и динамики сбережений (связанные с образованием фондов, их приростом или перегруппировкой капитала);
- нормативных актов. Так, в соответствии со ст. 9 Федерального закона «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений», определяющей источники финансирования фирмами капитальных вложений, они могут осуществляться инвесторами за счет собственных и (или) привлеченных средств.

Отметим, одни и те же источники в зависимости от отношений собственности, в которые включено предприятие, могут рассматриваться в одних случаях в качестве собственных, в иных — в качестве привлеченных.

Каждому из источников инвестирования соответствуют свои факторы роста, методы привлечения капитальных вложений и управления инвестиционным процессом.

### **Каковы собственные источники финансирования капиталовложений?**

Собственные источники средств, инвестируемых в виде капитальных вложений, формируются за счет капитала и прибыли.

В структуре капитала фирмы выделяются:

- 1) уставный;
- 2) добавочный;
- 3) резервный.

Уставный капитал в период начального становления фирмы является основным источником капитальных вложений. В последующем дополнительными источниками становятся добавочный (образующийся за счет переоценки основных средств, эмиссионного дохода) и резервный капитал (создающийся в соответствии с законодательством).

Часть прибыли фирмы в случае необходимости по усмотрению собственника превращается в источник финансирования капитальных вложений. По общеэкономическому предназначению она — главный источник расширенного воспроизводства. Использование прибыли в данном качестве обеспечивает связь финансирования капитальных вложений с конечным результатом хозяйственной деятельности. Получение прибыли — естественная цель хозяйственной деятельности любого коммерческого предприятия.

### **Какова структура доходов фирмы? Каким образом прибыль становится источником финансирования капиталовложений?**

Прибыль как расчетная величина, характеризующая финансовые результаты хозяйственной деятельности коммерческого предприятия, формируется из его доходов. Их классификация предопределяется Положением по бухгалтерскому учету 9/1999 «Доходы организации»<sup>1</sup>.

*Доходом (выручкой) от реализации* считаются поступления (в денежной и неденежной форме) от реализации товаров (работ, услуг) как собственного производства, так и ранее приобретенных, выручка от реализации имущества (включая ценные бумаги) и имущественных прав.

---

<sup>1</sup> В соответствии с Гражданским кодексом РФ для целей налогообложения доходы подразделяются на две части: доходы от реализации и внереализационные доходы, включающие в себя собственно внереализационные доходы, операционные доходы и чрезвычайные доходы.

Выручка от реализации, в зависимости от характера деятельности фирмы, условий получения доходов и направлений деятельности ПБУ 9/1999, подразделяется на:

- 1) доходы от обычных видов деятельности;
- 2) операционные доходы;
- 3) внереализационные доходы;
- 4) чрезвычайные доходы.

*Доходы от обычных видов деятельности фирмы* включают поступления от продажи товаров, составляющих основной предмет предпринимательской деятельности.

Доходы, получаемые от участия в уставных капиталах других организаций, когда это не является предметом деятельности фирмы, от предоставления за плату во временное владение и пользование капитала предприятия, от коммерческого использования прав, возникающих из различных видов интеллектуальной собственности, называются *операционными доходами*. К конкретным видам операционных доходов относятся:

- поступления, связанные с предоставлением за плату во временное владение и пользование активов организации;
- поступления, связанные с предоставлением за плату прав, возникающих из патентов на изобретения, промышленные образцы и другие виды интеллектуальной собственности;
- поступления, связанные с участием в уставных капиталах других организаций (включая проценты и иные доходы по ценным бумагам);
- поступления от продажи основных средств и иных активов, отличных от денежных средств (кроме иностранной валюты), продукции, товаров;
- проценты, полученные за предоставление в пользование денежных средств организации, а также проценты за использование банком денежных средств, находящихся на счете организации в этом банке.

*Внереализационными доходами* являются поступления от штрафов, пеней, неустоек за нарушение условий договоров; активы, полученные безвозмездно, в том числе по договору дарения; доходы предприятия от участия в собственности других предприятий; поступления в возмещение причиненных организации убытков; прибыль прошлых лет, выявленная в отчетном году; суммы долгов фирмы, по которым истек срок исковой давности; курсовые разницы; сумма дооценки активов (за исключением внеоборотных активов); прочие внереализационные доходы.

*Чрезвычайными доходами* считаются поступления, возникающие как последствия чрезвычайных обстоятельств хозяйственной деятельности (стихийного бедствия, пожара, аварии, выкупа при национализации и т. п.): страховое возмещение, стоимость материальных ценностей, остающихся от списания непригодных к восстановлению и дальнейшему использованию активов, и т. п.

Прибыль формируется как разница между доходами и расходами (затратами) предприятия.

Для успешной работы фирмы, своевременного обновления фондов и обеспечения экономического роста необходимо сформировать поток капитальных вложений из доходов предприятия.

Важнейшие группы расходов, связанных с производством и реализацией, включают материальные расходы, суммы начисленной амортизации, расходы на оплату труда. Затраты на создание продукции составляют ее себестоимость. *Себестоимость продукции* — это денежное выражение затрат на производство товаров (услуг). Оптимизация всех видов доходов в денежной форме и расходов предприятия — фактор увеличения прибыли и потенциал для финансирования капитальных вложений.

**Доход (выручка)** от реализации продукции за вычетом стоимости материальных затрат представляет собой *валовой доход (добавленную стоимость)*. Валовой доход распадается на сумму начисленной амортизации и *чистый доход*. В свою очередь, чистый доход включает фонд оплаты труда и *валовую прибыль*.

Разница между валовой прибылью и суммой, направляемой в форме налоговых платежей в бюджет, составит величину *чистой прибыли*, которая остается в распоряжении предприятия и может быть непосредственно использована для финансирования капитальных вложений в целях расширенного воспроизводства.

В качестве нового фактора, увеличивающего объем прибыли как источника финансирования капитальных вложений российских фирм, является инвестиционный налоговый кредит. Он предоставляет организации возможность в течение определенного срока и в определенных пределах уменьшать свои платежи по налогу с последующей их поэтапной уплатой и начисленных процентов. Основные правовые условия его предоставления регламентируются Налоговым кодексом РФ (раздел IV, гл. 9, ст. 66, 67, 68). В соответствии со ст. 21. Налогового кодекса РФ все налогоплательщики имеют право на его получение.

### **Что такое амортизация?**

Важнейшим фактором, определяющим объем прибыли, которая может быть направлена на капитальные вложения за счет собственных средств, являются амортизационные отчисления.

В процессе рационального использования основного капитала его стоимость по частям переносится на создаваемый продукт и по частям после каждого кругооборота по мере учета износа возвращается предприятию в денежной форме в виде амортизационных отчислений. *Амортизация* (от нем. Amortisation — погашение, от лат.

mortuus — мертвый) — это денежные средства, предназначенные для восстановления изношенных основных фондов.

Все элементы основных фондов предприятия со временем требуют обновления, поскольку подвергаются износу.

Не следует смешивать границы (рыночные и социальные, прежде всего экологические) применения машин как элемента основного капитала, характеризующие допустимый порог или даже запрещение их использования, и пределы, порождаемые самим ходом уже осуществляющегося его употребления. Например, могут вступить в действие правовые запреты, продиктованные экологическими соображениями или требованиями, связанные с охраной труда. Тогда предпринимателю не дают разрешения на эксплуатацию машин и оборудования. В этом случае речь идет о социальных границах их применения. Но когда предприниматель сам отказывается от использования машины вследствие того, что отремонтировать ее уже нецелесообразно, тогда подразумеваются пределы, порожденные износом капитала.

Степень износа основных фондов по отраслям экономики Российской Федерации (крупным и средним коммерческим предприятиям) исключительно высока и продолжает возрастать. Она увеличилась с 38,6 % в 1995 г. до 49,5 % в 2003 г.<sup>1</sup>

Основной капитал в процессе кругооборота подвергается физическому, моральному и информационному износу.

### **Что такое физический износ капитала?**

Физический износ — это утрата капиталом потребительских свойств, потребительной стоимости, а с ней и стоимости вследствие разрушения его физической субстанции. Физический износ типичен для основного капитала как недвижимого имущества в виде зданий, сооружений, характерен для машин, транспортных средств.

Следует различать физический износ первого и второго рода. Физический износ первого рода вызывается физическим снашиванием в процессе целесообразного использования. По мере такого снашивания стоимость элементов основного капитала переносится на создаваемый продукт и возвращается к предпринимателю вместе с реализацией произведенной продукции. Физический износ второго рода связан с потерей потребительских свойств основного капитала от бездействия, а также внешнего воздействия (например, под влиянием атмосферных условий). Имущество предприятия ест тля, ржа, поэтому оно дешевеет.

Количественно величина физического износа определяется стоимостью ремонтно-восстановительных работ. Ремонт — это частичное восстановление основных фондов с целью их поддержания в рабочем

<sup>1</sup> Российский статистический ежегодник. 2004: Стат. сб. / Росстат. М., 2004. С. 324.

состоянии. Различают текущий, средний и капитальный ремонты. Ремонты могут быть плановыми (профилактическими) и аварийными. Финансирование капитального ремонта — существенная статья расходов на капитальные вложения.

### **Что такое моральный износ капитала?**

Моральный износ основного капитала — процесс его обесценения, происходящий независимо от физического износа вследствие роста производительности труда под воздействием научно-технического и хозяйственного прогресса.

Следует разделять моральный износ первого и второго рода. Моральный износ первого рода вызывается удешевлением сложившегося производства элементов основного капитала вследствие роста производительности труда. Моральный износ второго рода предопределяется научно-техническим прогрессом, изобретением более совершенных элементов основного капитала. При этом наличный функционирующий капитал частично обесценивается.

### **Что такое информационный износ?**

В условиях информационного общества значительная часть основного капитала фирмы предстает в виде интеллектуальной собственности, учитываемой в качестве нематериальных активов предприятия. Основной капитал такого рода подвержен потере стоимости вследствие обесценения информации, содержащейся в нем. Поэтому в современных условиях применительно к нематериальным основным средствам целесообразно особо выделять информационный износ. Под информационным износом понимается обесценение информации:

- а) по причине информационного прогресса;
- б) вследствие утечки коммерческой тайны и превращения заключенной в ней информации в общедоступную.

Он проявляется в снижении цены элементов основного капитала, выручки и рентабельности осуществляющегося с его помощью производства продукции. Однако на практике учет информационного износа не осуществляется.

### **Каким образом определяется величина амортизации?**

Величина амортизационных сумм, которыми может располагать предприятие, определяется тремя факторами:

- 1) балансовой стоимостью основных средств;
- 2) сроками их службы;

### 3) методом исчисления размера амортизации.

Общие нормативы амортизационных отчислений, отражающие различный срок службы основных фондов, регулируются законодательно. В соответствии с Классификацией основных средств, применяемой с 1 января 2002 г., выделены следующие амортизационные группы:

- первая группа — все недолговечное имущество со сроком полезного использования от 1 года до 2 лет включительно (в основном инструменты и приспособления, применяемые в разных отраслях);
- вторая группа — имущество со сроком полезного использования свыше 2 до 3 лет включительно (бурильные установки, машины и оборудование для приготовления кормов и др.);
- третья группа — имущество со сроком полезного использования свыше 3 до 5 лет включительно (компьютеры и принтеры к ним, машины для сортировки и счета денег, лифты, конвейеры, машины и погрузочно-разгрузочное оборудование и др.);
- четвертая группа — имущество со сроком полезного использования свыше 5 до 7 лет включительно (машины и оборудование сельскохозяйственное и лесохозяйственное, для коммунального хозяйства; оборудование фотонаборное, медицинское и хирургическое; телефонные аппараты, бытовые приборы, часы и приборы времени и др.);
- пятая группа — имущество со сроком полезного использования свыше 7 до 10 лет включительно (станки с ЧПУ, тракторы, комбайны, автомобили легковые большого класса и грузовые грузоподъемностью свыше 5 до 15 т, троллейбусы и др.);
- шестая группа — имущество со сроком полезного использования свыше 10 до 15 лет включительно (нефтяные скважины, сооружения культуры и отдыха, ванны, раковины, умывальники, автомобили грузоподъемностью свыше 15 т, самолеты и вертолеты и др.);
- седьмая группа — имущество со сроком полезного использования свыше 15 до 20 лет включительно (печи мартеновские, краны стационарные, струнные музыкальные инструменты, тепловозы и др.);
- восьмая группа — имущество со сроком полезного использования свыше 20 до 25 лет включительно (магистральные газопроводы, доменные печи, промышленные электровозы, сейфы, негоряемые шкафы и др.);
- девятая группа — имущество со сроком полезного использования свыше 25 до 30 лет включительно (взлетно-посадочные полосы, очистные сооружения, ядерные реакторы и др.);
- десятая группа — имущество со сроком полезного использования свыше 30 лет (эскалаторы, круизные суда, вагоны метрополитена, лесозащитные полосы и др.).

Таким образом, в течение нормативного срока эксплуатации должны производиться амортизационные отчисления на полное натурально-вещественное восстановление всех основных фондов, т. е. их *реновацию*.

По некоторым видам основных фондов амортизация не начисляется (например, библиотечному фонду).

В рамках определяемого Положением общего срока службы основных фондов возможно различное исчисление величины амортизационных отчислений в зависимости от метода их начисления. Законодатель в целях налогообложения (ст. 259 Налогового кодекса РФ) различает линейную и нелинейную форму учета амортизации.

Линейное исчисление амортизации означает равномерное списание стоимости основных фондов в течение всего срока их службы. Оно является основным, определяется физическим износом основных фондов в процессе их рационального использования и может применяться ко всем объектам основных средств. В отношении восьмой, девятой и десятой амортизационных групп установлен только линейный метод амортизации.

Нелинейное исчисление амортизации является дополнительным. Оно представляет собой неравномерное списание стоимости основных фондов и применяется не всегда. Амортизация может начисляться неравномерно, например, в зависимости:

- от реальности угрозы нанесения ущерба от морального износа основных фондов. В целях его предотвращения фирмы практикуют ускоренную амортизацию;
- от простоев оборудования и периода его полезного использования в течение года. Амортизация не начисляется на основные фонды, переведенные по решению руководства организации на консервацию продолжительностью свыше трех месяцев;
- от объема выполненной работы (в рублях на 1 т добытых полезных ископаемых, в процентах к стоимости автомобиля на 1000 км пробега) и др.

На основании отнесения тех или иных основных фондов к определенной амортизационной группе с учетом метода начисления амортизации определяется норма амортизации. *Норма амортизации* — это процент стоимости основных средств, который начисляется в течение месяца. Норма амортизации определяется исходя из всего срока полезного использования каждого объекта основных средств.

При применении линейного метода норма амортизации определяется равномерно в течение всего срока службы основных средств. Она рассчитывается отдельно по каждому объекту амортизируемого имущества по формуле:

$$K = \frac{1}{n} 100\%,$$

где  $K$  — норма амортизации в процентах к первоначальной (восстановительной) стоимости объекта амортизируемого имущества;  $n$  — срок полезного использования данного объекта амортизируемого имущества, выраженный в месяцах.

В отношении основных средств, подверженных угрозе морального износа, предприятия имеют право применять нелинейное исчисление амортизации. В этом случае общий срок службы разбивается на два периода:

- в первый период амортизируется до 20 % стоимости с повышенным коэффициентом, но не более 2;
- во второй период равномерно амортизируется остаточная стоимость.

В отношении основных средств, используемых для работы в условиях агрессивной среды и (или) повышенной сменности, к норме амортизации могут применяться увеличенные коэффициенты. Под агрессивной средой понимается совокупность природных и (или) искусственных факторов, влияние которых вызывает повышенный износ (старение) основных средств в процессе их эксплуатации. К работе в агрессивной среде приравнивается нахождение основных средств в контакте с взрыво-, пожароопасной, токсичной или иной агрессивной технологической средой, которая может послужить причиной (источником) инициирования аварийной ситуации. В таком случае используется дополнительный коэффициент к норме амортизации, но не выше 2.

Для амортизируемых основных средств, которые являются предметом договора финансовой аренды (лизинга), к основной норме амортизации налогоплательщик вправе применять специальный коэффициент, но не выше 3.

Современная динамика доли амортизационных отчислений в финансировании капитальных вложений свидетельствует, что они не оказывают стимулирующего воздействия на обновление средств труда. Еще в постановлении Правительства РФ от 13 октября 1995 г. № 1016 «О комплексной программе стимулирования отечественных и иностранных инвестиций в экономику Российской Федерации»<sup>1</sup> при оценке инвестиционного климата, сложившегося в стране, отмечалось, что «предприятия всех форм собственности направляют на инвестиции только около половины амортизационных отчислений».

В Российской Федерации существенным препятствием на пути образования источников финансирования капитальных вложений

<sup>1</sup> СЗ РФ. 1995. № 43.

из собственных средств является многолетний высокий уровень инфляции при значительном сроке службы основных фондов. В результате все виды денежных сбережений становятся экономически нецелесообразными. Естественное следствие такого явления — задержка в применении прогрессивных технологий, использование физически и морально устаревшего оборудования, частые ремонты и аварии, выпуск неконкурентоспособной продукции.

Принято различать валовые и чистые капиталовложения. *Чистые капиталовложения* — это валовые капиталовложения за вычетом амортизационных отчислений. Общий смысл их выделения состоит в том, что чистые капиталовложения позволяют осуществлять расширенное воспроизводство.

### **Какова структура привлеченных источников капитальных вложений?**

Составление любого проекта финансирования капитальных вложений обязательно включает изыскание, оценку и подсчет собственных финансовых ресурсов предприятия. В случае их нехватки используют иные источники, определяемые как привлеченные средства фирмы.

Привлекаемые фирмой средства содержат в себе ресурсы:

- 1) мобилизуемые на финансовом рынке и
- 2) поступающие в порядке перераспределения.

*Ресурсы, мобилизуемые на финансовом рынке*, включают:

- а) кредиты банков и иных финансовых учреждений;
- б) кредиты бюджетов всех уровней;
- в) облигационные займы;
- г) средства, получаемые от продажи акций.

Кредиты, как известно, классифицируются по срокам предоставления на краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные. В целях финансирования капитальных вложений привлекаются кредиты на долгосрочной основе. Основной проблемой получения долгосрочного целевого кредита является высокая норма ссудного процента.

К финансовым *ресурсам, поступающим в порядке перераспределения*, относят:

- а) страховые возмещения;
- б) финансовые ресурсы, формируемые на паевых (долевых) началах, взносы членов трудового коллектива, юридических и физических лиц;
- в) централизуемые финансовые ресурсы, поступающие от концернов, ассоциаций и иных объединений предприятий;
- г) централизованные бюджетные и внебюджетные ассигнования.

Страховые возмещения считаются чрезвычайными доходами, их поступление возникает вследствие чрезвычайных обстоятельств хозяйственной деятельности (стихийного бедствия, пожара, аварии и т. п.).

Расширение круга собственников дает дополнительные инвестиционные ресурсы. При организации фирмы в форме акционерного общества этот путь связан с эмиссией акций. Фирмы в виде товариществ, кооперативов увеличивают капитал за счет паевых (долевых) взносов, взносов членов трудового коллектива, юридических и физических лиц.

Централизуемые объединениями (союзами) предприятий в установленном порядке денежные и иные средства дают возможность избежать кредитного финансирования и увеличить прибыльность проекта. Дополнительные возможности для привлечения капитала к реализации инвестиционных проектов возникли с образованием в Российской Федерации финансово-промышленных групп. Централизация финансовых ресурсов участников финансово-промышленной группы существенно расширяет ее внутренние инвестиционные возможности в целом и при проведении единой технической, структурной, маркетинговой и финансовой политики, эффективном управлении ресурсами позволяет концентрировать их на наиболее важных направлениях.

Для повышения инвестиционной активности финансово-промышленных групп государство может в различных формах участвовать в реализации проектов. Объемы поддержки должны быть соизмеримы с величиной капитала финансово-промышленной группы, а при наличии солидарной ответственности участников группы — и с размером этой ответственности.

### **Что может являться дополнительными источниками финансирования капиталовложений?**

Дополнительные объемы капитала и прибыли для финансирования капитальных вложений могут быть получены фирмами в процессе повышения эффективности хозяйственной деятельности за счет:

- а) возвратных сумм;
- б) выручки от реализации попутной продукции;
- в) экономии от снижения себестоимости производимых работ;
- г) экономии оборотных средств и иных ресурсов, мобилизуемых внутри самого капитального строительства;
- д) инфляционного дохода и др.

Так, в сметной стоимости капитального строительства учитываются затраты, связанные с возведением временных зданий и сооружений, необходимых для выполнения основных работ. После их разборки образуются материалы, подлежащие реализации. Они представляют собой *возвратные суммы*, которые могут использоваться для финансирования строительства.

Ряд работ (горно-проходческих, взрывных, буровых), осуществляемых при освоении месторождений полезных ископаемых (на шахтах,

рудниках, нефтепромыслах), сопровождается попутной добычей полезных ископаемых (угля, руды, нефти и др.). В результате *часть выручки от реализации продукции, добываемой попутно* в ходе капитального строительства, может направляться на финансирование капитальных вложений.

*Мобилизация внутренних ресурсов* в строительстве служит источником финансирования капитальных вложений в случаях, когда сокращается потребность в оборотных средствах. Оборотные средства необходимы строительным организациям при осуществлении функций заказчика, выполнении работ своими силами. Поэтому часть собственных оборотных средств они расходуют на образование запасов оборудования, требующего монтажа, на приобретение и создание запаса основных и вспомогательных материалов, для расходов будущих периодов, формирования незавершенного производства. Меры по ускорению оборачиваемости оборотного капитала ведут к высвобождению средств, которые можно направить на инвестиции.

В связи с уменьшением объема производства и продаж предприятие нуждается в снижении нормативов оборотных средств, поскольку сокращаются закупки ресурсов производства, производственные заделы, остатки готовой продукции на складе, средства в расчетах.

Прирост устойчивой кредиторской задолженности (задолженности подрядным организациям и поставщикам, срок оплаты которой не наступил, нормальной переходящей задолженности рабочим и служащим по заработной плате и резерва предстоящих платежей) означает уменьшение у строительной организации потребности в средствах для финансирования капитальных вложений, а ее снижение — увеличение потребности в средствах.

В целом прогнозируемый размер мобилизации внутренних ресурсов можно рассчитать по формуле:

$$M - (A_0 - A_1) - (K_0 - K_1),$$

где  $M$  — сумма мобилизованных (иммобилизованных) финансовых ресурсов капитальных вложений;  $A_0$  — оборотные активы на начало расчетного периода;  $A_1$  — оборотные средства на конец периода;  $K_0$  — устойчивая кредиторская задолженность на начало расчетного периода;  $K_1$  — устойчивая кредиторская задолженность на конец периода.

При умелом финансовом менеджменте фирма способна извлекать *инфляционный доход*, обусловленный ростом цен на товарную продукцию. Резервы его получения кроются в недооценке активов и переоценке пассивов.

Дополнительный объем финансирования составляет *выручка от реализации выбывшего или излишнего имущества*, числящегося в составе

основных фондов, за вычетом расходов, связанных с ликвидацией данного имущества.

Организация может получить постоянный источник финансирования от сдачи имеющегося имущества в *аренду*.

Конкретный расчет общей суммы денежных средств, которые можно и нужно использовать в целях капитального строительства за счет всех источников финансирования, осуществляется в процессе бизнес-планирования. При этом важно задействовать весь потенциал финансирования.

В целом использование тех или иных источников для финансирования фирмами капитальных вложений зависит от инвестиционного климата, сложившегося в стране, характера строительства и рентабельности предприятий, условий кредитования и бюджетного финансирования.

### **Что такое бюджетные ассигнования и какова их роль в финансировании капиталовложений?**

Бюджетные ассигнования (от лат. assignare — назначать, выделять) — это средства бюджетов различных уровней (федеральных, субъектов Федерации, местных), выделяемые согласно бюджетной росписи в инвестиционных целях.

Необходимость бюджетных ассигнований объективно обусловлена наличием сфер и производств, имеющих общенациональное значение, но которые в силу высокой капиталоемкости, повышенных рисков и отдаленного экономического эффекта часто являются малопривлекательными, а порой и просто нереальными для частного бизнеса. Так, в мировой практике за счет бюджетных средств традиционно финансируются объекты социальной и производственной инфраструктур, развиваются новые прогрессивные отрасли, определяющие научно-технический прогресс и способствующие коренным структурным изменениям в экономике и т. п. Участие государства в финансировании позволяет гармонично развивать национальную экономику в территориальном, отраслевом и воспроизводственном аспектах и решать весь комплекс функций и задач, стоящих перед различными уровнями власти. Бюджетные ассигнования являются инструментом финансовой и экономической политики — воздействуя на хозяйственную конъюнктуру, экономический рост, они выступают важнейшим фактором развития общественного производства.

Доля государственного финансирования определяется моделью развития национальной экономики. В условиях планово-директивной экономики государственные капитальные вложения являются основной

формой финансирования и могут достигать 90 % общего объема вложений<sup>1</sup>. Рыночная экономика, опираясь на финансовую самостоятельность предпринимательских структур и возможности финансового рынка, позволяет снизить долю бюджетного финансирования капитальных вложений.

### **В чем особенности бюджетных ассигнований на капиталовложения?**

Особенности бюджетных ассигнований на капитальные вложения предопределены публичным характером источника финансирования — бюджета — и сводятся к следующим положениям:

- возможность предоставления средств на условиях безвозвратности и безвозмездности, в частности, для финансирования объектов, включенных в федеральную целевую программу;
- преобладание социальных приоритетов и значимости объектов для национальной экономики при распределении средств;
- адресность и строго целевой характер финансирования, предполагающий выделение бюджетных средств в распоряжение конкретных получателей с обозначением направления их использования, при этом любое использование средств не по назначению расценивается как нарушение бюджетного законодательства;
- участие государственных финансово-кредитных институтов в процедуре финансирования;
- финансовый контроль со стороны представительной и исполнительной властей за полнотой и своевременностью поступления и эффективностью использования соответствующих бюджетных средств;
- гласность разработки и исполнения программ бюджетного финансирования (адресной инвестиционной программы, программы предоставления кредитов и государственных гарантий и т. п.) с обязательным опубликованием в открытой печати самих программ и информации (отчета) об их исполнении.

Основные положения инвестиционной политики этого периода, определившие ее цели и особенности, были сформулированы в постановлении Правительства РФ от 13 октября 1995 г. № 1016 «О комплексной программе стимулирования отечественных и иностранных инвестиций в экономику Российской Федерации». Новые подходы к организации бюджетного финансирования выразились в уточнении приоритетов, изменении порядка и форм предоставления бюджетных ресурсов, их институционального обеспечения, что в наибольшей

---

<sup>1</sup> Народное хозяйство СССР за 70 лет: Юбилейный стат. ежегодник / Госкомстат СССР. М.: Финансы и статистика, 1987. С. 323–324.

степени проявилось в части финансирования предпринимательских структур.

Государство приняло на себя финансирование развития значительной части производственной инфраструктуры и социальной сферы. Соответственно определилась следующая структура капитальных вложений, финансируемых за счет средств федерального бюджета:

- до 70 % инвестиционных ресурсов федерального бюджета государство направляет на развитие социальной сферы, жилищного и муниципального строительства, здравоохранения, культуры, науки;
- до 10 % — на объекты производственной инфраструктуры, в частности строительство железных дорог, портов, энергетических предприятий Сибири и Дальнего Востока, объектов связи;
- оставшиеся централизованные инвестиционные ресурсы предусматривалось использовать на стимулирование частных отечественных и иностранных инвестиций в производственной сфере.

Эта структура к настоящему времени несколько изменилась, но социальный комплекс по-прежнему является основным получателем средств в форме государственных капитальных вложений.

Принципиальной особенностью инвестиционной политики стал переход от распределения бюджетных ассигнований на капитальное строительство между отраслями и регионами к избирательному частичному финансированию конкретных объектов и формированию их состава на конкурсной основе.

В то же время возраставшие потребности в государственной поддержке инвестиций обусловили необходимость дальнейшего упорядочения и законодательного закрепления участия государства в инвестиционной деятельности, что получило развитие в Бюджетном кодексе РФ (Федеральный закон от 31 июля 1998 г. № 145-ФЗ<sup>1</sup>) и в Федеральном законе от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений»<sup>2</sup>. Согласно этим законодательным актам бюджетное финансирование объектов в Российской Федерации осуществляется двумя способами в порядке:

- прямого, т. е. *безвозвратного* и *безвозмездного*, финансирования строек и объектов для федеральных (государственных) нужд;
- размещения бюджетных средств для финансирования инвестиционных проектов на условиях *возвратности* и *возмездности* в форме бюджетных кредитов и государственных гарантий.

Помимо этого, государство берет на себя ряд сопровождающих процедур: проведение экспертизы инвестиционных проектов; защиту

<sup>1</sup> РГ. 1998. № 153—154.

<sup>2</sup> Там же. 1999. № 41—42.

российских организаций от поставок морально устаревших, материалоемких и энергоемких технологий, оборудования, конструкций и материалов; выпуск облигационных займов, в том числе гарантированных целевых, и т. п.

Аналогичные подходы и формы финансирования инвестиций определены для бюджетов субъектов Федерации и местных бюджетов.

### **Каковы особенности прямых бюджетных ассигнований на капиталовложения?**

*Прямые бюджетные ассигнования* на капитальные вложения осуществляются в соответствии с Перечнем строек и объектов производственного и непроизводственного назначения (нового строительства, расширения, реконструкции, технического перевооружения), предназначенных для федеральных нужд. Перечень ежегодно формируется Министерством экономического развития и торговли РФ и оформляется в виде Федеральной адресной инвестиционной программы в составе федерального бюджета.

Процесс формирования и утверждения Перечня представляет собой достаточно сложную процедуру, которая регламентируется постановлением Правительства Российской Федерации от 11 октября 2001 г. № 714 «Об утверждении Положения о формировании перечня строек и объектов для федеральных государственных нужд и их финансировании за счет средств федерального бюджета»<sup>1</sup>.

Следует дать несколько уточнений по порядку формирования и утверждения перечня строек и объектов.

Прежде всего государственные заказчики (под ними понимаются федеральные органы исполнительной власти и органы исполнительной власти субъектов РФ) одновременно с предложениями о включении в Перечень строек и объектов должны представить:

- данные по воспроизводственной и технологической структуре капитальных вложений, включая проектно-изыскательские, проектные и предпроектные работы, приобретение оборудования, не требующего монтажа и не входящего в смету стройки, и т. п.;
- сведения по переходящим стройкам и объектам, а также по объемам имеющейся кредиторской задолженности по государственным капитальным вложениям за выполненные, но не оплаченные за счет средств федерального бюджета работы и услуги.

Министерство экономического развития и торговли РФ при принятии решения о включении строек и объектов в Перечень в приоритетном порядке вносит:

<sup>1</sup> РФ. 2001. № 211–212.

а) не завершенные строительством объекты, подлежащие завершению строительством в планируемом году;

б) стройки и объекты, по которым принятые в пределах лимитов бюджетных обязательств денежные обязательства федерального бюджета остались неисполненными по причине недостаточности фактически выделенных средств;

в) стройки и объекты, для которых государственным заказчиком обеспечивается привлечение иных дополнительных источников финансирования.

Вновь начинаемые стройки и объекты производственного назначения включаются в Перечень лишь после удовлетворения потребности в финансовых средствах для переходящих строек и объектов.

Если по итогам конкурсов, объявленных государственным заказчиком, на выполнение работ и услуг в строительстве по вновь начинаемым стройкам и объектам подрядные организации определить не удалось, то такие стройки и объекты подлежат исключению из Перечня Правительством РФ с дальнейшим перераспределением средств федерального бюджета в рамках федеральной адресной инвестиционной программы.

Финансирование строек и объектов, включенных в перечень, осуществляется в соответствии с адресным распределением государственных капитальных вложений, очередностью финансирования, определяемой государственным заказчиком, объемами фактически выполненных работ и с учетом выполнения обязательств других инвесторов, участие которых предусматривается договором долевого участия при смешанном финансировании стройки или объекта.

Финансирование государственных капитальных вложений включает также финансирование проектно-изыскательских работ, в том числе предпроектных и проектных работ, приобретение оборудования, не требующего монтажа и не входящего в сметы строек и объектов, производственного инвентаря и приспособлений, связанных с обеспечением строек и объектов.

Авансирование работ (услуг), предусмотренных в государственных контрактах и проводимых на стройках и объектах, включенных в перечень, осуществляется в соответствии с постановлением Правительства РФ от 22 июня 1994 г. № 745 «Об авансировании подрядных работ на объектах строительства для федеральных государственных нужд»<sup>1</sup>.

Изменение объема финансирования государственных капитальных вложений в связи с инфляцией в течение финансового года не производится.

---

<sup>1</sup> РГ. 1994. № 123.

Министерство финансов РФ и его территориальные органы осуществляют контроль за целевым использованием средств федерального бюджета, выделенных на государственные капитальные вложения.

Государственные заказчики и заказчики-застройщики предоставляют в соответствующие территориальные органы государственной статистики отчет о ходе выполнения работ (услуг) на стройках и объектах, включенных в перечень. По требованию органов государственного финансового контроля они обязаны предъявить:

- сводные сметные расчеты стоимости строительства;
- материалы об утверждении проектно-сметной документации;
- копию лицензии на осуществление отдельных видов деятельности в области строительства, если наличие лицензии на осуществления этих видов деятельности в соответствии с законодательством Российской Федерации является обязательным;
- справки о направлении собственных, заемных и других средств на финансирование строек и объектов при смешанном финансировании;
- титульные списки вновь начинаемых строек и объектов с разбивкой по годам на весь период строительства с выделением пусковых комплексов (очереди), титульные списки переходящих строек и объектов с указанием объемов государственных капитальных вложений и строительно-монтажных работ на соответствующий год, утвержденные государственными заказчиками;
- другие документы по учету работ (услуг) в капитальном строительстве, утвержденные Государственным комитетом РФ по статистике.

Государственные заказчики и заказчики-застройщики несут в соответствии с Бюджетным кодексом РФ и Кодексом РФ об административных правонарушениях ответственность за целевое и эффективное использование выделенных в их управление средств федерального бюджета, ввод в действие объектов в установленные сроки, своевременное представление отчетности о выполненных работах (услугах).

В перспективе предполагается дальнейшее усиление ответственности государственных заказчиков федеральных целевых программ за реалистичность предусматриваемых в них мероприятий, а также за результаты их осуществления. Федеральные целевые программы должны базироваться на четко определенных критериях, индикаторах, должны быть увязаны с их ресурсным обеспечением.

Второй способ предоставления бюджетных ассигнований на инвестиционные цели строится на условиях возвратности и возмездности. Основные его формы рассмотрены в гл. 11.

# Раздел III

## ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРОЕКТЫ И МЕТОДЫ ИХ ФИНАНСИРОВАНИЯ

### Глава 9

#### Инвестиционные проекты и их классификация

##### Каковы особенности инвестиционных решений?

Понятие «инвестиция» подразумевает долгосрочное вложение капитала в экономику внутри страны и за границей. В широком смысле под инвестицией понимается расходование ресурсов в надежде на получение доходов в будущем, по истечении достаточно длительного периода времени. Согласно данному определению, любая инвестиция характеризуется риском и связана с долгосрочным вложением капитала. Однако долгосрочность не является системообразующим признаком инвестиций. Поэтому существует и более общее определение, согласно которому под инвестицией понимаются оцененные в стоимостной оценке расходы, сделанные в ожидании будущих доходов. Данный подход позволяет классифицировать инвестиции на долгосрочные и краткосрочные и становится особенно актуальным в связи с развитием финансовых инвестиций.

Традиционно выделяют два вида инвестиций: финансовые и реальные. Финансовые инвестиции представляют собой вложение капитала в долгосрочные финансовые активы — паи, акции, облигации; реальные — в развитие материально-технической базы предприятий производственной и непроизводственной сфер.

Инвестиционные решения, как правило, относятся к решениям стратегического характера и требуют тщательного аналитического обоснования по трем основным причинам:

- а) любая инвестиция требует концентрации крупного объема денежных средств;
- б) зачастую инвестиции приводят к эффекту иммобилизации собственного капитала, когда средства омертвлены в активах, которые, возможно, начнут приносить прибыль лишь через некоторое время;
- в) в подавляющем большинстве случаев инвестиции делаются с привлечением заемного капитала, что предполагает обоснование структуры источников, оценку стоимости их обслуживания и формулирование аргументов, позволяющих привлечь потенциальных инвесторов и лендеров.

### **Как осуществляется государственное регулирование инвестиционной деятельности в Российской Федерации?**

Инвестиционная деятельность в Российской Федерации регулируется специальными законами, принимаемыми как на уровне страны, так и на уровне отдельных крупных субъектов Федерации.

На уровне страны действует Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений», являющийся основным регулятивом в отношении реальных инвестиций. Данный закон определяет ключевые понятия инвестиционного процесса:

а) *инвестиция* определяется как денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта;

б) *инвестиционная деятельность* — как вложение инвестиций и осуществление практических действий в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта;

в) *реальные инвестиции* (за которыми закреплен специальный термин — *капитальные вложения*) — как инвестиции в основной капитал (основные средства), в том числе затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательские работы и другие затраты.

Примерами нормативных документов, регулирующих инвестиционную деятельность на уровне субъекта Федерации, являются законы Санкт-Петербурга от 8 июля 1998 г. № 185–36 «О государственной поддержке инвестиционной деятельности на территории Санкт-Петербурга» и от 9 июля 1998 г. № 191–35 «Об инвестициях в недвижимость Санкт-Петербурга». Данные законы регулируют порядок получения поручительства Администрации Санкт-Петербурга как обеспечения обязательств инвестора по возврату заемных денежных средств, привлекаемых для осуществления инвестиционной деятельности, определяют формы бюджетной поддержки, виды налоговых льгот и др.

Государство не только регулирует инвестиционную деятельность, но и гарантирует всем субъектам инвестиционной деятельности независимо от форм собственности обеспечение равных прав при осуществлении инвестиционной деятельности; гласность в обсуждении инвестиционных проектов; право обжаловать в суд решения и действия (бездействие) органов государственной власти, органов местного самоуправления и их должностных лиц; защиту капитальных вложений.

### **Каковы особенности осуществления реальных инвестиций?**

Главными особенностями осуществления реальных инвестиций (капитальных вложений) являются их явно выраженная стратегическая направленность и связь с операционным риском. Стратегический аспект присутствует в таких инвестиционных решениях, как расширение производственных мощностей, модернизация и реконструкция действующей материально-технической базы, строительство новых производственных мощностей в связи с планируемым внедрением новых видов продукции и услуг, приобретение основных средств и др. Вкладывая средства в долгосрочные активы, инвесторы, во-первых, надолго омертвляют свой капитал, а во-вторых, подвержены весьма значительному риску потерь в случае досрочной дезинвестиции.

*Объектами капитальных вложений* в Российской Федерации являются находящиеся в частной, государственной, муниципальной и иных формах собственности различные виды вновь создаваемого и (или) модернизируемого имущества, за изъятиями, устанавливаемыми федеральными законами.

*Субъектами инвестиционной деятельности* являются инвесторы, заказчики, подрядчики, пользователи объектов капитальных вложений и другие лица.

*Инвесторы* определяются как лица, осуществляющие капитальные вложения. Ими могут быть физические и юридические лица, создаваемые на основе договора о совместной деятельности и не имеющие статуса юридического лица объединения юридических лиц, государственные органы, органы местного самоуправления, иностранные субъекты предпринимательской деятельности (иностранцы инвесторы).

*Заказчиками* по инвестиционному проекту могут выступать инвесторы и уполномоченные ими физические и юридические лица.

*Подрядчиками* являются лица, осуществляющие непосредственные работы по возведению производственных мощностей в соответствии с требованиями проекта. Ими могут быть физические и юридические лица, выполняющие работы по договору подряда и (или) государственному контракту, заключаемым с заказчиками в соответствии с Гражданским кодексом РФ. Подрядчики обязаны иметь лицензию на осуществление ими тех видов деятельности, которые подлежат лицензированию в соответствии с федеральным законом.

*Пользователями объектов капитальных вложений* могут выступать инвесторы и любые физические и юридические лица, в том числе иностранные, а также государственные органы, органы местного самоуправления, иностранные государства, международные объединения и организации, для которых создаются указанные объекты.

### **Каковы основные подходы к определению инвестиционного проекта?**

Реальные инвестиции, как правило, оформляются в виде так называемого инвестиционного проекта. В российском законодательстве инвестиционный проект трактуется как *набор документации*, содержащий два крупных блока документов:

- 1) документально оформленное обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, включая необходимую проектно-сметную документацию, разработанную в соответствии с законодательством РФ и утвержденную в установленном порядке стандартами;
- 2) бизнес-план как описание практических действий по осуществлению инвестиций.

На практике инвестиционный проект понимается в более широком смысле — как *последовательность действий*, связанных с обоснованием объемов и порядка вложения средств, их реальным вложением, введением мощностей в действие, текущей оценкой целесообразности поддержания и продолжения проекта и итоговой оценкой результативности проекта по его завершении. Согласно данному определению, набор документов, обосновывающих целесообразность и эффективность инвестиционного проекта, выступает лишь одним из его ключевых элементов.

### **По каким критериям классифицируются инвестиционные проекты?**

Основными критериями, применяемыми при классификации инвестиционных проектов, являются:

- а) предназначение инвестиций;
- б) величина требуемых инвестиций;
- в) тип предполагаемого эффекта;
- г) тип отношений;
- д) тип денежного потока;
- е) отношение к риску.

Классификация инвестиционных проектов позволяет выбрать наиболее эффективные критерии и процедуры оценки целесообразности принятия проекта. Так, в некоторых случаях неформализованные критерии предпочтительнее традиционных критериев, основанных на формализованных алгоритмах; не все критерии приемлемы для оценки проектов с неординарным денежным потоком и т. д. Отдельные инвестиционные проекты требуют более глубокой и комплексной оценки, в частности, это касается оценки крупных проектов, проектов при формировании инвестиционного портфеля в условиях ограничений на суммарный объем капиталовложений, а также проектов, связанных отношениями комплементарности и замещения.

### **Как инвестиционные проекты подразделяются в зависимости от предназначения инвестиций и типа предполагаемого эффекта?**

В соответствии с предназначением инвестиций можно выделить семь основных групп инвестиционных проектов:

- 1) *инвестиции в повышение эффективности производства* путем относительного сокращения затрат;
- 2) *инвестиции в расширение действующего производства* ввиду возрастающей емкости рынков сбыта;
- 3) *инвестиции в создание производственных мощностей при освоении новых сфер бизнеса*, направленные на диверсификацию бизнеса;
- 4) *инвестиции, связанные с выходом на новые рынки сбыта* и чаще всего предусматривающие расширение производства;
- 5) *инвестиции в исследования и разработку новых технологий*, играющие исключительно важную роль на современном этапе развития экономических отношений и широко распространенные в практике крупных компаний (результат реализации подобных проектов не является предсказуемым);
- 6) *инвестиции преимущественно социального предназначения*, направленные на обеспечение некоторого социального преимущества, но не исключаящие косвенного экономического эффекта (подобные проекты носят затратный характер и потому осуществляются либо государственными и муниципальными органами, либо крупными фирмами);
- 7) *инвестиции, осуществляемые в соответствии с требованиями закона*. Последние, в отличие от ранее рассмотренных групп, не носят инициативный характер. Инвесторы вынуждены внедрять некоторые проекты в соответствии с требованиями к бизнесу в отношении сохранения окружающей среды, повышения безопасности пользования производимой продукцией, степени эксплуатации работников и др. Соответствующие инвестиции могут быть как самостоятельными проектами, так и субпроектами в рамках крупной инвестиционной программы. Изначально инициатором таких проектов выступает государство, однако по мере социально-экономического прогресса сами компании и общественные организации могут инициировать соответствующие капиталовложения.

По типу предполагаемого эффекта можно выделить шесть типов инвестиционных проектов:

- 1) проекты, ориентированные на *наращивание объемов* (традиционного) *производства*, направлены на увеличение доли рынка продукции, контролируемой фирмой и получение дополнительных прибылей при сохранении уровня рентабельности продукции, носят рутинный характер;

- 2) проекты, ориентированные на *сокращение затрат* по какому-нибудь действующему производству (технологической линии, производственному участку) либо по компании в целом, направлены на повышение прибыли и рентабельности, носят в основном вспомогательный, обеспечивающий характер;
- 3) проекты, ориентированные на *снижение риска производства и сбыта*, не приносят непосредственно идентифицируемой с ними прибыли, но сопровождаются косвенным экономическим эффектом;
- 4) проекты инновационного характера, направленные на *формирование нового знания (технологии)*, носят затратный характер, но предполагается, что впоследствии при внедрении разработок в практику будет получен и экономический эффект;
- 5) проекты, ориентированные на *политико-экономический эффект*, преимущественно предназначены для решения политических задач и, как правило, осуществляются при освоении новых рынков сбыта: достижение политических целей подразумевает получение и экономических «дивидендов»;
- 6) проекты, ориентированные на *социальный эффект*, имеют место прежде всего при реализации государственных и муниципальных программ, однако являются распространенной практикой и в крупных компаниях, поскольку эффективные проекты такого типа становятся оправданными не только в социальном, но и в экономическом смыслах.

Итак, инвестиционные проекты могут приносить косвенный доход, но быть убыточными в экономическом смысле. Поэтому в некоторых случаях неформализованные критерии оценки целесообразности проектов предпочтительнее критериев, основанных на формализованных алгоритмах.

### **В чем заключаются особенности крупных, традиционных и мелких инвестиционных проектов?**

По величине требуемых инвестиций инвестиционные проекты классифицируются на крупные, традиционные и мелкие. Обычно критерием отнесения проекта к той или иной группе выступает объем капиталовложений. Градация проектов не является строго определенной и чаще всего зависит от размеров компании. Проекты из разных групп, как правило, находятся в компетенции руководителей разного уровня. Решение о целесообразности наиболее крупных проектов обычно принимается на самом высоком уровне (например, советом директоров или на собрании акционеров). Существуют и другие причины, обуславливающие необходимость рассматриваемой классификации: поиск

соответствующих источников финансирования, различие в оценке риска и последствий в случае того или иного развития событий на рынке товаров и услуг. Так, если мелкий проект может быть профинансирован за счет собственных источников, то для реализации крупного проекта необходимо привлечение дополнительных источников, что связано с оценкой риска, необходимостью обеспечения полученных кредитов и займов, оценкой средневзвешенной стоимости источников и др.

### **Каковы основные группы инвестиционных проектов по типу отношений взаимосвязи?**

При анализе инвестиционных проектов учитываются отношения их взаимозависимости. Проекты называются:

а) *независимыми*, если решение о принятии одного из них не сказывается на решении о принятии другого;

б) *альтернативными* (или *взаимоисключающими*), если принятие одного инвестиционного проекта означает, что оставшиеся проекты должны быть отвергнуты;

в) *комплементарными*, если принятие нового проекта способствует росту доходов по одному или нескольким другим проектам;

г) *замещающими*, если принятие нового проекта приводит к некоторому снижению доходов по одному или нескольким действующим проектам.

Подразделение проектов на независимые и альтернативные имеет особо важное значение при формировании инвестиционного портфеля в условиях ограничений на суммарный объем капиталовложений. Если в момент планирования предельная величина капиталовложений точно не определена, независимые проекты ранжируются по степени их приоритетности. Выявление отношений комплементарности и замещения подразумевает приоритетность рассмотрения проектов в комплексе, а не изолированно.

### **Основные группы инвестиционных проектов по типу денежного потока и отношению к риску**

В зависимости от вида денежного потока, увязанного с инвестиционным проектом, выделяют:

а) инвестиционные проекты с *ординарным денежным потоком*, состоящим из исходной инвестиции, сделанной единовременно или в течение нескольких последовательных базовых периодов, и последующих притоков денежных средств;

б) инвестиционные проекты *неординарным денежным потоком*, в котором притоки денежных средств чередуются в любой последовательности с их оттоками.

Вид денежного потока учитывается при выборе критерия оценки инвестиционного проекта, поскольку далеко не все критерии приемлемы для оценки проектов с неординарным денежным потоком.

Инвестиционные проекты различаются по степени риска: наименее рисковыми являются проекты, выполняемые по государственному заказу; наиболее рисковыми — проекты, связанные с созданием новых производств и технологий.

### **Каковы особенности инвестиционной деятельности в крупной фирме?**

Инвестиционная деятельность, понимаемая как совокупность чередующихся проектов, осуществляется в крупной фирме практически непрерывно. Инвестиционные проекты сопровождаются постоянным текущим контролем и оценкой на предмет целесообразности продолжения или завершения. Завершенные проекты подлежат постаудиту, в ходе которого оцениваются полученные результаты и последствия. Любой инвестиционный проект обычно является элементом инвестиционной программы, осуществляемой в рамках инвестиционной политики фирмы.

В общем виде *инвестиционную программу* можно трактовать как комбинацию ссудо-заемных операций:

а) *ссудная операция* — инвестиционное решение, когда инвестор вкладывает свой капитал в проект в надежде получить в дальнейшем компенсирующие доходы (за оттоком средств следуют распределенные во времени их притоки);

б) *заемная операция* — решение по привлечению средств с последующим их постепенным возвратом в целях восполнения недостатка собственного капитала для финансирования инвестиционного проекта (за притоком средств следуют распределенные во времени их оттоки).

Заемную операцию в увязке с инвестиционными проектами иногда называют операцией (проектом) финансирования.

С течением времени обычно формируется портфель допустимых проектов, которые могут быть реализованы по мере появления источников финансирования. Более того, как правило, возникает понятие альтернативных проектов, из которых с помощью ряда критериев и выбирается окончательный вариант действий. Долгосрочная инвестиционная программа обычно представляет собой цепь пересекающихся и сменяющих друг друга проектов.

Разработка *инвестиционной политики* предполагает формулирование долгосрочных целей деятельности фирмы; поиск новых перспективных сфер приложения свободного капитала; разработку инженерно-технологических, маркетинговых и финансовых прогнозов; формулирование целей и подцелей инвестиционной деятельности; исследование рынка

и идентификацию возможных и доступных проектов; экономическую оценку и перебор вариантов в условиях различных ограничений; формирование инвестиционного портфеля; подготовку и периодическое уточнение бюджета капитальных вложений; перманентную оценку действующих проектов; оценку последствий реализации завершившихся проектов.

### **Основные этапы разработки и реализации инвестиционного проекта**

Можно выделить четыре основных этапа (фазы) разработки и реализации инвестиционного проекта.

1) *Предынвестиционный этап*, в рамках которого в соответствии с долгосрочной инвестиционной программой, осуществляются систематизация инвестиционных концепций; обзор возможных вариантов их реализации; выбор наилучшего проекта; разработка плана действий по его реализации.

2) *Инвестиционный этап*, на котором осуществляются капитальные вложения, определяется оптимальная структура активов, уточняются график и целесообразная очередность ввода мощностей, устанавливаются связи и заключаются договоры с поставщиками сырья, материалов и полуфабрикатов, определяются способы текущего финансирования, осуществляется подбор кадров, заключаются договоры поставки производимой по проекту продукции. Ключевым пунктом данного этапа является возведение производственных мощностей согласно утвержденному графику.

3) *Эксплуатационный этап*, в ходе которого формируются планировавшиеся результаты, осуществляется их оценка с позиции целесообразности продолжения или прекращения проекта. При необходимости в проект могут вноситься некоторые изменения, возможны дополнительные, заранее непредусмотренные, но не критические по объему и срокам инвестиции. Данный этап является самым продолжительным по времени. Основные проблемы на этом этапе заключаются в обеспечении ритмичности производства продукции, ее сбыта и финансирования текущих затрат.

4) *Ликвидационно-аналитический этап*, предусматривающий решение следующих задач:

а) ликвидация возможных негативных последствий закончившегося или прекращаемого проекта (преимущественно речь идет о последствиях экологического характера);

б) высвобождение оборотных активов, переориентация производственных мощностей;

в) оценка и анализ соответствия поставленных и достигнутых целей завершенного проекта, его результативности и эффективности, оценка

отдельных фаз его развития, степени достоверности и вариабельности прогнозов, надежности использованных методов прогнозирования.

### **Каковы основные группы решений инвестиционного характера?**

Принято выделять три группы решений инвестиционного характера.

1) *Отбор и ранжирование проектов* — проводятся при наличии нескольких инвестиционных возможностей в отношении:

а) альтернативных проектов, реализация одного из которых автоматически означает отказ от реализации других;

б) проектов, которые не могут быть реализованы немедленно, например, в силу ограниченности источников финансирования.

2) *Оптимизация эксплуатации проекта* — проводится в отношении:

а) проектов, предполагающих однократную реализацию с последующим высвобождением связанных финансовых ресурсов и вложением их в принципиально новый проект;

б) проектов, подлежащих долгосрочной эксплуатации с возможной периодической заменой основных производственных мощностей.

Суть решений этого блока направлена на определение оптимального срока использования проекта. При этом в первом случае речь идет о сроке до завершения проекта и ликвидации производственных мощностей. Во втором случае — до замены базовых активов.

3) *Формирование инвестиционной программы* — осуществляется, когда:

а) возможности инвестирования превышают совокупные мощности источников финансирования;

б) имеются свободные финансовые ресурсы, но нет удовлетворяющих вариантов приложения капитала;

в) принятие некоторого инвестиционного проекта откладывается до тех пор, пока не поступят средства, генерируемые одним или несколькими ранее принятыми проектами.

В первом случае последовательность действий инвестора весьма схожа с последовательностью действий при ранжировании проектов. Более сложный вариант возникает, когда анализируется несколько проектов, поддающихся пространственно-временной взаимосвязке и сопровождающихся дополняющими ссудо-заемными операциями.

### **Как осуществляются отбор и ранжирование инвестиционных проектов?**

Проблема выбора инвестиционного проекта возникает в том случае, если доступные к реализации проекты являются альтернативными. Более предпочтительный проект отбирается с помощью некоторого критерия оценки, например по максимуму чистой приведенной стоимости (*NPV*).

Проблема ранжирования инвестиционных проектов по степени их предпочтительности появляется тогда, когда проекты не являются альтернативными, но компания не может реализовать их немедленно. В этом случае:

- а) выбирается критерий оценки;
- б) рассчитывается его значение для каждого проекта;
- в) выбирается проект с максимальным (минимальным) значением критерия или значением, удовлетворяющим заданному в фирме пограничному его значению; либо проекты ранжируются по возрастанию (убыванию) значений критерия.

Однако критериев оценки достаточно много, и они не являются «единодушными» при установлении предпочтительности того или иного проекта. Таким образом, решающую роль в этом случае играет субъективный фактор.

### **Логика и содержание решений по оптимизации эксплуатации инвестиционного проекта**

В рамках данного блока обычно решается одна из двух задач.

1) *Обоснование продолжительности действия проекта*, которое проводится по следующему алгоритму. После того как производственные мощности по данному инвестиционному проекту введены в действие, с этим проектом можно олицетворять два денежных потока:

- 1) возвратный поток, представляющий собой последовательность регулярных текущих доходов (не отрицается ситуация, когда для отдельных значений  $k$  значения  $C_k < 0$ );
- 2) последовательные оценки ликвидационной стоимости активов в предположении, что проект будет прекращен по истечении очередного базового периода, а его производственные мощности и неденежные оборотные активы будут проданы (дезинвестиция).

Полагая, что проект будет продолжаться ровно  $k$  лет, можно для каждого  $k$  построить совокупный денежный поток, учитывающий регулярные поступления по годам и ликвидационную стоимость активов последнего года, и рассчитать значения чистой приведенной стоимости  $NPV$ . В качестве оптимального выбирается то значение  $k$ , при котором достигается максимальное значение  $NPV$ . Именно  $k$  лет будет эксплуатироваться проект, после чего производственные мощности будут ликвидированы и высвобожденные средства использованы для других целей.

2) *Решение о замене*, которое принимается в соответствии со следующей логикой: максимально возможная продолжительность действия проекта считается известной; предполагается, что всегда существует возможность приобрести новое оборудование и продать действующее. Для

того чтобы ответить на вопрос о том, стоит ли заменять действующие активы на новые и если да, то в какой момент, нужно по годам собрать все притоки и оттоки, предполагая, что в очередном  $k$ -м году будет осуществлена замена и выбрать периодичность циклической замены, которой соответствует максимальное значение  $NPV$ .

### **Как осуществляется разработка оптимальной инвестиционной программы?**

При разработке оптимальной инвестиционной программы речь может идти о различных вариантах оптимизации:

1) *Пространственная оптимизация* осуществляется, когда:

а) общая сумма финансовых ресурсов на конкретный период ограничена сверху, и эти средства желательно использовать в максимально возможной степени;

б) доступны к реализации несколько взаимно независимых инвестиционных проектов с суммарным объемом требуемых инвестиций, превышающим имеющиеся у предприятия ресурсы;

в) требуется составить инвестиционный портфель, максимизирующий суммарный эффект от вложения капитала (временное упорядочение в рамках инвестиционной программы не представляется целесообразным, так как предполагается, что обстоятельства в отношении проектов и источников их финансирования в последующие годы могут существенно измениться). В этом случае:

1) в качестве базового выбирается критерий максимизации суммарной чистой приведенной стоимости  $NPV$ ;

2) проекты упорядочиваются по убыванию критерия «индекс рентабельности»  $PI$ ;

3) в программу последовательно включаются проекты с наивысшими значениями  $PI$ , пока не превышен лимит по источникам финансирования;

4) проект, включаемый в программу последним, подвергается дополнительному анализу на предмет того, не является ли более выгодным включить в программу вместо этого проекта несколько следующих за ним.

2) *Временная оптимизация* имеет место при следующей ситуации:

а) общая сумма финансовых ресурсов, доступных для финансирования в течение нескольких последовательных лет, ограничена сверху в рамках каждого года;

б) имеется несколько доступных независимых инвестиционных проектов, которые ввиду ограниченности финансовых ресурсов не могут быть реализованы в планируемом году одновременно, однако в последующие годы оставшиеся проекты либо их части могут быть реализованы;

в) требуется составить инвестиционный портфель, минимизирующий суммарные потери, обусловленные тем, что отдельные проекты откладываются в реализации.

В этой ситуации:

- 1) по каждому проекту рассчитываются значения NPV при условии, что требуемая инвестиция осуществлена в нулевом, первом, втором и так далее году;
- 2) для каждого проекта рассчитываются значения потери в связи с откладыванием проекта (например, разница между значениями NPV при реализации проекта не в нулевом, а в  $k$ -м году);
- 3) рассчитанные значения дисконтируются к началу момента анализа;
- 4) рассчитываются значения индекса возможных потерь (отношение дисконтированной потери к величине инвестиции по проекту);
- 5) в портфель проектов первоочередной реализации (удовлетворяющих ограничению по объему источников инвестирования нулевого года) не включаются проекты с минимальным значением индекса возможных потерь;
- 6) после укомплектования первого инвестиционного портфеля процесс оценки целесообразности откладывания проектов по той же схеме повторяется для первого, второго и последующих лет — откладываются в реализации проекты с минимальным значением индекса возможных потерь.

3) *Пространственно-временная оптимизация* применяется в отношении доступных проектов инвестирования и финансирования, которые, как предполагается, можно увязать во времени. Речь идет о задаче линейного программирования:

а) горизонт планирования составляет  $T$  лет;

б) инвестору доступны  $n$  независимых проектов инвестирования; каждый из которых представляет собой денежный поток, состоящий из единовременного оттока средств, сменяющегося серией притоков, и имеет собственную ставку инвестирования;

в) инвестору доступны  $m$  проектов финансирования; каждый проект представляет собой денежный поток, состоящий из единовременного притока средств (получаемое финансирование), сменяющегося серией оттоков, погашающих полученные по проекту средства, и имеет собственную ставку заимствования;

г) каждый проект инвестирования (финансирования) бесконечно делим и доступен к реализации начиная с любого года горизонта планирования;

д) по каждому инвестиционному проекту можно оценить поток ликвидационных стоимостей при условии, что проект будет прекращен в  $k$ -м году;

е) поступления по каждому инвестиционному проекту могут быть использованы как для изъятия средств собственниками, так и для инвестирования в другие проекты инвестиционной программы;

ж) требуется составить оптимальную инвестиционную программу, максимизирующую некоторую целевую функцию (например, поток текущих изъятий средств собственниками при заданной величине конечного имущества или конечное имущество собственников по завершении инвестиционной программы при заданном потоке текущих изъятий).

### **С какой целью строятся графики инвестиционных возможностей и предельной стоимости капитала?**

На практике задачу составления оптимальной инвестиционной программы зачастую решают при помощи построения графиков инвестиционных возможностей и предельной стоимости капитала.

*График инвестиционных возможностей* (Investment Opportunity Schedule, IOS) — графическое изображение анализируемых проектов, расположенных в порядке снижения внутренней нормы прибыли IRR, и по определению является убывающим.

*График предельной стоимости капитала* (Marginal Cost of Capital Schedule, MCC) — графическое изображение средневзвешенной стоимости капитала как функции объема привлекаемых финансовых ресурсов. Увеличение объема инвестиций приводит к необходимости привлечения заемного капитала; увеличение доли которого в общей сумме источников приводит к повышению финансового риска и, следовательно, к росту значения средневзвешенной стоимости капитала. Поэтому график MCC является возрастающим.

Точка пересечения графиков IOS и MCC характеризует:

а) предельную стоимость капитала, которая используется в качестве оценки минимально допустимой доходности по инвестициям в проекты средней степени риска;

б) предельную величину допустимых инвестиций (в инвестиционный портфель включаются все проекты, инвестиционная доходность которых превышает предельную стоимость капитала).

# Глава 10

## Методы оценки инвестиционных проектов

**Каким требованиям должны отвечать критерии оценки инвестиционных проектов?**

Ключевым принципом, которым следует руководствоваться при оценке целесообразности инвестиционного проекта, является принцип устойчивого генерирования дохода в долгосрочном аспекте. Это означает, что инвестиционные решения следует рассматривать не только и не столько с позиции критериев, основывающихся на стоимостных оценках и показателях рентабельности, но также и с той точки зрения, насколько эти решения, во-первых, способствуют выполнению стратегических задач, стоящих перед фирмой, и, во-вторых, вписываются в общефирменную стратегию ее развития.

Оценка инвестиционного проекта имеет, как правило, комплексный характер, подразумевая не только количественные, но и качественные критерии. До проведения расчетов по количественной оценке доходов и расходов инвестиционного проекта следует проанализировать необходимость инвестиций в контексте стратегических и тактических целей фирмы, и, если данные капиталовложения признаны целесообразными, проект должен быть принят, несмотря на относительно низкие показатели эффективности.

В то же время количественные критерии исключительно важны, поскольку они поддаются более четкой интерпретации, имеют более высокую степень определенности, являются сравнимыми в пространстве и времени и др. Данные критерии по возможности должны отражать следующие особенности инвестиционных проектов:

- 1) значительные объемы затрат и ожидаемых выгод;
- 2) соответствующие затраты/выгоды охватывают продолжительный период, и, следовательно, при их оценке должен учитываться фактор времени;
- 3) как правило, в крупном инвестиционном проекте должны приниматься во внимание не только экономические, но и социальные выгоды, причем соотношение между подобными выгодами зависит от сути инвестиционного проекта;
- 4) любой инвестиционный проект, как правило, должен вписываться в рамки глобальной стратегии фирмы;
- 5) необходим учет риска.

### Какова логика количественного обоснования процесса принятия управленческих решений инвестиционного характера?

В основе количественного обоснования процесса принятия управленческих решений инвестиционного характера лежит оценка и сравнение объема предполагаемых инвестиций и будущих денежных поступлений (прогнозируемых доходов). Поскольку сравниваемые показатели относятся к различным моментам времени, ключевой является проблема их сопоставимости, которая может решаться по-разному в зависимости от существующих объективных и субъективных условий. Логика количественного обоснования стоит на следующих принципах:

- 1) с каждым инвестиционным проектом связывается денежный поток, элементы которого представляют собой либо чистые оттоки, либо чистые притоки денежных средств (иногда в анализе используется не денежный поток, а последовательность прогнозных значений чистой годовой прибыли, генерируемой проектом);
- 2) анализ можно проводить по равным базовым периодам любой продолжительности (чаще всего он ведется по годам), однако необходимо помнить об увязке величин элементов денежного потока, процентной ставки и длины этого периода;
- 3) предполагается, что весь объем инвестиций совершается в конце года, предшествующего первому году генерируемого проектом притока денежных средств;
- 4) приток (отток) денежных средств имеет место в конце очередного года;
- 5) ставка дисконтирования, используемая для оценки проектов с помощью методов, основанных на дисконтированных оценках, должна соответствовать длине периода, заложенного в основу инвестиционного проекта.

В наиболее общем виде инвестиционный проект  $IP$  представляет собой следующую модель:

$$IP = \{IC_j, CF_k, n, r\},$$

где  $IC_j$  — инвестиция в  $j$ -м году,  $j = 1, 2, \dots, m$ ;  $CF_k$  — приток (отток) денежных средств в  $k$ -м году,  $k = 1, 2, \dots, n$ ;  $n$  — продолжительность проекта;  $r$  — ставка дисконтирования.

Параметры этой модели нередко задаются в виде дискретного распределения, что позволяет проводить этот анализ в режиме имитационного моделирования.

### **Каковы критические моменты в процессе оценки единичного проекта или составления бюджета капиталовложений?**

К критическим моментам в процессе оценки единичного проекта или составления бюджета капиталовложений относятся:

- *прогнозирование объемов реализации с учетом возможного спроса на продукцию.* Анализ возможной емкости рынка сбыта продукции наиболее существенен, поскольку его недооценка может привести к потере определенной доли рынка сбыта, а его переоценка — к неэффективности сделанных капиталовложений;
- *оценка притока денежных средств по годам.* Чем дальше горизонт планирования, тем более неопределенными рассматриваются притоки денежных средств отдаленных лет. Нередко выполняют несколько расчетов, в которых значения поступлений последних лет реализации проекта учитываются с понижающими коэффициентами либо вообще не учитываются ввиду существенной неопределенности;
- *оценка доступности требуемых источников финансирования.* Возможность финансирования инвестиционных проектов является основным ограничителем их реализации. Источники средств существенно варьируют по степени их доступности: наиболее доступны собственные средства; далее по степени увеличения срока мобилизации следуют банковские кредиты, займы, новая эмиссия;
- *оценка приемлемого значения показателя «стоимость капитала».* Используемого в том числе и в качестве ставки дисконтирования. Источники различаются не только продолжительностью срока их вовлечения в инвестиционный процесс, но и стоимостью капитала, величина которой также зависит от многих факторов. Кроме того, стоимость капитала, привлекаемого для финансирования проекта, в ходе его реализации может меняться в силу разных обстоятельств. Это означает, что проект, принимаемый при одних условиях, может стать невыгодным при других. Различные проекты не одинаково реагируют на увеличение стоимости капитала.

### **Какие ключевые категории являются основой финансовой оценки инвестиционных проектов?**

К числу ключевых финансовых категорий, используемых для разработки критериев оценки инвестиционных проектов, относятся понятия временной ценности денег и стоимости капитала.

Понятие *«временной ценности денег»* лежит в основе финансовых вычислений, составляющих формализованную основу финансовых решений. Логика финансовых вычислений строится на следующих основных предположениях:

- а) практически любую финансово-хозяйственную операцию можно выразить в терминах финансов;
- б) в подавляющем большинстве случаев операции или их последствия «растянуты» во времени;
- в) с каждой операцией можно увязать некоторый денежный поток;
- г) денежные средства должны с течением времени приносить определенный доход;
- д) элементы денежного потока, относящиеся к разным моментам времени, без определенных преобразований несопоставимы;
- е) преобразования элементов денежного потока осуществляются путем применения операций наращивания и дисконтирования;
- ж) наращивание и дисконтирование могут выполняться по различным схемам и с различными параметрами. Будущую и настоящую стоимости денежного потока (как результат операций наращивания и дисконтирования соответственно) можно оценить по схеме сложных процентов:

$$FV = PV \times (1 + r)^n = PV \times FM_1(r, n),$$

где  $FV$  — наращенная сумма (доход, планируемый к получению в  $n$ -м году);  $PV$  — инвестируемая сумма;  $r$  — ставка наращивания;  $FM_1(r, n)$  — мультиплицирующий множитель для единичного платежа.

$$PV = \frac{FV}{(1 + r)^n} = FV \times FM_2(r, n),$$

где  $FV$  — доход, планируемый к получению в  $n$ -м году;  $PV$  — приведенная стоимость;  $r$  — ставка дисконтирования;  $FM_2(r, n)$  — дисконтирующий множитель для единичного платежа.

*Стоимость капитала* определяется как общая сумма средств, которую нужно уплатить за использование определенного объема финансовых ресурсов, выраженная в процентах к этому объему, и характеризует тот уровень рентабельности инвестированного капитала, который должна обеспечивать фирма, чтобы не уменьшить свою рыночную стоимость. В целях оценки стоимости капитала фирмы выделяют пять основных источников капитала: банковские ссуды и займы; облигационные займы; привилегированные акции; обыкновенные акции; нераспределенная прибыль. Поскольку стоимость отдельных источников капитала различна, стоимость капитала фирмы находят по формуле средней арифметической взвешенной. Показатель, характеризующий относительный уровень общей суммы расходов на поддержание оптимальной структуры капитала фирмы, называется средневзвешенной стоимостью капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC).

$$WACC = \sum_{j=1}^n k_j \times d_j,$$

где  $k$  — стоимость  $j$ -го источника средств;  $d_j$  — удельный вес  $j$ -го источника средств в общей их сумме.

WACC оценивается в процентах, как правило, по годовым данным и отражает сложившийся на предприятии минимум возврата на вложенный в его деятельность капитал, его рентабельность. При анализе инвестиционных проектов WACC может применяться в качестве коэффициента дисконтирования. В этом случае предполагается, что новые и существующие инвестиции имеют одинаковую степень риска и финансируются из различных источников, являющихся типовыми для финансирования инвестиционной деятельности в данной компании.

### **Каковы основные подходы к оценке денежных потоков при анализе инвестиционных проектов?**

Одним из основных элементов оценки инвестиционных проектов является денежный поток, генерируемый в течение ряда временных периодов в результате реализации проекта. При оценке инвестиционных проектов обычно предполагается, что:

- а) элементы возвратного денежного потока однонаправлены;
- б) генерируемые в рамках одного временного периода поступления сконцентрированы в его конце (поток постнумерандо);
- в) временные периоды равны. Оценка денежного потока по инвестиционному проекту может выполняться в рамках решения прямой и обратной задач.

*Прямая задача* предполагает суммарную оценку наращенного денежного потока; *обратная задача* (лежащая в основе анализа инвестиционных проектов) — суммарную оценку дисконтированного (приведенного) денежного потока.

При заданных величинах поступлений ( $C_k$ ), генерируемых в течение  $n$  периодов, и процентной ставки ( $r$ ) для оценки будущей ( $FV_{pst}$ ) и приведенной ( $PV_{pst}$ ) стоимостей потока постнумерандо используются следующие формулы:

$$FV_{pst} = \sum_{k=1}^n C_k (1+r)^{n-k}.$$

$$PV_{pst} = \sum_{k=1}^n \frac{C_k}{(1+r)^k}.$$

В анализе инвестиционных проектов широко используется логика, заложенная в схему аннуитетных платежей. Как правило, под аннуитетом понимается частный случай денежного потока, элементы которого одинаково направлены, расположены через равные временные интервалы и одинаковы по величине. Если число равных временных интервалов ограничено, аннуитет называется срочным. Если денежные поступления продолжают достаточно длительное время (50 и более лет), аннуитет называется бессрочным.

При заданных величинах регулярных поступлений ( $A$ ), генерируемых в течение  $n$  периодов, и процентной ставки ( $r$ ) будущая ( $FV_{pst}^a$ ) и приведенная ( $PV_{pst}^a$ ) стоимости срочного аннуитета постнумерандо оцениваются следующим образом:

$$FV_{pst}^a = A \times ((1 + r)^n - 1) / r = A \times FM3(r, n),$$

$$FV_{pst}^a = A \times FM3(r, n),$$

$$FM3(r, n) = \sum_{k=1}^n (1 + r)^{n-k} = \frac{(1 + r)^n - 1}{r}.$$

где  $FM3(r, n)$  — мультиплицирующий множитель для аннуитета.

$$FV_{pst}^a = A \times (1 - (1 + r)^{-n}) / r = A \times FM4(r, n),$$

$$PV_{pst}^a = A \times FM4(r\%, n),$$

$$FM4(r, n) = \sum_{k=1}^n \frac{1}{(1 + r)^k} = \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r}.$$

где  $FM4(r, n)$  — дисконтирующий множитель для аннуитета.

Приведенная стоимость бессрочного аннуитета постнумерандо ( $PV$ ) оценивается по формуле:

$$PV = \frac{A}{r}.$$

При анализе различных схем накопления денежных средств для последующего их инвестирования применяются потоки пренумерандо, элементы которых сосредоточены в начале временных периодов. Будущая ( $FV_{pre}^a$ ) и приведенная ( $PV_{pre}^a$ ) стоимости потока пренумерандо оцениваются следующим образом:

$$FV_{pre}^a = FV_{pst}^a \times (1 + r);$$

$$PV_{pre} = PV_{pst} \times (1 + r).$$

Будущая и настоящая стоимости срочного аннуитета пренумерандо при заданных величинах регулярного поступления ( $A$ ) и процентной ставке ( $r$ ) оцениваются по формулам:

$$FV_{pre}^a = FV_{pst}^a \times (1 + r) = A \times FM3(r, n) \times (1 + r),$$

$$PV_{pre}^a = PV_{pst}^a \times (1 + r) = A \times FM4(r\%, n) \times (1 + r).$$

### **Какие критерии оценки инвестиционных проектов позволяют учесть временную ценность денежных средств?**

Критерии оценки инвестиционных проектов, учитывающие временную ценность денежных средств, строятся на дисконтированных оценках. Примерами таких критериев являются:

- *чистая приведенная (дисконтированная) стоимость* (Net Present Value, NPV), отражающая прогнозную оценку изменения экономического потенциала коммерческой организации в случае принятия рассматриваемого проекта. При оценке NPV величина исходной инвестиции ( $IC$ ) сопоставляется с общей суммой дисконтированных (по ставке  $r$ ) чистых денежных поступлений ( $P_k$ ), генерируемых ею в течение прогнозируемого срока ( $n$  лет):

$$NPV = \sum_k \frac{P_k}{(1 + r)^k} - IC.$$

Если:  $NPV > 0$ , проект следует принять;  $NPV < 0$ , проект следует отвергнуть;  $NPV = 0$ , проект ни прибыльный, ни убыточный;

- *индекс рентабельности инвестиции* (Profitability Index, PI), характеризующий уровень доходов на единицу затрат, т. е. эффективность вложений:

$$PI = \sum_k \frac{P_k}{(1 + r)^k} : IC.$$

Если:  $PI > 1$ , проект следует принять;  $PI < 1$ , то проект следует отвергнуть;  $PI = 1$ , то проект не является ни прибыльным, ни убыточным; *внутренняя норма прибыли* (Internal Rate of Return, IRR), показывающая ожидаемую доходность проекта и, следовательно, максимально допустимый относительный уровень расходов, которые могут быть ассоциированы с данным проектом (значение ставки дисконтирования, при которой значение NPV проекта равно нулю):

$$IRR = r,$$

при котором  $NPV = f(r) = 0$ .

Проект принимается, если его IRR больше некоторой пороговой величины (текущего значения стоимости капитала, т. е. WACC, если источник средств точно не идентифицирован, либо стоимости целевого источника, если таковой имеется);

- *дисконтированный срок окупаемости инвестиции* (Discounted Payback Period, DPP) — число лет, в течение которых инвестиция будет погашена кумулятивным доходом (в расчет принимаются денежные потоки, дисконтированные по показателю WACC):

$$DPP = \min n, \text{ при котором } \sum_{k=1}^n \frac{P_k}{(1+r)^k} \geq IC.$$

**Какие критерии оценки инвестиционных проектов не учитывают временную ценность денежных средств?**

Критериями оценки инвестиционных проектов, не учитывающими временную ценность денежных средств (основанными на учетных оценках), являются:

- *срок окупаемости инвестиции* (Payback Period, PP) — число лет, в течение которых инвестиция будет погашена кумулятивным доходом. Если доход распределен по годам равномерно, срок окупаемости инвестиции рассчитывается как отношение единовременных затрат к величине годового дохода. Если доход распределен неравномерно, применяется следующая формула:

$$PP = \min n, \text{ при котором } \sum_{k=1}^n P^k \geq IC.$$

*Коэффициент эффективности инвестиции*, называемый также учетной нормой прибыли (Accounting Rate of Return, ARR), рассчитывается делением среднегодовой прибыли (PN) на среднюю величину инвестиции, которая находится делением исходной суммы капитальных вложений на два (если по истечении срока реализации анализируемого проекта все капитальные затраты будут списаны). В том случае, когда допускается наличие остаточной или ликвидационной стоимости (RV), ее оценка должна быть учтена в расчетах:

$$ARR = \frac{PN}{\frac{1}{2} \times (IC + RV)}.$$

Данный показатель чаще всего сравнивается с коэффициентом рентабельности авансированного капитала, рассчитываемого делением общей чистой прибыли предприятия на общую сумму средств, авансированных в его деятельность (итог среднего баланса-нетто). Возможно и установление специального порогового значения, с которым будет сравниваться ARR, или даже их системы, дифференцированной по видам проектов, степени риска, центрам ответственности и др.

### **Каковы особенности основных критериев оценки инвестиционных проектов?**

Показатель *NPV* аддитивен в пространственно-временном аспекте, что выделяет данный критерий из всех остальных, позволяя использовать его в качестве основного при анализе оптимальности инвестиционного портфеля.

Критерий *PI* является относительным, поэтому он очень удобен при выборе одного проекта из ряда альтернативных, имеющих примерно одинаковые значения *NPV*, либо при комплектовании портфеля инвестиций с целью максимизации суммарного значения *NPV*.

Практическое применение метода *IRR* осложнено, если в распоряжении аналитика нет специализированного финансового калькулятора. В этом случае применяется метод последовательных итераций с использованием табулированных значений дисконтирующих множителей.

Показатель срока окупаемости инвестиции очень прост в расчетах. Кроме того, в отличие от критериев *NPV*, *IRR* и *PI* критерий *PP* позволяет получить оценки, хотя и грубые, о ликвидности и рисковости проекта. Вместе с тем он имеет ряд недостатков:

- а) не учитывает влияние доходов последних периодов;
- б) поскольку этот метод основан на недисконтированных оценках, не делает различия между проектами с одинаковой суммой кумулятивных доходов, но различным распределением ее по годам;
- в) не обладает свойством аддитивности.

Алгоритм расчета коэффициента эффективности инвестиций исключительно прост, что и предопределяет широкое использование этого показателя на практике. Однако метод, основанный на расчете этого показателя, имеет ряд существенных недостатков, обусловленных в основном тем, что он не учитывает временной компоненты денежных потоков (не делает различия между проектами с одинаковой суммой среднегодовой прибыли, но варьирующей суммой прибыли по годам, а также между проектами, имеющими одинаковую средне-

годовую прибыль, но генерируемую в течение различного количества лет, и т. п.).

### **Каковы основные подходы к учету риска по инвестиционным проектам?**

Главными характеристиками инвестиционного проекта являются элементы денежного потока и ставка дисконтирования, поэтому учет риска по инвестиционным проектам осуществляется поправкой одного из этих параметров: уменьшением прогнозируемых элементов денежного потока или увеличением ставки дисконтирования. Основными подходы к учету риска по инвестиционным проектам представлены следующими методиками.

#### *1) Имитационная модель учета риска (анализ чувствительности):*

а) по каждому проекту строят три его возможных варианта развития: пессимистический, наиболее вероятный, оптимистический;

б) по каждому из вариантов рассчитывается соответствующий  $NPV$ ;

в) для каждого проекта рассчитывается размах вариации  $NPV$ ;

г) менее рисковым считается тот проект, у которого размах вариации  $NPV$  меньше. Существуют и модификации рассмотренной методики, предусматривающие применение количественных вероятностных оценок.

#### *2) Методика построения безрискового эквивалентного денежного потока:*

а) оцениваются вероятности появления заданной величины денежного поступления для каждого года и каждого проекта;

б) составляются новые проекты на основе потока безрисковых эквивалентов (денежных потоков, откорректированных с помощью понижающих коэффициентов, т. е. вероятности появления рассматриваемого денежного поступления), и для них рассчитываются  $NPV$ ;

в) менее рисковым считается тот проект, откорректированный денежный поток которого имеет наибольший  $NPV$ . Более совершенные методики построения безрисковых эквивалентов базируются на идеях, развитых в рамках теории полезности и теории игр.

#### *3) Методика поправки на риск ставки дисконтирования:*

а) устанавливается исходная стоимость капитала, предназначенного для инвестирования;

б) определяется (например, экспертным путем) премия за риск, ассоциируемый с данным проектом;

в) по каждому рассчитывается  $NPV$  со ставкой дисконтирования, составляющей сумму исходной стоимости капитала и соответствующей премии за риск;

г) менее рисковым считается проект с большим *NPV*. В западных компаниях большей популярностью пользуется именно эта методика, поскольку менеджеры и аналитики предпочитают работать с относительными показателями, и, кроме того, ввести поправку к ставке дисконтирования гораздо легче, чем рассчитывать безрисковые эквиваленты.

### **Как соотносятся экономические и социальные результаты инвестиционных проектов?**

Характеризуя целесообразность какого-либо проекта, чаще всего говорят о двух видах эффективности — экономической и социальной. Понятие социального эффекта (эффективности) в контексте инвестиционной деятельности может рассматриваться в двух аспектах: первый связан с получением социального эффекта при инвестировании в коммерческую деятельность (в проект, прямо или косвенно способствующий наращиванию совокупного экономического результата, обычно прибыли); второй — в некоммерческую деятельность (в проект, не предполагающий генерирования прибыли). В первом случае доминирует критерий экономической эффективности, а социальный эффект рассматривается как дополнительный результат от внедрения и реализации проекта. Во втором случае социальный эффект (эффективность) выступает в роли первоочередного критерия, а показатели экономического эффекта (эффективности) принимаются во внимание лишь как критерии, характеризующие рациональность действий, выполняемых в ходе реализации проекта. По мере усиления требований к гуманизации труда социальные аспекты инвестиционной деятельности все более активно принимаются во внимание независимо от того, о какой сфере экономики идет речь.

## Глава 11

# Методы финансирования инвестиционных проектов

### Каковы основные виды и формы проектного финансирования?

В общем виде под проектным финансированием понимается строго целевой характер использования выделяемых средств на нужды выполнения конкретного инвестиционного проекта. Проектное финансирование используется в основном для финансирования инвестиционных проектов, связанных с капиталовложениями в реальные активы. Проектное финансирование может быть внутренним и внешним. *Внутреннее проектное финансирование* обеспечивается из средств предприятия, планирующего осуществить инвестиционный проект. В более широком смысле внутреннее проектное финансирование может предполагать и строго целевое, на нужды проекта, использование принадлежащих предприятию активов, а также имущественные взносы в уставные капиталы стопроцентно дочерних фирм, создаваемых для выполнения определенного инвестиционного проекта. Во *внешнем проектном финансировании* различают заемное и долевое, а также смешанные формы финансирования. Особой разновидностью внешнего проектного финансирования может быть и бюджетное финансирование в виде проектных субсидий, государственных гарантий и целевых инвестиционных налоговых льгот.

Главными *формами заемного проектного финансирования* выступают инвестиционный банковский кредит, включая специализированную инвестиционную кредитную линию; целевые облигационные займы; лизинг оборудования, приобретение которого предусмотрено в бизнес-плане проекта; приобретение необходимых для проекта активов с оплатой их в рассрочку (коммерческий проектный кредит). *Главными формами долевого проектного финансирования* являются дополнительная эмиссия акций существующего в виде акционерного общества предприятия, объявляемая в целях финансирования конкретного инвестиционного проекта; учреждение специально для реализации инвестиционного проекта вновь создаваемого предприятия с привлечением в него соучредителей, которые делают денежный либо имущественный вклад в уставный капитал этого предприятия. *К смешанным формам проектного финансирования* в первую очередь относятся инновационные кредиты; целевая дополнительная эмиссия конвертируемых акций; выпуск целевых конвертируемых облигаций.

### **Каковы особенности инвестиционного банковского кредита?**

Инвестиционный банковский кредит как форма проектного финансирования характеризуется следующими особенностями.

- Данный кредит является долгосрочным (его срок сопоставим со сроком окупаемости финансируемого инвестиционного проекта).
- Решающей предпосылкой получения инвестиционного кредита является положительное заключение кредитора по поводу бизнес-плана инвестиционного проекта, поэтому бизнес-план должен быть детально проработан, что требует от инициатора проекта (заемщика) весьма существенных затрат (до 5–6 % запрашиваемой суммы), называемых «посевным капиталом» (Seed Capital).
- Инвестиционный кредит требует адекватного имущественного обеспечения в виде залога имущества, гарантий и поручительств третьих лиц; при этом рыночная стоимость имущественного залога, оцениваемая за счет заемщика лицензированными оценщиками, должна превышать сумму кредита.
- Обязательным условием получения инвестиционного кредита является уверенность кредитора в благополучии финансового состояния заемщика, который, следовательно, должен предоставить кредитору исчерпывающую стандартную информацию о своем финансовом состоянии и при необходимости любые дополнительные сведения на этот счет, в том числе позволяющие кредитору провести собственный анализ финансового состояния заемщика.
- В кредитном соглашении по инвестиционному кредиту обычно предусматривается специальный механизм контроля кредитора за целевым расходованием денег, выделяемых на конкретный инвестиционный проект (например, открытие в банке-кредиторе особого счета, куда помещаются выделяемые под проект средства и с которого снять их можно только на оплату предусмотренных в бизнес-плане проекта затрат).
- Льготный период по такому кредиту является сравнительно длительным, что облегчает обслуживание кредита, но увеличивает его стоимость, так как регулярные процентные платежи постоянно исчисляются с одной и той же еще непогашенной суммы долга.

### **Чем инвестиционная кредитная линия отличается от инвестиционного кредита?**

Инвестиционная кредитная линия отличается от инвестиционного кредита тем, что заемщик получает право в пределах объема кредитной линии и определенного длительного периода времени по мере возникновения потребности в финансировании отдельных капитальных

затрат по проекту брать отдельные кредиты (транши) (как правило, по плавающим процентным ставкам) на суммы текущей потребности в упомянутых капитальных затратах. Для заемщика это означает экономию на процентном обслуживании кредитных сумм, превышающих текущие потребности финансирования проекта, для кредитора — облегчает рефинансирование и уменьшает кредитный риск. Инвестиционные кредитные линии могут выделяться на разных условиях:

а) срок возврата и процентного обслуживания всех траншей, берущихся в различные моменты времени, относится на единый момент, например на дату завершения действия кредитной линии;

б) сроки возврата и процентного обслуживания каждого отдельного транша меньше, чем срок действия соглашения о кредитной линии (при этом кредитная линия, по сути, оказывается последовательностью кратко- и среднесрочных целевых кредитов).

### **Как устанавливается кредитная ставка по инвестиционному кредиту (инвестиционной кредитной линии)?**

Кредитная ставка по инвестиционным кредитам либо ее база при расчете кредитной ставки по каждому очередному траншу в рамках инвестиционной кредитной линии обычно устанавливаются с учетом кредитного риска, который (в случае надлежащей проверки исходного финансового состояния заемщика и обеспечения целевого характера использования выделяемых средств) практически совпадает с мерой риска финансируемого кредитом инвестиционного проекта. Поэтому указанная ставка может рассчитываться теми же способами, какие используются для определения включающей в себя премию за риск (минимально приемлемой) нормы прибыли (ставки дисконтирования) по рассматриваемому проекту, которая допустима для инвесторов (не кредиторов) этого проекта.

### **Каковы особенности проектного финансирования в форме целевых облигационных займов?**

Целевой облигационный заем представляет собой выпуск предприятием-инициатором инвестиционного проекта особых долгосрочных облигаций, средства от размещения которых на рынке предназначены исключительно для финансирования данного проекта. По сравнению с инвестиционным банковским кредитом целевой облигационный заем обладает для заемщика следующими преимуществами:

а) каждому кредитору (держателю облигации) по отдельности не нужно предоставлять специальное имущественное обеспечение, так как это нетипично для условий выпуска долгосрочных облигаций;

б) значительному числу владельцев облигаций при возникновении необходимости отстаивать свои интересы будет трудно координировать свои действия;

в) в отличие от дорогостоящей версии бизнес-плана инвестиционного проекта, которую следовало бы предоставлять консолидированному кредитору проекта, в проспект эмиссии целевых облигаций включается лишь достаточно общее описание проекта;

г) каждому потенциальному покупателю выпускаемых облигаций не нужно по отдельности показывать внутреннюю финансовую информацию сверх той, что содержится в проспекте эмиссии облигаций, и перед каждым из них не потребуется отчитываться за ход проекта;

д) в случае осложнений с инвестиционным проектом предприятию-эмитенту (либо через аффилированных с ним третьих лиц) можно попытаться выкупить собственные ранее размещенные облигации на вторичном рынке за гораздо меньшие суммы по сравнению с теми, которые были выручены от первичного размещения этих облигаций.

Однако предприятие-эмитент таких целевых облигаций должно пользоваться доверием в отношении:

а) положительных перспектив его общего финансового состояния;

б) его способности составить обоснованный и рациональный внутренний бизнес-план инвестиционного проекта;

в) того, что оно будет расходовать полученные целевые заемные средства по назначению.

### **Особенности таких форм проектного финансирования, как лизинг оборудования и коммерческий проектный кредит**

*Лизинг оборудования* предполагает, что оно сначала берется в аренду, а затем (возможно) выкупается по цене, равной его стоимости (оценочной или заранее оговоренной) на момент прекращения арендных отношений. Лизинг оборудования зачастую является более эффективной формой финансирования по сравнению с приобретением оборудования за счет собственных или заемных средств. *Коммерческий проектный кредит* подразумевает приобретение в кредит инвестиционных товаров (оборудования, недвижимости, нематериальных активов и пр.) и может оказаться весьма эффективной формой проектного финансирования, позволяя сократить транзакционные издержки и сэкономить время: вместо того чтобы для приобретения необходимых инвестиционных товаров сначала брать банковский инвестиционный кредит, можно получать услуги этих же инвестиционных товаров в кредит на аналогичных условиях и в соответствующем стоимостном эквиваленте.

### **Каковы основные формы долевого проектного финансирования?**

Как отмечалось выше, долевое проектное финансирование осуществляется в двух основных формах.

- *Дополнительная эмиссия акций*, которая, однако, редко осуществляется в целях проектного финансирования или редко оказывается успешной (в смысле привлечения достаточного объема средств), поскольку:

а) для приобретателей акций в этом случае не существует гарантии, что их деньги не будут использованы на иные цели (если только соучредителям не предоставляется по закрытой подписке крупный пакет акций, дающий возможность провести своих представителей в органы управления акционерного общества);

б) необходимы веские доказательства финансовой устойчивости предприятия-эмитента и высокая степень его информационной прозрачности;

в) предприятие-эмитент должно пользоваться достаточным общественным доверием;

г) предприятие-эмитент не должно быть слишком многопрофильным, а профиль объявляемого инвестиционного проекта, как правило, должен соответствовать специализации эмитента.

- *Учреждение «проектного предприятия»* (вновь создаваемого предприятия специально для реализации инвестиционного проекта) с привлечением сторонних учредителей. Данная форма проектного финансирования гораздо более популярна. Учредительский договор в этом случае может предусматривать одновременную или постепенную оплату взносов в уставный капитал, а также его поэтапное пополнение путем осуществления заранее запланированных дополнительных эмиссий акций, осуществляемых в порядке закрытой (лимитируемой) подписки на вновь выпускаемые акции. Как правило, инициатор (главный учредитель) такого предприятия обладает некоторыми уникальными для данного проекта активами, но не располагает достаточными для его реализации денежными средствами. Поэтому от приглашаемых сторонних соучредителей чаще всего требуется денежный вклад.

### **В каких случаях создание «проектных предприятий» выступает характерной формой проектного финансирования?**

Создание «проектных предприятий» выступает характерной формой проектного финансирования в следующих случаях.

*Инвестиционный проект инициируется частными предпринимателями, привлекающими партнерский капитал.* В качестве соучредителей

обычно приглашаются аффилированные с главными учредителями (инициаторами проекта) и контролируемые ими фирмы, поскольку главные учредители зачастую являются носителями секретного ноу-хау. Весьма часто ради привлечения со стороны именно денежных средств главным учредителям приходится соглашаться на недооценку их имущественного вклада. Однако чем больше доля главных учредителей, тем легче привлекать в уставный капитал значительные средства со стороны. В то же время стремление сохранить контроль над учреждаемым предприятием существенно ограничивает возможности привлечения долевого проектного финансирования. Организационно-правовой формой проектных предприятий в этом случае («start-ups») обычно выступает общество с ограниченной ответственностью, что позволяет внести в устав практически любые условия, охраняющие права инициаторов проекта; требует минимума процедур и издержек при учреждении и ликвидации предприятия; значительно снижает степень регулирования и контроля государства и общественности.

*Инвестиционный проект инициируется крупными многопрофильными (диверсифицированными) фирмами.* Целевое доленое финансирование привлекается данными фирмами во вновь учреждаемые «под проект» дочерние предприятия («spin-offs»). Такие предприятия создаются для финансирования инвестиционных (инновационных) проектов:

а) по расширению производства и сбыта прибыльной продукции, выпускаемой какими-либо из специализированных дивизионов материнской фирмы, которые выделяются в самостоятельные дочерние акционерные общества (закрытые) с привлечением сторонних соучредителей (то же касается реконструкции, переоснащения и модернизации производств в этих дивизионах);

б) по переспециализации упомянутых дивизионов;

в) по освоению принципиально новой для материнской фирмы продукции посредством передачи необходимого имущества из ее разных подразделений вновь создаваемому дочернему предприятию (такое предприятие иногда называют «внешним венчуром»).

*Инвестиционный проект инициируется финансово-кризисным предприятием.* Речь идет об антикризисных инвестиционных проектах с короткими сроками окупаемости. Выделение своих дивизионов под инвестиционные проекты либо учреждение «внешних венчуров» в этом случае затруднительно, так как может вызвать противодействие со стороны кредиторов, опасаящихся сокращения конкурсной массы. Поэтому выделение и учреждение дочерних фирм «под проект» необходимо согласовать с крупными кредиторами, предложив им, чтобы соответствующим дочерним фирмам передавались не только активы материнского предприятия, но и часть приходящейся на данных кредиторов кредиторской задолженности.

### **Каковы основные смешанные формы проектного финансирования?**

*Инновационный кредит* представляет собой особую разновидность проектного кредита, предоставляемого предприятию, которое создается вновь (или выделяется) под определенный инновационный проект освоения новой продукции либо нового технологического процесса. Отличительным признаком инновационных кредитов является то, что кредитор по условиям кредитного соглашения оставляет за собой право в любой момент конвертировать непогашенную по кредиту сумму основного долга в долевое участие в предприятии-заемщике. При этом величина пакета причитающихся кредитору акций оценивается по его рыночной (справедливой) стоимости, которая должна равняться сумме долга, непогашенной на момент конвертации. Основной мотив кредитора, предоставляющего инновационный кредит, часто связан с его планами получить курсовой доход по акциям заемщика (особенно если они будут размещены на фондовом рынке) или перехватить контроль над успешно развивающимся молодым инновационным предприятием.

*Дополнительная целевая эмиссия конвертируемых акций* предполагает размещение акций, которые могут обмениваться на облигации заемщика, выпускающего акции для мобилизации средств под определенный проект. Считается, что описываемая форма смешанного проектного финансирования способна улучшить шансы успешного размещения дополнительной целевой эмиссии акций, если на момент их выпуска по поводу перспектив крупного и во многом решающего для предприятия проекта еще присутствует значительная неопределенность. Для потенциальных покупателей этих акций это позволяет снизить их инвестиционный риск.

*Выпуск целевых конвертируемых облигаций* по своим условиям схож с дополнительной целевой эмиссией акций, но имеет смысл, когда конвертируемые облигации, вероятно, будут покупать лучше, чем обычные целевые облигации, поскольку это в результате успешного осуществления проекта даст шанс либо получить в собственность (для последующей перепродажи) растущие в цене акции, либо в итоге сконцентрировать в своих руках настолько значимый пакет акций, что это предоставит возможность участвовать в управлении ставшим высокоэффективным предприятием.

### **В чем состоит суть венчурного финансирования инвестиционных проектов?**

Венчурное финансирование означает привлечение средств в уставный капитал предприятий, создаваемых для осуществления конкретных

инвестиционных проектов, от тех инвесторов, которые изначально рассчитывают на продажу своей доли в предприятии после того, как ее стоимость в результате выполнения бизнес-плана эффективного проекта успеет существенно повыситься по сравнению с уплаченной за нее ранее ценой. Сам проект при этом будет продолжаться, и основные прибыли по нему будут получать те, кто приобретет у венчурного инвестора его долю.

Венчурное финансирование инвестиционного проекта означает получение реальных средств, пополняющих или формирующих уставный капитал, из которого оплачиваются необходимые по проекту капитальные затраты. Важно также, что эти средства идут на начало и (или) осуществление первых стадий *инновационных проектов*, отличающихся повышенным риском, но обещающих существенное возрастание стоимости специализированного на одном из таких проектов предприятия и доли в нем.

Венчурное финансирование и венчурных инвесторов в этом смысле надо отличать от финансирования (путем покупки дополнительной эмиссии акций) поддержания и развития производственно-торговых мощностей ранее существовавших предприятий, доли в которых тоже могут приобретаться для того, чтобы быть перепроданными позднее за цену, возрастающую в результате подобного финансирования (и проведения мероприятий по увеличению выпуска и продаж выгодной продукции), которое также может оказаться проектным, но направленным не на вновь начинаемые рискованные инновационные проекты.

### **Какие инновационные проекты являются наиболее привлекательными для венчурных инвесторов?**

Наиболее привлекательными для венчурных инвесторов инновационными проектами, как правило, являются проекты по разработке и освоению:

а) производства радикально новых видов продукции (товаров, услуг), способных удовлетворять проявившиеся, но не удовлетворяемые потребности платежеспособных покупателей;

б) выпуска новых продуктов, которые ориентированы на удовлетворение среди широкого круга потенциальных покупателей новых приоритетных потребностей;

в) новых технологических процессов, при использовании которых без серьезного повышения издержек можно изготавливать гораздо более высококачественную продукцию;

г) новых технологических процессов, обеспечивающих серьезное снижение издержек при выпуске (без потери качества) продукции (товаров, услуг), предназначенной для рынков с большой и растущей

емкостью спроса. В первых трех случаях инновационные проекты нацелены на увеличение в будущем прибыли в результате роста продаж, в последнем случае — на возрастание прибыли за счет снижения себестоимости продукции.

Если инновационные проекты предполагают создание и освоение новых продуктов, первые коммерческие успехи которых способны существенно повысить рыночную стоимость фирмы-инноватора, то это, как правило, связано с обеспечением такой фирме инновационной монополии, которая может опираться на патентную защиту всех патентоспособных изобретений, заложенных в новый продукт и (или) технологию его изготовления, или основываться на сохранении в секрете ноу-хау, необходимого для производства рассматриваемого изделия (услуги). Инновационная монополия способна обеспечить условия либо для получения сверхприбылей вследствие устанавливаемых на востребованное новшество высоких цен, либо для закрепления клиентуры в целях сохранения существующей доли на рынке.

### **Какова традиционная схема венчурного финансирования?**

Традиционная и главная схема венчурного финансирования опирается на использование инструментов и механизмов фондового рынка. Согласно данной схеме в компанию, вновь учреждаемую в форме закрытого акционерного общества для реализации запланированного инновационного проекта, в качестве соучредителя приглашается венчурный инвестор. Ему за взнос в уставный капитал этой компании предлагается приобрести в ней обычно значительную долю (примерно 40–50 % уставного капитала). Это делается либо на этапе учреждения компании (венчурный инвестор изначально выступает соучредителем компании), либо несколько позднее (для венчурного инвестора по закрытой подписке выпускаются дополнительные акции). Денежный (реже имущественный) взнос, внесенный венчурным инвестором в уставный капитал, и представляет собой венчурное финансирование проекта.

Дальнейшая последовательность действий венчурного инвестора такова:

- 1) способствовать организации и становлению намеченного в проекте бизнеса, активно участвуя в управлении проектом (предприятием, созданным для его реализации);
- 2) отслеживать оценочную рыночную стоимость бизнеса и ведущей его компании (пока еще не подтверждаемую фондовым рынком, так как достаточно длительное время компания будет оставаться закрытой), стремясь обеспечить как можно более значительный и быстрый рост указанной стоимости;

- 3) настаивать на том, чтобы компания стала открытой (для этого нужно будет осуществить первичное размещение акций компании на фондовом рынке), предварительно убедившись в том, что оценочная рыночная стоимость бизнеса и компании серьезно возросла по сравнению с величиной уставного капитала на момент вхождения венчурного инвестора в компанию;
- 4) анализировать возможность продажи своей доли в компании, убедившись в том, что после появления акций компании на фондовом рынке они станут достаточно ликвидными и позволят венчурному инвестору с наименьшими транзакционными издержками продать свою долю.

Изначальное намерение через достаточно строго планируемое время с выгодой дивестировать вложенные средства путем продажи своей доли в проектной компании (последний этап схемы венчурного финансирования) служит одним из важнейших отличительных признаков венчурного инвестора.

### **В каких случаях венчурное финансирование не предполагает первичное размещение акций проектной компании?**

Схема венчурного финансирования не предполагает первичное размещение акций проектной компании в следующих случаях.

- Имущественный комплекс рассматриваемого бизнеса неделим по своей физической природе (например, когда продукция выпускается на одном обрабатывающем центре). В этом случае первичное размещение акций может привести к непреодолимым сложностям, связанным с дроблением бизнеса. Поэтому молодая проектная компания остается закрытой, а венчурный инвестор перепродает свой пакет акций другому стратегическому инвестору, которым может оказаться фирма из той же отрасли, что и проектная компания, опасаящаяся потенциально опасного конкурента.
- Размещение акций инновационного предприятия не потребует и тогда, когда у венчурного инвестора его пакет акций готовы перекупить менеджеры компании. Для частичного финансирования этой покупки они могут прибегнуть к кредиту, закладывая под кредит весь приобретаемый пакет акций (кредитующий их банк будет, возможно, удовлетворен, если менеджерам не удастся расплатиться за кредит и банк войдет в права собственности на растущие по своей стоимости акции). Венчурному инвестору можно предоставить возможность дивестировать свои средства также посредством выкупа принадлежащего ему пакета акций самой компанией, в которой он ранее приобрел долевое участие. Этот вариант предполагает

как бы «погашение» акций венчурного инвестора с соответствующим уменьшением уставного капитала проектной компании.

### **Альтернативная схема венчурного финансирования**

Альтернативная схема венчурного финансирования действует применительно к тем странам, где фондовый рынок невелик по своей емкости. От традиционной схемы венчурного финансирования она отличается тем, что выход венчурного инвестора из осуществляющей инновационный проект молодой компании (дивести́рование) реализуется не посредством продажи принадлежащих ему акций, а с помощью продажи предварительно обособленной части успешного развитого бизнеса компании, куда венчурный инвестор изначально вкладывал средства. *На первом этапе* подготовки и осуществления выхода венчурного инвестора из капитала проектной компании из нее выделяют принадлежащую ей на 100 % дочернюю компанию, куда передается часть расширившегося бизнеса проектной компании. Вкладом в уставный капитал дочерней фирмы выступает обособленная часть имущественного комплекса материнской компании-учредителя, также составляющая завершенный и действующий имущественный комплекс, т. е. совокупность активов, позволяющую выпускать и продавать на определенном рынке продукцию, осваивавшуюся в инновационном проекте успешно развившейся молодой компании. *На втором этапе* находится покупатель всего действующего имущественного комплекса (бизнеса) выделенной и поработавшей некоторое время дочерней фирмы. Такого покупателя будет привлекать то, что это самостоятельный растущий бизнес, целиком выставляемый на продажу. *На третьем этапе* выручка от продажи имущественного комплекса выделенной дочерней фирмы используется для выкупа у венчурного инвестора его доли в уставном капитале проектной компании. Одновременно с этим лишившаяся имущества дочерняя фирма как юридическое лицо ликвидируется. Выкупная стоимость доли венчурного инвестора устанавливается на уровне рыночной стоимости проданной описанным образом части бизнеса.

### **Как оценивается эффективность венчурного финансирования?**

Эффективность венчурного финансирования может оцениваться как с точки зрения привлекающего финансирование инициатора проекта, так и с точки зрения венчурного инвестора.

Критерием принятия положительного решения о привлечении венчурного финансирования проекта является минимизация средневзвешенной стоимости капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC), привлекаемого инициатором проекта для его реализации. Стоимость

привлекаемого капитала тем ниже, чем ниже уровень доходности, требуемый венчурным инвестором на вкладываемый рискованный капитал, и чем выше ставка налога на прибыль. Также считается, что минимальную средневзвешенную стоимость капитала можно обеспечить, оптимизируя его структуру (соотношение собственного и заемного капитала при заданных уровнях нормы прибыли соответствующих инвестиций). Указанный оптимум позволяет максимально экономить на стоимости привлекаемого капитала тогда, когда при достаточно высокой ставке налога на прибыль привлекается как можно больше кредитных средств. Если же ставка налога на прибыль является небольшой, то минимизировать средневзвешенную стоимость капитала можно, напротив, увеличивая долю в предприятии собственного капитала.

С точки зрения венчурного инвестора, эффективность венчурного финансирования понимается как эффективность финансового инвестиционного проекта, суть которого сводится к тому, что:

а) величина капиталовложения соответствует приобретаемой венчурным инвестором доли в уставном капитале создаваемого под инновационный проект предприятия;

б) отдачей от сделанного капиталовложения будет в первую очередь вероятный доход от перепродажи по значительно более высокой цене ранее приобретенной доли после того, как бизнес по инновационному проекту молодого предприятия будет освоен и начнет динамично развиваться.

Критериями принятия положительного решения об инвестировании такого проекта могут выступать стандартные показатели чистой текущей стоимости (net present value, NPV) и внутренней рентабельности (internal rate of return, IRR) этого проекта.

Вышеназванные критерии применяются для оценки эффективности венчурного финансирования, осуществляемого как по традиционной, так и по альтернативной схемам. Однако во втором случае в них должны быть внесены некоторые корректировки:

а) при оценке средневзвешенной стоимости капитала проектной компании стоимость собственного капитала должна быть увеличена с учетом дополнительных затрат на подготовку и осуществление для венчурного инвестора специфического способа дивестиования;

б) при оценке чистой текущей стоимости проекта доход инвестора определяется исходя прогнозной оценки рыночной стоимости имущественного комплекса, планируемого к передаче выделяемой дочерней фирме, а не рыночной стоимости компании.

### **Каковы перспективы развития венчурного финансирования в России?**

Перспективы развития венчурного финансирования в России связаны прежде всего с потребностью (подкрепленной достаточной

платежеспособностью) в высокотехнологичных товарах и услугах, которая не может быть полностью удовлетворена за счет импорта. Если освоить выпуск соответствующих (замещающих импорт) более дешевых, но достаточно качественных продуктов местного производства, то быстрый коммерческий успех подобных инновационных проектов очень вероятен. Кроме того, венчурное инвестирование может оказаться привлекательным для многих инвесторов (особенно иностранных), которые опасаются надолго вкладывать капитал в российские компании из-за все еще высоких страновых рисков и неопределенности в развитии социально-экономической ситуации в стране на длительную перспективу.

Следует отметить, что в настоящее время типичным объектом для венчурных инвестиций в России являются не только вновь учреждаемые частные молодые компании, но и молодые компании, выделяемые из больших зачастую финансово-кризисных предприятий в рамках реструктуризации последних для привлечения внешнего капитала под конкретные перспективные проекты. При этом в указанные молодые компании передается (чаще всего без передачи по разделительному балансу обязательств предприятия-учредителя) наиболее ценное имущество, нужное для конкретного инновационного проекта. На Западе этот процесс (получивший там название *downsizing*) происходил в основном в 1980-х гг. В нашей стране он только начинается.

### **Каковы преимущества финансирования посредством облигационных займов?**

Увеличение доли финансирования посредством облигационных займов по сравнению с долей банковского кредитования оказывает положительное воздействие на эффективность и стабильность функционирования финансовой системы в целом, в чем заинтересованы заемщики и кредиторы одновременно. Среди позитивных последствий развития облигационного рынка можно выделить увеличение доли долгосрочного финансирования; повышение информационной прозрачности рынка инвестиционных капиталов как следствие обязательного раскрытия эмитентом существенной информации о своей деятельности и о выпускаемых ценных бумагах; рост объективности оценки кредитного риска по сравнению с банком, в котором принятие решения о выделении кредита может носить субъективный характер.

С точки зрения заемщика, облигация обладает рядом преимуществ относительно других инструментов заимствования: возможность доступа к денежным ресурсам инвестора напрямую; невысокая вероятность вмешательства кредитора во внутренние дела заемщика ввиду большого количества держателей облигаций; больше возможностей для

финансирования на долгосрочной основе; возможность оперативного управления структурой и объемом задолженности, их оптимизации в соответствии с изменяющимися условиями хозяйствования; возможности для последующих выпусков облигаций при наличии ликвидного вторичного рынка. Широкий спектр облигаций, возможность предложения новых условий и их комбинаций позволяют эмитенту выпускать долговые инструменты, максимально удовлетворяющие рыночному спросу на момент выпуска, и управлять рядом рисков, сопутствующих выпуску и обращению займа. Следует особо отметить, что в отличие от традиционного банковского кредита погашение основного долга по облигационному займу происходит обычно в день окончания срока обращения займа, что делает возможным полное обслуживание долга за счет прибыли от реализации инвестиционного проекта.

Учитывая большое разнообразие обращающихся на рынке облигаций, а главное, их *высокую ликвидность*, основными преимуществами облигационного заимствования, с точки зрения кредитора, являются возможности формирования эффективных портфелей с различной протяженностью и соотношением «риск—доход», а также оперативного управления инвестиционными портфелями через операции на вторичном рынке в соответствии с требованиями инвестора и меняющейся конъюнктурой рынка.

### **Каковы особенности процедуры эмиссии корпоративных облигаций?**

В большинстве стран процедура эмиссии корпоративных облигаций регулируется нормативными актами, описывающими действия эмитента, которые необходимы для успешного размещения облигаций: в России — Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» и постановлениями государственного регулирующего органа (в настоящее время — Федеральной службы по финансовым рынкам).

Сложность и рисковость процедуры эмиссии облигаций вынуждают заемщика прибегать к услугам профессиональных участников рынка ценных бумаг — инвестиционных компаний, которые, в зависимости от формы размещения ценных бумаг, выполняют функции компании-андеррайтера или инвестиционного консультанта. Затраты на оплату их услуг существенно увеличивают стоимость заимствования.

В решении о выпуске облигаций должны быть указаны основные параметры облигационного займа, которые остаются неизменными весь срок заимствования. Наиболее важными среди них являются страна и валюта заимствования; объем займа по номиналу; номинал облигации; дата и цена погашения облигационного займа; форма выпуска облигации; форма и периодичность выплаты дохода по облигации; размер или методика вычисления размеров купонных выплат; дополнительные

условия обращения облигаций. При разработке параметров займа эмитент, как правило, привлекает профессиональных участников рынка ценных бумаг, специализирующихся на предоставлении подобного рода услуг. Установление параметров займа имеет высокое значение, поскольку их адекватность рыночным условиям, как на момент выпуска, так и в будущем, определяет успешность финансирования.

### **Какие факторы влияют на основные условия облигационного соглашения?**

При выборе *страны и валюты заимствования* следует учитывать, что при выпуске облигаций, номинал которых установлен в валюте, отличной от валюты финансирования инвестиционного проекта и валюты получения доходов, эмитент принимает на себя дополнительный по отношению к обычным рискам выпуска и обращения облигационного займа риск — валютный. Внутренние облигации выпускаются эмитентом в стране, резидентом которой он является, и номинированы, как правило, в валюте этой страны. Если эмитент считает, что размещение облигаций на зарубежных рынках предоставляет ему ряд преимуществ, он может осуществить выпуск внешних облигаций, которые подразделяются на иностранные облигации (размещаются за рубежом, как правило, в валюте страны размещения) и еврооблигации (размещаются за пределами страны заемщика и страны, в валюте которой указан их номинал).

*Объем заимствования* определяется потребностями эмитента в рамках финансируемого проекта и возможностями рынка удовлетворить данные потребности по цене, устраивающей инвестора. Этот параметр определяется в результате маркетинговых исследований рынка и анализа прошлых размещений аналогичных облигаций эмитентом или компанией-аналогом. Следует отметить, что, согласно Федеральному закону РФ «Об акционерных обществах», номинальная стоимость всех выпущенных обществом облигаций не должна превышать размер уставного капитала общества либо величину обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами для цели выпуска облигаций.

*Номинал облигации* устанавливается с учетом необходимости повышения ликвидности (чем меньше номинал, тем выше ликвидность), а также снижения затрат на обслуживание выпуска и обращения ценных бумаг. Уменьшение номинала облигации ведет к повышению затрат, связанных с изготовлением сертификатов (в случае документарной формы выпуска) и оплатой услуг реестродержателей (регистраторов) и платежных агентов. Схожие соображения лежат в основе решения о *форме выпуска* (документарные, бездокументарные, именные, предъявительские) облигаций.

*Срок заимствования* определяется особенностью финансируемого проекта, возможностью на момент размещения привлечения достаточного объема ресурсов по приемлемой для эмитента цене, прогнозом развития ситуации на финансовом рынке в течение планируемого периода финансирования.

Выбор *формы выплаты дохода* (дисконтная облигация, облигация с фиксированным или плавающим купоном) во многом зависит от особенностей финансируемого проекта, а также от существующей и прогнозируемой конъюнктуры финансового рынка.

*Частота и размер купонных выплат* в значительной мере определяют как размеры расходов на обслуживание долга, которые заемщик всегда стремится минимизировать, так и уровень доходов инвесторов, которые заинтересованы в максимизации последних. Важнейшим фактором, учитываемым при установлении баланса их интересов, является степень кредитоспособности эмитента, определяющая величину кредитного риска инвестора. На величину купона влияет также отношение потенциальных владельцев к дополнительным условиям, включенным в решение о выпуске облигаций, и частота купонных выплат.

### **Каковы цели внесения дополнительных условий в облигационное соглашение?**

Дополнительные условия, содержащиеся в решении о выпуске облигаций, предоставляют дополнительные права и (или) накладывают обязанности на владельцев и (или) эмитентов. Так, одним из таких условий может выступать дополнительное обеспечение обязательств эмитента. Речь идет об обеспеченных облигациях, исполнение обязательств по которым обеспечивается залогом эмитента либо специальными денежными фондами, которые обязуется сформировать на время обращения облигаций эмитент, либо гарантиями третьих лиц. Часто в облигационное соглашение включаются дополнительные условия, описывающие права держателя (эмитента) облигаций совершать определенные действия, затрагивающие интересы эмитента (держателя) облигаций. Наиболее распространенными среди таких облигаций являются облигации с правом досрочного отзыва по инициативе эмитента; облигации с правом досрочного отзыва по инициативе владельца; конвертируемые облигации, владелец которых получает право обменять их на определенное количество других ценных бумаг.

В облигационное соглашение, как правило, включается не одно дополнительное условие, а их внутренне непротиворечивая комбинация. При внесении дополнительных условий эмитент стремится к минимизации затрат на обслуживание задолженности по займу, снижению рисков, сопутствующих вторичному обращению облигаций, компенсации

других параметров выпуска, которые, с точки зрения потенциального покупателя, снижают инвестиционные качества облигации, и другое, в частности:

- предлагая дополнительное обеспечение, эмитент снижает кредитный риск владельцев облигаций, создавая предпосылки для выпуска займа с более низкой доходностью. Дополнительное обеспечение является затратным для эмитента, поскольку возникает необходимость выплат определенных сумм участвующим в нем лицам (гаранту, залогодержателю, оценщику и др.). Поэтому при принятии подобных решений необходимо финансовое обоснование, которое должно предусматривать сравнение дисконтированных денежных сумм экономии для эмитента от снижения доходности выпущенных облигаций и затрат на достижение данного результата;
- оговорка об отзыве по инициативе эмитента включается им для управления риском неблагоприятного изменения уровня процентных ставок за время обращения выпуска. С точки зрения инвестора, такое условие увеличивает риск вложений. Поэтому со стороны эмитента в этом случае необходимы дополнительные предложения (условия), компенсирующие данное отрицательное качество инструмента (например, может предусматриваться погашение по цене выше номинала в случае досрочного отзыва и т. п.);
- если право инициативы досрочного погашения принадлежит владельцу, оно реализуется им, как правило, при росте уровня доходности финансовых инструментов. Такое условие включается заемщиком для снижения уровня доходности при выпуске или компенсации других, негативных с точки зрения потенциального инвестора, дополнительных условий в облигационном соглашении;
- для эмитента выпуск конвертируемых облигаций не только позволяет уменьшить расходы по обслуживанию займа за счет снижения его доходности при выпуске, но и облегчает принятие решения о дополнительной эмиссии акций. Для инвестора конвертируемая облигация предоставляет возможность получения более высоких, по сравнению с рынком облигаций, доходов, характерных для спекулятивного рынка акций, с одновременным ограничением высоких рыночных рисков, характерных для рынка акций, за счет облигационной составляющей данного инструмента. Эта особенность позволяет заемщику уменьшить цену заимствования.

### **В каких случаях облигационные займы целесообразно использовать для финансирования инвестиционных проектов?**

Затратность процедуры эмиссии облигаций ограничивает круг инвестиционных проектов, которые целесообразно финансировать через

облигационные займы. Преимущества облигаций проявляются только в случае больших объемов заимствования, которые могут себе позволить лишь крупные эмитенты. Для выпусков небольших объемов расходы на обслуживание единицы привлеченных средств значительно возрастают. Кроме того, такие выпуски, как правило, являются не достаточно ликвидными и тем самым теряют основное преимущество заимствования в форме облигаций. Следует также отметить, что высокая стоимость процедуры эмиссии, как правило, удлиняет сроки заимствования.

При выборе вариантов финансирования проекта посредством выпуска облигаций лучшим для эмитента является вариант с минимальными затратами на выпуск и обслуживание обращения. Для количественного сравнения стоимости различных вариантов финансирования используется метод дисконтирования всех будущих потоков платежей заемщика, связанных с выпуском и обращением облигаций с целью приведения их суммарной стоимости к моменту размещения. Значение коэффициента дисконтирования, при котором приведенная стоимость облигации будет равна планируемой цене ее размещения, является, с точки зрения эмитента, внутренней доходностью облигации. Этот показатель характеризует степень затратности финансирования проекта. Для корректной оценки и сравнения различных вариантов финансирования нужно сравнивать их не только по уровню затрат, но и по степени рисковости. Другими словами, при выборе окончательного варианта финансирования необходимо применять двухкритериальный подход.

### **Как формы выплаты дохода по облигациям связаны с особенностями финансирования проектов?**

В случае выпуска *облигаций с фиксированным купоном* тенденция повышения процентных ставок за период обращения является благоприятной для заемщика (эмитента). Разновидностью облигаций с фиксированным купоном являются доходные облигации, предусматривающие фиксированный процент, который, однако, может не выплачиваться в ряде оговоренных ситуаций. Заимствование в такой форме позволяет эмитенту использовать для обслуживания долга результаты реализации финансируемого проекта и накладывает на владельцев облигаций дополнительный риск недополучения дохода. Поэтому при выпуске таких облигаций эмитент, как правило, предлагает более высокую ставку купона по сравнению с гипотетическими облигациями без такого условия и (или) какие-либо другие дополнительные условия, привлекательные с точки зрения владельца. В ряде случаев может оговариваться, что задолженность по невыплаченным купонным суммам перед владельцами облигаций накапливается. Такие облигации называются доходными кумулятивными облигациями.

В случае выпуска *облигаций с переменным купоном* ее держатель получает право на получение купонных выплат, привязанных к какому-либо параметру, который может меняться в период обращения облигации. К ним относятся:

а) облигации с плавающей процентной ставкой, которая привязана к какой-либо рыночно определяемой или устанавливаемой процентной ставке (их выпуск целесообразен при прогнозируемой тенденции снижения уровня процентных ставок за период финансирования);

б) валютно- и инфляционно-индексируемые облигации, номинал которых пересчитывается с периодичностью купонных выплат в соответствии с изменением базового индекса (курса национальной валюты или индекса инфляции), т. е. они содержат в себе инструмент страхования инвестора от процентного, валютного риска и риска снижения покупательной способности денег, что позволяет эмитенту улучшить условия заимствования (в том числе снизить расходы на обслуживание долга за счет более низкой доходности при размещении);

в) участвующие облигации, величина купонной выплаты по которым, как правило, зависит от финансовых результатов деятельности эмитента;

г) облигации с отсроченными или увеличивающимися платежами, предполагающие, что заемщик, стремясь получить возможность обслуживания облигационного долга за счет прибыли от проекта, вносит в облигационное соглашение условие о невыплате или о существенном занижении купонных выплат в первые купонные периоды облигаций (в этом случае эмитент, как правило, предоставляет некоторую «премию» инвестору в общей сумме выплат по отношению к его же гипотетическим облигациям, не предусматривающим такие условия).

*Дисконтные облигации*, или *облигации с нулевым купоном*, достаточно редко используются для финансирования инвестиционных проектов из-за их краткосрочности. Исключением можно считать метод возобновлений и выпуск долгосрочных дисконтных облигаций финансовыми корпорациями на базе декомпозиции долгосрочных государственных купонных облигаций.

### **Каковы основные этапы развития современного российского рынка корпоративных облигаций?**

Современный российский рынок корпоративных облигаций начал формироваться в начале 90-х годов XX в. Однако до 1999 г. практика заимствований в форме облигационных займов была мало распространена (в то же время с 1996 по 1998 г. ряд российских эмитентов успешно использовал выпуск еврооблигаций, что стало возможно после присвоения России кредитного рейтинга и выхода ее на этот рынок в качестве

заемщика). Особенности облигационного рынка этого периода были доминирующая роль «товарных» выпусков, обеспеченных и погашаемых различными товарами; незначительные объемы подавляющего большинства выпусков; отсутствие вторичного рынка корпоративных облигаций. Развитие рынка корпоративных облигаций ограничивалось рядом положений законодательства. Прежде всего это касается ограничения объема выпуска облигаций размером уставного капитала или величиной обеспечения, представляемого третьими лицами для цели выпуска облигаций, а также неблагоприятного для эмитента налогового режима выпуска и обращения облигаций. Ставка налога на операции с ценными бумагами (0,8% от номинала выпуска) существенно повышала цену заимствования, но главное, процентные выплаты по обслуживанию облигационного долга не могли быть включены в состав затрат эмитента, за исключением кредитных учреждений. Данное положение было отменено только в 1999 г., что фактически и послужило толчком для начала развития национального рынка корпоративных облигаций. В последующие годы позитивные тенденции в развитии национального российского рынка корпоративных облигаций существенно усилились. В это время происходило наращивание как объема облигаций, находящихся в обращении, так и числа эмитентов, выпустивших эти облигации. Причем происходило не только увеличение их числа и расширение списка отраслей, компании которых активно прибегают к облигационному заимствованию, но и постепенное расширение присутствия на рынке компаний «второго» и «третьего» эшелонов. В период 2000—2004 г. сформировался достаточно ликвидный биржевой вторичный рынок облигаций российских эмитентов. Вместе с тем в 2003—2005 г. рынок еврооблигационных займов российских компаний развивался более интенсивно, чем рынок внутренних заимствований, и по объему почти в три раза превышал последний.

### **Каковы проблемы и перспективы развития российского рынка корпоративных облигаций?**

Несмотря на впечатляющие успехи развития, российский рынок корпоративных облигаций демонстрирует и наличие ряда серьезных проблем: незначительное на общем фоне число выпусков, обладающих высокой ликвидностью на вторичном рынке, практическое отсутствие средне- и долгосрочных заимствований, наблюдаемый значительный дисбаланс развития внутреннего и внешнего секторов рынка, чрезмерная доля банков в качестве покупателей облигаций и недостаточная роль институциональных инвесторов. Дальнейший прогресс в развитии рынка может привести к тому, что выпуск облигаций станет одним из основных методов привлечения инвестиционного

капитала российскими компаниями. Необходимыми условиями для этого являются совершенствование действующего законодательства, регулирующего выпуск и обращение облигаций, расширение круга эмитентов и инвесторов и дальнейшее увеличение ликвидности рынка. Значительные позитивные сдвиги могут быть достигнуты через привлечение на рынок институциональных инвесторов, в особенности тех, которые обладают долгосрочными ресурсами (пенсионные фонды), что повысит ликвидность рынка и позволит решить проблему увеличения сроков заимствований.

### **В чем заключается специфика лизинговых операций?**

Лизингом (от англ. *lease* — брать в аренду) признается специфическая операция, предусматривающая инвестирование временно свободных или привлеченных финансовых ресурсов в приобретение имущества с последующей передачей его клиенту на условиях аренды. Суть лизинга заключается в том, что имущество приобретается не напрямую у поставщика, а через лизинговую компанию, которая для этого использует собственные или заемные средства. В структуре арендных операций лизинг занимает особое место, поскольку представляет собой целенаправленную, специально организованную деятельность по сдаче имущества в аренду, тогда как аренда в классическом понимании нередко рассматривается как вынужденная мера — имущество сдается в аренду, поскольку оно не находит должного применения у его владельца.

Согласно Гражданскому кодексу РФ, лизинг является синонимом термина «финансовая аренда», представляя собой специфически понимаемую арендную операцию, когда в сделке участвуют три стороны:

- 1) арендодатель, обязующийся приобрести в собственность указанное потенциальным арендатором имущество у определенного им продавца;
- 2) арендатор, обязующийся взять в аренду данное имущество;
- 3) продавец, т. е. фирма-изготовитель, производящая интересующее арендатора имущество.

Существуют и другие законодательные документы, например Федеральный закон от 29 октября 1998 г. № 164-ФЗ «О лизинге», в котором термин «лизинг» является видовой характеристикой и применяется в контексте долгосрочных и краткосрочных арендных операций (соответственно финансовый и оперативный лизинги).

Если исходить из экономической сущности сделки по приобретению и сдаче имущества в аренду, лизинговые операции можно подразделить на два вида, которые различаются целевыми установками субъектов сделки, объемами обязанностей, характером и сроками использования имущества: *финансовая аренда (финансовый лизинг)*, при которой

риски и вознаграждения от владения и пользования арендованным имуществом ложатся на арендатора; *операционная аренда (операционный лизинг)* — любая арендная операция, не подпадающая под определение финансовой аренды.

### **Какова экономическая сущность финансового лизинга?**

Финансовый лизинг можно рассматривать как один из вариантов финансирования приобретения имущества. По экономическому содержанию договор финансового лизинга близок к договору купли-продажи имущества в рассрочку. Имущество передается лизингополучателю в начале договора, а последний осуществляет периодические выплаты по нему в течение определенного срока. Фактическим владельцем имущества является лизингополучатель; лизингодатель со своей стороны выступает только юридическим собственником имущества в течение срока договора.

Договор финансового лизинга заключается на весь амортизационный период арендуемого имущества или на срок, близкий к нему. По окончании договора имущество, как правило, переходит в собственность лизингополучателя или выкупается им по остаточной стоимости. Платежи лизингополучателя в этом случае превышают расходы лизингодателя по приобретению данного имущества, таким образом, лизингополучатель возмещает лизинговой компании ее инвестиционные затраты (стоимость объекта лизинга) и уплачивает комиссионное вознаграждение. Необходимым признаком классического финансового лизинга является принцип «нерасторжимости» договора лизинга в течение определенного срока.

### **Каковы основные виды финансового лизинга?**

Финансовый лизинг можно подразделить на три основных вида, различия между которыми объясняются разнонаправленностью финансовых потоков.

*Прямой финансовый лизинг* обычно предполагает участие в сделке трех сторон: лизингодателя, лизингополучателя и продавца имущества. Будущий лизингополучатель находит специализированную лизинговую компанию, которая по его заявке приобретает в собственность необходимое имущество, а затем передает его во временное владение и пользование лизингополучателю за определенную плату. По формальным признакам именно подобная операция определена в российском законодательстве как сделка финансовой аренды (лизинга).

*Лизинг по типу продажи* предполагает, что продавец имущества и лизингодатель объединяются в одном лице. Как правило, имущество сдается

в лизинг самим производителем практически на весь свой нормативный или ожидаемый срок службы. По своему экономическому содержанию данная операция близка к продаже имущества в рассрочку. Однако существенное различие между ними заключается прежде всего в отношениях собственности на имущество. При лизинге производитель оборудования возмещает всю его стоимость и получает прибыль, не теряя права собственности, что в определенной мере снижает риск неисполнения обязательств со стороны лизингополучателя.

По договору *возвратного лизинга* компания, владеющая каким-либо имуществом, продает право собственности на этот объект лизинговой компании и одновременно оформляет договор о его аренде на определенный срок с выполнением некоторых условий (организацией, предоставляющей капитал, необходимый для выкупа, может быть банк, иное кредитное учреждение и т. д.). В результате у лизингополучателя повышается оборачиваемость средств, появляются дополнительные финансовые ресурсы. Важным преимуществом также является использование уже находящегося в эксплуатации оборудования в качестве источника финансирования строящихся новых объектов с возможностью использовать налоговые льготы, предоставляемые для участников лизинговых операций. Возвратный лизинг дает возможность рефинансировать капитальные вложения с меньшими затратами, чем при привлечении банковских ссуд, особенно если платежеспособность организации ставится кредиторами под сомнение ввиду неблагоприятного соотношения между его собственным капиталом и заемными фондами. Данный вид лизинга предусматривает, как правило, переход права собственности на объект соглашения к лизингополучателю после совершения последнего платежа. По экономическому смыслу такая операция сходна с кредитованием лизингополучателя, когда объект лизинга выступает в качестве залога, однако в первом случае объект лизинга формально является собственностью лизингодателя, что способствует повышению гарантии выполнения своих обязательств лизингополучателем. На практике подобные операции сдерживаются чрезвычайно высокими процентными ставкам по заемным средствам.

### **Как осуществляется финансирование покупки предмета имущества в операциях финансового лизинга?**

С позиции источника финансирования покупки предмета имущества, операции финансового лизинга подразделяются на два типа.

- Операции, при которых *лизингодатель осуществляет приобретение имущества за счет кредитных или собственных ресурсов*. Классическая лизинговая операция с использованием кредитных ресурсов предполагает, что нуждающийся в некотором имуществе потенци-

альный лизингополучатель определяет его продавца и заключает договор с лизинговой компанией, согласно которому она на полученные в банке или ином кредитном учреждении средства приобретает в собственность указанное имущество по договору купли-продажи и сдает его в аренду лизингополучателю. Как правило, продавец поставляет имущество непосредственно лизингополучателю. Объект лизинговой сделки страхуется от рисков утраты (гибели), недостачи или повреждения; страхователем могут выступать как лизингодатель, так и лизингополучатель. Выгодоприобретателем по договору страхования выступает собственник имущества (лизингодатель) либо банковское учреждение, финансирующее операцию. Данная схема является самой дорогой для лизингополучателя, компенсирующего в качестве лизинговых платежей лизингодателю не только стоимость имущества и налогов, связанных с предметом лизинга, но и сумму банковских процентов за пользование кредитом. При этом, как правило, кредит погашается лизингодателем постепенно по мере поступления лизинговых платежей от лизингополучателя, поэтому проценты, начисляемые на остаток ссудной задолженности, могут составить значительную величину. Если для финансирования приобретения имущества лизингодатель использует собственные средства, стоимость лизинга для лизингополучателя снижается, но в этом случае, как правило, помимо комиссионного вознаграждения, в структуру лизингового платежа включаются проценты за пользование денежными средствами лизингодателя (аналог банковского процента). Возможны и различные модификации типовой лизинговой сделки. Достаточно распространена ситуация, когда лизинговая компания и производитель имущества объединяются в одном лице либо производитель имеет подконтрольную ему специализированную лизинговую компанию.

- Операции, при которых *лизингодатель приобретает имущество за счет средств лизингополучателя*. В этом случае будущий лизингополучатель по договору займа с лизингодателем перечисляет последнему необходимую сумму для приобретения имущества у поставщика. Лизингодатель заключает договор купли-продажи и оплачивает оборудование. Одновременно заключается договор лизинга между лизингодателем и лизингополучателем. Поставка оборудования осуществляется поставщиком непосредственно лизингополучателю в присутствии представителей лизингодателя, который фиксирует факт сдачи оборудования в лизинг. После этого момента лизингополучатель производит периодические лизинговые платежи, а лизингодатель соответственно также периодически перечисляет средства лизингополучателя, полученные по договору займа.

### **Каковы преимущества лизингового финансирования по сравнению с банковским кредитованием?**

Можно выделить следующие преимущества лизингового финансирования по сравнению с банковским кредитованием.

- Лизинговые компании имеют возможность воспользоваться налоговыми льготами, которые могут существенно уменьшить стоимость сделки для лизингополучателя по сравнению с приобретением имущества за счет банковского кредита. Речь идет о механизме ускоренной амортизации, позволяющем списать стоимость объекта лизинга на затраты и «окупить» инвестицию в имущество в существенно более короткие сроки.
- Сделка финансового лизинга предполагает стопроцентное кредитование, в то время как банковский кредит выдается, как правило, на 70–80 % стоимости приобретаемого оборудования.
- Условия договора лизинга более вариабельны, чем кредитные отношения, так как позволяют участникам выработать удобную для них схему выплат. При классической лизинговой операции с использованием кредитных ресурсов лизинговые платежи постепенно снижаются, что обусловлено постепенным снижением величины процентов за кредит, взятый лизингодателем на финансирование сделки, при условии осуществления периодических возвратов основной суммы долга.
- Договор лизинга может содержать условия о технической поддержке оборудования лизингодателем (это возможно лишь в том случае, когда поставщик имущества и лизингодатель тесно связаны друг с другом, например, лизинговая компания подконтрольна производителю имущества, и для последнего лизинг — один из способов реализации). Однако в большинстве своем лизинговые компании представляют собой финансовые структуры и самостоятельно технической поддержки оказывать не могут.
- В некоторых случаях имущество при финансовом лизинге может и не числиться на балансе лизингополучателя, поэтому он не платит по этому оборудованию налог на имущество; кроме того, поскольку в балансе показывается только текущая задолженность по лизинговым платежам, улучшаются показатели, характеризующие его финансовое положение. В то же время кредитные обязательства отражаются в балансе заемщика полностью.
- При классической схеме финансового лизинга срок договора лизинга совпадает со сроком списания имущества на затраты посредством начисления амортизации. Таким образом, лизингополучателю по окончании договора в собственность достается имущество с нулевой остаточной стоимостью, в то время как реальная цена

объекта существенно выше. Даже обыкновенная продажа имущества лизингополучателем в случае, если в соответствии с условиями договора по окончании его объект переходит в собственность лизингополучателя, может существенно уменьшить совокупные затраты лизингополучателя по лизинговой операции.

### **Каковы особенности развития лизинга в России?**

Вышеперечисленные преимущества лизинга во многом характерны только для стран с развитой рыночной экономикой. В России лизинг преимущественно рассматривается как инструмент налогового планирования. При списании объектов лизинговой сделки отечественным законодательством предусмотрена возможность применения коэффициента ускоренной амортизации ( $k_s = 3$ ). Поэтому даже с учетом комиссии лизингодателя лизингополучатель остается в выигрыше за счет быстрого списания понесенных расходов на себестоимость (получение налогового кредита). Однако применение лизинга как инструмента налогового планирования возможно лишь при наличии у потенциального лизингополучателя прибыли. В условиях спада и стагнации производства при наличии убытка лизинг для компании становится невыгодным, поскольку расходы лизингополучателя объективно выше за счет комиссии, а возможность получения налоговой экономии отсутствует. Следует особо отметить, что в практике работы отечественных лизинговых компаний в структуре удорожания предмета имущества, приобретаемого через лизинг, банковские проценты, а также расходы, связанные с обслуживанием ссудной задолженности, могут достигать половины от общей суммы удорожания. Это обстоятельство прежде всего вызвано высокими процентными ставками по кредитам на отечественном банковском рынке, и в определенной степени является сдерживающим фактором развития лизинга в России.

### **Каковы особенности бюджетного финансирования российских предприятий на современном этапе?**

Особенностью современной инвестиционной политики в России является снижение доли бюджетного финансирования бизнеса и активизация самих предприятий по привлечению инвестиционных ресурсов, в том числе за счет инструментов и институтов финансового рынка. Государство оставляет за собой ответственность за создание инвестиционного климата, все чаще обращаясь к косвенным формам участия в инвестировании (беря на себя часть инвестиционных рисков в виде гарантий по кредитам или смягчая налоговую нагрузку

инвесторов). К середине 1990-х гг. в России сформировались принципиально новые подходы к бюджетному финансированию частных инвестиций:

- а) выделение особого объекта финансирования — инвестиционного проекта;
- б) конкурсный отбор инвестиционных проектов для финансирования;
- в) предоставление средств на возвратной и, как правило, возмездной основах;
- г) долевое участие государства в финансировании инвестиционных проектов;
- д) создание специализированных структур для организации государственного финансирования инвестиций и снятие соответствующей нагрузки с бюджетов.

### **Как осуществляется конкурсный отбор инвестиционных проектов для бюджетного финансирования?**

Конкурсный порядок размещения централизованных инвестиционных ресурсов распространяется на все вновь начинаемые стройки и объекты производственного назначения в составе федеральных целевых программ. Условия и порядок конкурсного отбора инвестиционных проектов определены постановлением Правительства РФ от 22 июля 1994 г. № 744 «О порядке размещения централизованных ресурсов на конкурсной основе», в соответствии с которым утверждены Методические рекомендации о порядке организации и проведения конкурсов по размещению централизованных инвестиционных ресурсов. При Министерстве экономического развития и торговли РФ действует Комиссия по инвестиционным конкурсам, организованы рабочая группа и экспертный совет для отбора инвестиционных проектов для бюджетного финансирования. Основное условие конкурса — обеспечение ввода в действие производственных мощностей и объектов в установленный срок при минимальной доле бюджетного финансирования проекта. Преимущественное право на участие в конкурсе получают инвестиционные проекты:

- а) связанные с развитием «точек роста» экономики;
- б) финансируемые инвестором не менее чем на 20 % за счет собственных средств;
- в) сроком окупаемости, как правило, не более двух лет. Конкурсные проекты должны иметь бизнес-план, а также заключения государственной экологической экспертизы, государственной вневедомственной или независимой экспертизы.

### **Как определяется размер государственной поддержки инвестиционных проектов, представленных на конкурс?**

Представляемые на конкурс инвестиционные проекты классифицируются по категориям, согласно которым определяется величина государственной поддержки за счет средств федерального бюджета:

- 1) *проекты категории «А»* (обеспечивающие производство продукции, не имеющей зарубежных аналогов, при условии защищенности ее отечественными патентами или аналогичными зарубежными документами) предполагают государственную поддержку в объеме не более 50 %;
- 2) *проекты категории «Б»* (обеспечивающие производство экспортных товаров несырьевых отраслей, имеющих спрос на внешнем рынке, на уровне лучших мировых образцов) — не более 40 %;
- 3) *проекты категории «В»* (обеспечивающие производства импортозамещающей продукции с более низким уровнем цен на нее по сравнению с импортируемой) — не более 30 %;
- 4) *проекты категории «В»* (обеспечивающие производства продукции, пользующейся спросом на внутреннем рынке) — не более 20 %. Размер государственной поддержки в форме государственных гарантий устанавливается в зависимости от категории проекта и не может превышать 60 % заемных средств.

### **В каких формах осуществляется государственная поддержка инвестиционных проектов?**

Инвестор, победивший в конкурсе, имеет право выбора формы государственной поддержки, которая может осуществляться путем предоставления:

а) государственных инвестиционных ресурсов на условиях закрепления в государственной собственности части акций создаваемых акционерных обществ;

б) средств федерального бюджета, выделяемых на возвратной основе на срок не более двух лет;

в) государственных гарантий по возмещению за счет средств федерального бюджета части вложенных инвестором финансовых ресурсов в случае срыва выполнения инвестиционного проекта не по вине инвестора. Условия, на которых может осуществляться бюджетное финансирование в установленных формах, уточнены в Бюджетном кодексе РФ.

### **Каковы особенности осуществления бюджетных инвестиций?**

Расходы на финансирование бюджетных инвестиций предусматриваются бюджетом соответствующего уровня при условии включения их в федеральную (региональную) целевую программу в соответствии с решением органа исполнительной власти РФ, ее субъекта или органа местного самоуправления. Федеральные инвестиционные объекты, предусматривающие расходы в сумме более 200 000 МРОТ, подлежат рассмотрению и утверждению в порядке, предусмотренном для финансирования федеральных целевых программ. Предоставление бюджетных инвестиций влечет возникновение права государственной или муниципальной собственности на эквивалентную часть уставных (складочных) капиталов и имущества созданных с привлечением бюджетных средств объектов. В дальнейшем эта часть передается в управление соответствующим органам управления государственным или муниципальным имуществом. Бюджетные инвестиции такого рода включаются в проект бюджета только при наличии технико-экономического обоснования проекта, проектно-сметной документации, плана передачи земли и сооружений, а также при наличии проекта договора между Правительством РФ, органом исполнительной власти субъекта РФ или органом местного самоуправления и указанным юридическим лицом об участии РФ, ее субъекта или муниципального образования в собственности получателя инвестиций.

### **Каковы особенности предоставления бюджетных кредитов юридическим лицам?**

Бюджетный кредит может быть предоставлен юридическому лицу на основании договора, заключенного в соответствии с гражданским законодательством РФ, на условиях возмездности и при условии предоставления заемщиком высоколиквидного обеспечения в размере не менее 100 % предоставляемого кредита. Способы такого обеспечения могут быть только банковские гарантии, поручительства и залог имущества. Обязательным условием предоставления бюджетного кредита является проведение предварительной проверки финансового состояния его потенциального получателя. Бюджетный кредит не может быть предоставлен юридическим лицам, которые имеют просроченную задолженность по ранее предоставленным бюджетным кредитам. Проверка получателя кредита и целевого использования предоставленных средств также может быть проведена в любое время действия кредита. Средства бюджетного кредита перечисляются на бюджетный счет заемщика в кредитной организации. Распоряжение данными средствами осуществляется заемщиком самостоятельно в соответствии с целями бюджетного кредита. Заемщик обязан:

а) вернуть бюджетный кредит и уплатить проценты за пользование им в установленные сроки;

б) предоставлять информацию и отчет об использовании бюджетного кредита в органы, исполняющие бюджет, и контрольные органы соответствующих законодательных (представительных) структур.

### **Каковы особенности предоставления инвестиционных налоговых кредитов?**

Инвестиционный налоговый кредит — это такое изменение срока исполнения налогового обязательства, при котором налогоплательщику при наличии соответствующих оснований предоставляется возможность в течение определенного срока и в определенных объемах уменьшить причитающиеся с него налоговые платежи с последующей уплатой суммы кредита (единовременной или поэтапной) и начисленных процентов. Инвестиционный налоговый кредит может быть предоставлен по налогу на прибыль (доход) организации, а также по региональным и местным налогам на срок от одного года до пяти лет. Проценты за пользование кредитом платятся по ставке в пределах от одной второй до трех четвертых ставки рефинансирования ЦБ РФ. Основания предоставления инвестиционного налогового кредита организации таковы: проведение научно-исследовательских или опытно-конструкторских работ либо технического перевооружения собственного производства; осуществление внедренческой или инновационной деятельности; выполнение особо важного заказа по социально-экономическому развитию региона или предоставление особо важных услуг населению. Конкретный порядок и условия предоставления инвестиционного налогового кредита устанавливается правовыми актами уровня власти, принявшего на себя эту форму поддержки.

### **Как осуществляется институциональное обеспечение бюджетного финансирования инвестиционных проектов?**

В целях снижения инвестиционной нагрузки бюджетов, стимулирования внутренних и привлечения иностранных инвестиций Правительством РФ создаются специализированные государственные структуры:

- *Государственная инвестиционная корпорация*, созданная в 1993 г. в целях осуществления экспертизы, конкурсного отбора и реализации инвестиционных проектов (за счет централизованных капитальных вложений, выделяемых целевым назначением Правительством РФ; кредитов ЦБ РФ; привлеченных и собственных средств корпорации); выступления гарантом иностранным и отечественным инве-

сторам; участия в подготовке федеральных, региональных и других программ и проектов; организации подготовки специалистов, необходимых для реализации инвестиционных программ и проектов, и т. п.

- *Российская финансовая корпорация* (1993), финансирующая инвестиционные проекты на коммерческой и возвратной основах с привлечением средств российских и иностранных инвесторов.
- *Российский банк развития* и *Российский сельскохозяйственный банк*, задачами которых выступают кредитование реального сектора экономики, а также обеспечение возврата бюджетных средств, выделенных на возвратной основе юридическим лицам в 1992–1999 гг.

Особую государственную поддержку получила инвестиционная деятельность финансово-промышленных групп. Также следует отметить создание Бюджета развития РФ, предназначенного для кредитования, инвестирования и гарантийного обеспечения инвестиционных проектов (с 2001 г. вопросы формирования и функционирования Бюджета развития в составе капитальных расходов федерального бюджета не рассматриваются). В перспективе предполагается отказ от кредитования предприятий и предоставления им финансовых гарантий за счет средств федерального бюджета и полная передача этих функций специализированным агентствам, страховым компаниям и банкам с государственным участием.

## Глава 12

# Бизнес-план инвестиционного проекта

### Понятие бизнес-плана и его основные виды

Согласно Федеральному закону «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» инвестиционный проект должен включать бизнес-план. План можно определить как программный документ, включающий комплекс показателей-заданий, сбалансированных по ресурсам, срокам осуществления и исполнителям, ответственным за обеспечение системы исследовательских, финансово-инвестиционных, производственно-коммерческих, организационно-хозяйственных и иных мер (действий), направленных на достижение целей и задач организации, отрасли, национальной экономики. Особенность бизнес-плана состоит в том, что он нацелен на получение прибыли. В отношении инвестиционных проектов это означает, что при прочих равных условиях предпочтение отдается тому проекту, который способен принести максимальную прибыль.

Виды бизнес-планов различаются в зависимости от специфики инвестиционного проекта, организационно-предпринимательской деятельности и стратегических перспектив организации, размеров предприятия и предполагаемого рынка сбыта. Различают бизнес-планы:

- а) инвестиционного проекта и организации;
- б) вновь создаваемых и функционирующих организаций;
- в) финансового оздоровления и развития функционирующих организаций;
- г) развития подразделения и всей организации.

### Каковы важнейшие цели бизнес-планирования инвестиционных проектов?

Бизнес-планирование является одной из ключевых составляющих инвестиционного проектирования. Важнейшими целями бизнес-планирования инвестиционных проектов являются:

1) *совершенствование внутрифирменного управления.*

Бизнес-план формулирует стратегию и тактику деятельности по реализации инвестиционного проекта, представляя:

- а) выбор перспективного направления хозяйственной деятельности, сегментирование и оценку рынка сбыта, определение места фирмы на нем;
- б) расчет затрат, необходимых для изготовления и сбыта продукции;

в) определение цены в соответствии с выбранной стратегией ценообразования;

г) выработанные требования к персоналу и условия мотивации труда при достижении поставленных целей;

д) прогноз рисков и проблем, которые могут помешать выполнению бизнес-плана;

е) расчет прибыльности проекта;

2) *представление фирмы во внешней среде.*

В этом качестве бизнес-план может выступать:

а) заявкой на кредитование/финансирование инвестиционного проекта, включающей ответы на следующие основные вопросы: организационно-правовая форма предприятия, реализующего инвестиционный проект; цель получения финансовых ресурсов; объем требуемых денежных средств; предполагаемая прибыль в результате привлечения капитала; целесообразность кредита с финансовой точки зрения; срок и способ возврата полученных денег;

б) документом, включающим сведения о рыночной, организационной и финансовой стратегиях по реализации инвестиционного проекта, с которым будут ознакомлены потенциальные партнеры по бизнесу (прежде всего инвесторы);

в) документом для презентации инвестиционного проекта в целях поиска потенциальных инвесторов, потребителей, контрагентов, субподрядчиков, а также проведения успешной PR-кампании.

### **Кто является разработчиками бизнес-плана крупного инвестиционного проекта?**

Разработчиками бизнес-плана крупного инвестиционного проекта является команда специалистов, включающая:

- финансистов, в задачу которых входит оценка финансовых перспектив проекта, себестоимости производства продукции (оказания услуг) и издержек на ее реализацию (при поддержке технологов), конечных финансовых результатов и срока окупаемости проекта, потребности в инвестициях и целесообразности привлечения заемных средств, выбор наиболее подходящих форм бухгалтерского учета, подготовка рекомендаций по вопросам налогообложения и экономической политики;
- маркетологов, ответственных за проведение маркетингового анализа (определение общего объема рынка и доли фирмы на рынке, стоимости рекламной кампании по продвижению продукта на рынок, потенциала конкурентов, возможностей появления и распространения новых товаров и др.);
- технологов, задача которых состоит в составлении производственного раздела бизнес-плана.

- юристов, которые должны подтвердить, что фирма имеет необходимые для своей деятельности патенты и лицензии, обладает интеллектуальной собственностью, составляющей объект коммерческой тайны, сделать обзор предлагаемых контрактов, подготовить учредительные документы, предусмотреть юридические ловушки, в которые может попасть организация, дать консультацию по анти-монопольным и экологическим аспектам.

### **Как предотвратить разглашение коммерческой тайны при составлении и оформлении бизнес-плана инвестиционного проекта?**

Коммерческая тайна — это конфиденциальность информации, позволяющая ее обладателю при существующих или возможных обстоятельствах увеличить доходы, избежать неоправданных расходов, сохранить положение на рынке товаров, работ, услуг или получить иную коммерческую выгоду. Право на отнесение информации к коммерческой тайне, на определение перечня и состава такой информации принадлежит ее обладателю. Для квалифицированного заключения о том, может ли конкретный момент быть отнесен к коммерческой тайне, следует руководствоваться Федеральным законом «О коммерческой тайне» от 29 июля 2004 г. № 98-ФЗ.

Разглашение информации, составляющей коммерческую тайну, определяется как действие или бездействие, в результате которых данная информация в любой возможной форме становится известной третьим лицам без согласия обладателя такой информации либо вопреки трудовому или гражданско-правовому договору.

Меры по охране конфиденциальности информации, принимаемые ее обладателем, должны включать:

а) определение перечня информации, составляющей коммерческую тайну;

б) ограничение доступа к информации, составляющей коммерческую тайну, путем установления порядка обращения с этой информацией и контроля за соблюдением такого порядка;

в) учет лиц, получивших доступ к информации, составляющей коммерческую тайну, и (или) лиц, которым такая информация была представлена или передана;

г) регулирование отношений по использованию информации, составляющей коммерческую тайну, работниками на основании трудовых договоров и контрагентами на основании гражданско-правовых договоров;

д) нанесение на материальные носители (документы), содержащие информацию, составляющую коммерческую тайну, грифа «Коммерческая тайна» с указанием обладателя этой информации.

Наряду с указанными мерами обладатель информации, составляющей коммерческую тайну, вправе применять любые меры по охране конфиденциальности информации, не противоречащие законодательству РФ.

Для того чтобы предотвратить разглашение коммерческой тайны при составлении и оформлении бизнес-плана инвестиционного проекта, можно предпринять следующие меры:

а) до представления плана убедиться, что у потенциальных инвесторов нет существенных конфликтов интересов;

б) подписать с потенциальным инвестором конфиденциальное соглашение;

в) опустить наиболее конфиденциальные данные и послать потенциальным инвесторам выдержки из бизнес-плана.

### **Каковы основные этапы разработки и разделы бизнес-плана инвестиционного проекта?**

Разработка бизнес-плана инвестиционного проекта предполагает следующие основные этапы:

- 1) сбор и анализ информации о платежеспособных потребностях в продукции (услугах) инвестиционного проекта на основе четко сформулированной бизнес-идеи;
- 2) разработка маркетинговой стратегии, предполагающая маркетинговые исследования рынка сбыта для определения масштабов инвестиционного проекта;
- 3) анализ состояния ресурсной базы организации, оценка потребности в ресурсах и определение путей обеспечения ими;
- 4) разработка финансовой стратегии;
- 5) анализ кадрового потенциала, разработка организационной структуры осуществления инвестиционного проекта;
- 6) оформительский этап (составление приложений, написание резюме, оформление титульного листа).

Для составления бизнес-плана инвестиционного проекта необходимо изучить официально-документальные материалы, законодательные и нормативные акты, обобщить и скомпоновать в определенной последовательности проанализированные материалы и проведенные расчеты. Результаты расчетов рекомендуется представлять в табличной форме. Бизнес-план в виде законченного документа носит комплексный характер. Отдельные таблицы в нем содержат сведения из разных разделов.

Последовательность этапов разработки бизнес-плана и последовательность их представления в законченном документе не совпадают. Типовая структура бизнес-плана инвестиционного проекта (которая может быть дополнена или уточнена) предполагает следующие обязательные разделы: (1) «Титульный лист», (2) «Резюме», (3) «Анализ

положения дел в отрасли», (4) «Инвестиционная программа и производственный план», (5) «План маркетинга», (6) «Организационный план», (7) «Финансовый план и риски», (8) «Приложения».

### **Каковы цели обязательных разделов бизнес-плана инвестиционного проекта?**

Цель *титульного листа* бизнес-плана — правильно отразить информацию, характеризующую его в качестве документа.

Цель раздела «*Резюме*» — дать сжатый обзор делового предложения, который заинтересует потенциальных партнеров и инвесторов, потребителей и заказчиков, раскроет преимущества и выгодность проекта.

Цель раздела «*Анализ положения дел в отрасли*» — обосновать необходимость и возможность создавать определенный продукт или услугу, указав на характер развития сегмента рынка, которому посвящен бизнес-план (развивающийся, стабильный, стагнирующий).

Цель раздела «*Инвестиционная программа и производственный план*» — показать потенциальным заказчикам и инвесторам, что фирма в состоянии выполнить планируемые объемы работ в установленные договором сроки и приступить к выпуску товаров с требуемым качеством.

Цель раздела «*План маркетинга*» — показать, что продукция фирмы будет востребована потребителем, конкурентоспособна и имеет свой рыночный сегмент.

Цель раздела «*Организационный план*» — показать, что имеется квалифицированный персонал, способный реализовать инвестиционный проект, опытные менеджеры, способные рационально распределить обязанности по реализации проекта.

Цель раздела «*Финансовый план и риски*» — показать финансовую обоснованность инвестиционного проекта. Финансовый план должен дать ответы на следующие вопросы: откуда фирма получит денежные средства; на что именно эти деньги будут потрачены; как соотносится потребность в деньгах с имеющейся наличностью; каким будет финансовое положение организации к концу года и к моменту завершения инвестиционного проекта.

Цель *приложений* — отразить сведения, которые нецелесообразно вводить в основную часть, но которые могут быть востребованы в случае подробного изучения бизнес-плана инвестором.

### **Содержание таких разделов бизнес-плана инвестиционного проекта, как «Титульный лист», «Резюме» и «Приложения»**

Особенность таких разделов бизнес-плана инвестиционного проекта, как «Титульный лист», «Резюме» и «Приложения», заключается в том, что они оформляются в последнюю очередь.

Раздел «Титульный лист» включает:

- а) название и адрес организации;
- б) имена, адреса и телефоны основных учредителей с указанием доли в уставном капитале;
- в) Ф.И.О. руководителя организации;
- г) описание сути проекта;
- д) отражение формы участия государства (муниципальных органов) в финансовом обеспечении проекта;
- е) основные источники финансирования проекта;
- ж) сметную стоимость проекта;
- з) характер и сроки капитальных вложений;
- и) срок окупаемости проекта;
- к) отметку о наличии заключений экспертизы;
- л) заявление о коммерческой тайне. Окончательный вариант бизнес-плана должен иметь вид документа, быть утвержден руководителем фирмы и заверен печатью.

Раздел «Резюме» должен содержать наиболее существенную информацию бизнес-плана. Часто резюме имеет самостоятельное значение, используется в качестве рекламного документа, для написания заявки на финансирование, направляется потенциальным партнерам, инвесторам и другим заинтересованным лицам. Максимальное внимание в резюме необходимо уделить общедоступному разъяснению того, в чем суть проекта, сколько для его реализации потребуются инвестировать средств, чем продукт (услуга) будет отличаться от продукта конкурентов и почему покупатели захотят приобрести именно его. Целесообразно включить краткую характеристику руководителя предприятия, имеющегося кадрового потенциала. Заключительная часть резюме должна быть посвящена основным финансовым характеристикам инвестиционного проекта. Если реализация проекта позволяет решить социальные вопросы, их также следует указать.

В раздел «Приложения» рекомендуется включать сведения, которые по каким-либо причинам нецелесообразно вводить в основную часть, но которые могут быть востребованы инвестором (копии контрактов и проектов договоров; список клиентов с указанием годовых продаж; прейскуранты предполагаемых поставщиков и конкурентов; характеристики и рекомендации высших менеджеров; методики, применяемые в деятельности; копии форм бухгалтерской отчетности; должностные инструкции; иллюстрации вспомогательного характера; формулы и расчеты; таблицы вспомогательных цифровых данных; краткий словарь специальных терминов, использованных при изложении бизнес-плана и пр.).

### **Содержание раздела бизнес-плана инвестиционного проекта «Анализ положения дел в отрасли»**

Анализ положения дел в отрасли — один из важнейших разделов бизнес-плана инвестиционного проекта, в котором определяется, как достичь успеха на рынке. Раздел можно разделить на две части:

1) *Результаты исследования рынка*, включая сведения:

а) о клиентах (прежние/новые, потребители прежней/новой продукции (услуги), регион сбыта);

б) о емкости рынка (объеме реализуемой на нем продукции) и возможных тенденциях ее изменения (в том числе связь емкости рынка с развитием отрасли, ростом платежеспособного спроса, силой и недостатками конкурентов; если речь идет о функционирующей организации — емкость рынка, доля организации на рынке и объем продаж за последние два года);

в) об основных конкурентах (в том числе об основных характеристиках и качестве их продукции, мнении о ней потребителей; уровне цен конкурентов, их ценовой политике; объемах продаж, доходах конкурентов и проводимой ими рекламе);

г) о возможном объеме продаж и об оценке доли рынка (отношение объема продаж фирмы к объему платежеспособного спроса);

д) о сегментах рынка (в том числе о потенциальных клиентах, их численности в каждом из сегментов, выделенных по географическому, демографическому, поведенческому или другим критериям или их комбинациям).

2) *Описание предлагаемой продукции (услуги)* (в том числе преимуществ, которые отвечают желаниям, ожиданиям, потребностям клиентов, но не удовлетворяются продуктами (услугами) конкурентов).

### **Содержание раздела бизнес-плана инвестиционного проекта «Инвестиционная программа и производственный план»**

Инвестиционная программа и производственный план лежат в основе всех финансово-стоимостных расчетов, разделов бизнес-плана.

*Инвестиционная программа* включает обоснование и расчет капитальных вложений, стоимость аренды (строительства) и ремонта в соответствии с проектно-сметной документацией, приобретение оборудования и других основных средств, нематериальных активов и иного капитала; общую сумму необходимых инвестиций для реализации бизнес-проекта.

*Производственный план* составляется в том случае, если инвестиционный проект предусматривает производство продукции, и включает следующие элементы:

а) программу производства и реализации продукции; описание производственных помещений, основного оборудования, организации рабочих мест; принятую технологию производства;

б) общую численность персонала, занятого в реализации проекта, и затраты на оплату труда;

в) годовые затраты на создание и реализацию продукции; переменные и постоянные затраты; себестоимость единицы продукции;

г) поставщиков, с которыми будут заключаться договоры, характеристику условий договоров и цен поставщиков.

### **Содержание раздела бизнес-плана инвестиционного проекта «План маркетинга»**

План маркетинга опирается на данные, полученные в предыдущих разделах бизнес-плана, и включает следующие основные элементы:

а) форму организации продаж (систему продвижения продукции фирмы, характеристику фирм, участвующих в этом процессе);

б) расходы на сбыт товара (формируются в зависимости от выбранной стратегии реализации);

в) маркетинговую стратегию (описание того, каких возможных действий конкурентов следует опасаться и каковы стратегии противодействия);

г) цену товара (оптовая цена определяется исходя из стратегии ценообразования фирмы, цен конкурентов, приемлемого уровня рентабельности фирмы). Наиболее распространенные стратегии ценообразования: установление цен на уровне конкурентов; лидерство по ценам в целях наибольшего охвата рынка; высокие цены и высокое качество продукции; «снятие сливок» с рынка, когда фирма разрабатывает новые, уникальные продукты и может устанавливать высокие цены до тех пор, пока конкуренты не предложили аналогичный продукт;

д) план по организации рекламы, способы стимулирования продаж (конкурсы, аукционы, ярмарки, выставки, льготы и ценовые уступки);

е) план реализации продукции (в соответствии с данными об объеме продукции и ценах рассчитывается выручка от реализации).

### **Содержание раздела бизнес-плана инвестиционного проекта «Организационный план»**

В разделе «Организационный план» должны содержаться следующие сведения:

а) форма собственности и организационно-правовая форма организации, реализующей инвестиционный проект, ее уставный капитал;

б) организационная структура управления проектом (состав, взаимосвязь и подчиненность управленческих подразделений и отдельных должностей) или организационная структура фирмы, если данный проект является проектом по созданию фирмы, распределение обязанностей (функции, обязанности персонала, данные о методах его стимулирования, режиме работы, системе контроля, предполагаемое штатное расписание);

в) финансовая поддержка бизнес-проекта государством или местной администрацией, если таковая имеется.

### **Содержание финансового раздела бизнес-плана инвестиционного проекта**

Финансовый раздел бизнес-плана инвестиционного проекта включает финансовый план и описание рисков. Хорошим материалом для представления финансового раздела служит расчет *точки безубыточности* (объема реализации, начиная с которого последующие продажи должны приносить прибыль) и его графическая интерпретация. Точка безубыточности рассчитывается как отношение величины постоянных затрат к разности цены единицы продукции и величины переменных затрат на единицу продукции. Расчет точки безубыточности помогает определить критический для фирмы минимальный объем продаж, после которого возможно получение прибыли; провести финансовый анализ бизнес-плана инвестиционного проекта; оценить предпринимательский риск.

*Финансовый план* является стоимостным выражением иных разделов бизнес-плана, характеризует потребность в капитале и дает оценку его эффективного использования. Финансовый план делится на следующие основные блоки:

- *план по источникам средств* (показывает, из каких источников будут браться средства, необходимые для реализации бизнес-плана);
- *финансовые результаты производственной и бытовой деятельности* (план доходов и расходов (план по прибыли), показывающий распределение выручки, полученной от реализации продукции, и объем чистой прибыли);
- *план денежных поступлений и выплат* (систематизированные данные о притоках и оттоках денежных средств).

В разделе «*Риски*» указываются наиболее вероятные риски для инвестиционного проекта с учетом его отраслевой принадлежности. При описании рисков желательно предусмотреть перечень соответствующих профилактических и прогнозных мероприятий. При управлении рисками могут быть использованы следующие методы: передача риска (страхование от определенных факторов риска); принятие риска на себя; снижение риска и проведение профилактических мероприятий по его

уменьшению (диверсификация бизнеса; привлечение высококвалифицированных специалистов, консультантов юридической, финансовой и маркетинговой служб; доступ к банку актуальной правовой и финансовой информации; налоговое планирование; обеспечение аудиторской экспертизы заключаемых контрактов, договоров, соглашений и прочих гражданско-правовых актов; разработка системы стимулирования работников, предотвращающих риски, и др.).

### **Каковы стадии реализации бизнес-плана инвестиционного проекта?**

Для перевода инвестиционного проекта из фазы бизнес-плана в производственно-коммерческую фазу желательно составить график, объединяющий различные этапы реализации проекта в последовательную схему действий.

Можно выделить две основные *стадии реализации* бизнес-плана:

1) *предпроизводственная* (формирование команды управляющих; создание при необходимости новой организации; получение лицензий на право осуществления определенных видов деятельности; приобретение патентов; подготовка к финансированию проекта; набор персонала; обучение персонала; заключение контрактов с поставщиками, подрядчиками, консультантами; аренда недвижимости, приобретение земельного участка, обустройство строительной площадки; установка оборудования; обеспечение производства сырьем; подготовка рынка продаж и др.);

2) *функциональная*, важнейшей задачей которой является налаживание информационной системы и контроля за ходом его выполнения. К основным элементам системы контроля относятся контроль запасов; производственный контроль; контроль качества выпускаемой продукции; контроль продаж в натуральном и стоимостном выражении; контроль расходов.

### **Как осуществляется поддержка малого предпринимательства на первых этапах его становления?**

Поддержка малого, преимущественно инновационного предпринимательства, на первых этапах становления осуществляется с помощью бизнес-инкубаторов (в зарубежной литературе они именуются «инновационными центрами» или «технологическими бизнес-центрами»). Бизнес-инкубаторы организуются и финансируются за счет средств местных органов власти, учебных заведений, промышленных корпораций, субсидий центрального правительства.

Отличительной чертой бизнес-инкубаторов является то, что они занимаются не продвижением конкретного товара, а развитием

независимых фирм. При этом они придерживаются двух стратегий: 1) за счет перестройки старых или пустующих зданий вновь создаваемым фирмам предоставляются помещения; 2) оказываются услуги, проводится патронаж фирм. При реализации бизнес-планов в развитых странах практически используется только вторая стратегия.

Обычно схема прохождения фирм через бизнес-инкубатор предусматривает четыре основных этапа.

- 1) *Предварительный этап* (отбор бизнес-планов претендентов по критерию новизны идеи и реальности ее воплощения в жизнь). Если бизнес-план претендента признается перспективным, он становится клиентом бизнес-инкубатора, с ним заключается договор на аренду помещения.
- 2) *Этап обустройства* (первый год работы в бизнес-инкубаторе). Клиент получает финансовую, техническую и иную помощь на льготных условиях, его консультируют по различным аспектам деятельности фирмы (ведению бухгалтерского учета, налогам, юридическим проблемам).
- 3) *Основной этап* (становление и рост фирмы в течение двух-трех лет). По мере организационно-хозяйственного укрепления положения клиента помощь постепенно сокращается (условия деятельности клиента, в том числе арендная плата, приближаются к тем, что существуют во «внешнем мире»).
- 4) *Заключительный этап* (выход фирмы из бизнес-инкубатора). Сформировавшаяся фирма подыскивает помещение и освобождает место в бизнес-инкубаторе.

# Раздел IV

## ИНВЕСТИЦИИ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ

### Глава 13

#### Инвестиционные качества ценных бумаг

**Какова роль дисконтирования и наращивания в оценке финансовых активов?**

Дисконтирование и наращивание входят в число основных методов, используемых при принятии решений финансового характера. Активно применяются они и в оценке ценных бумаг.

Стоимость любой ценной бумаги (акции, облигации, векселя, депозитного и сберегательного сертификата) определяется прежде всего величиной доходов, приносимых этой ценной бумагой. Поступление дохода может быть однократным (как в случае с дисконтными или краткосрочными процентными инструментами) и многократным (как в случае с долгосрочными облигациями или акциями). При этом в любом случае поступление дохода происходит через какой-то промежуток времени, после того как инвестор затратит средства на покупку ценной бумаги. Следовательно, важное значение имеет не только величина, но и время получения доходов, так как известно, что сумма денег, которую вы имеете в своих руках сегодня, «стоит» больше, чем та же самая сумма, полученная в будущем. Потому что если вы имеете эту сумму денег сегодня, то вы можете, например, вложить эти деньги в банк, получить процент и иметь большую сумму денег в будущем. Инвесторы это прекрасно понимают и потому хотят получить вознаграждение за то, что получают прибыль не в настоящем, а в будущем времени. Следовательно, необходим такой метод оценки вложений, который принимал бы в расчет различную стоимость денег в настоящем и будущем времени. Процесс перехода от сегодняшней или настоящей стоимости к будущей называется наращиванием или компаундингом (compounding).

Уровень процентной ставки, который используется для расчета будущей стоимости денег, обычно называется нормой или ставкой дисконтирования или дисконта (discount rate).

Общая формула для вычисления будущей стоимости денег выглядит следующим образом:

$$FV_n = PV \times (1+R)^n, \quad (13.1)$$

где  $FV$  — будущая стоимость денег (future value);  $PV$  — настоящая или текущая стоимость денег (present value);  $R$  — норма дисконта (discount rate);  $n$  — число лет.

Нетрудно заключить, что если известна сумма денег, получаемая в будущем, через несколько лет, то можно определить настоящую стоимость этой суммы по формуле:

$$PV = \frac{FV_n}{(1 + R)^n}. \quad (13.2)$$

Процесс нахождения настоящей стоимости денег, если известна их будущая стоимость (операция, обратная компаундингу), называется дисконтированием (discounting), а стоимость, полученную в результате дисконтирования, называют также дисконтированной или приведенной стоимостью.

### **Какие виды стоимости имеет облигация?**

Облигация имеет номинал (или номинальную цену), эмиссионную цену, курсовую цену, цену погашения.

*Номинальная цена* — это та величина в денежных единицах, которая обозначена на облигации. Как правило, облигации выпускаются с достаточно высоким номиналом. Например, в США чаще всего выпускаются облигации с номиналом 1000 долл.

*Эмиссионная цена облигации* — это та цена, по которой происходит продажа облигаций их первым владельцам. Эмиссионная цена может быть равна, меньше или больше номинала. Это зависит от типа облигаций и условий эмиссии.

*Цена погашения* — это та цена, которая выплачивается владельцам облигаций по окончании срока займа. В большинстве выпусков цена погашения равна номинальной цене, однако она может и отличаться от номинала.

*Курсовая цена* — это цена, по которой облигации продаются на вторичном рынке. Если каждая облигация имеет строго определенную номинальную цену, цену погашения и эмиссионную цену, уровень которых зафиксирован при выпуске займа, то курсовая цена претерпевает значительные изменения в течение срока жизни облигации — она колеблется относительно теоретической стоимости облигации, которая, по существу, выступает как расчетная курсовая цена облигации.

Общий подход к определению теоретической стоимости любой ценной бумаги заключается в следующем: чтобы определить, сколько, по мнению данного инвестора, должна стоить ценная бумага в данный момент времени, необходимо продисконтировать все доходы, которые он рассчитывает получить за время владения ценной бумагой.

### Как определить стоимость облигации с периодической выплатой дохода (купонной облигации)?

Формула для определения стоимости купонной облигации может быть представлена в виде:

$$P = \frac{D}{1+R} + \frac{D}{(1+R)^2} + \dots + \frac{D}{(1+R)^n} + \frac{N}{(1+R)^n}$$

или

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{D}{(1+R)^i} + \frac{N}{(1+R)^n}, \quad (13.3)$$

где  $P$  — цена облигации;  $D$  — процентный (купонный) доход в денежных единицах;  $R$  — требуемая норма прибыли (ставка дисконтирования).

Если обозначить:

$$\frac{D}{1+R} = a_1, \quad \frac{1}{1+R} = q,$$

тогда выражение (13.3) примет вид:

$$P = a_1 + a_1 \times q + a_1 \times q^2 + \dots + a_1 \times q^{n-1} + \frac{N}{(1+R)^n}. \quad (13.4)$$

Сумма:  $a_1 + a_1 \times q + a_1 \times q^2 + \dots + a_1 \times q^{n-1}$  представляет собой сумму первых  $n$  членов геометрической прогрессии и может быть определена по формуле:

$$S_n = \frac{a_1 - a_1 \times q^n}{1 - q}. \quad (13.5)$$

Подставляя в эту формулу вместо  $a_1 = \frac{D}{1+R}$ , вместо  $q = \frac{1}{1+R}$ , имеем:

$$S_n = \frac{\frac{D}{1+R} - \frac{D}{1+R} \times \left(\frac{1}{1+R}\right)^n}{1 - \frac{1}{1+R}}.$$

После преобразований получаем:

$$S_n = \frac{D}{R} \left[ 1 - \frac{1}{(1+R)^n} \right]. \quad (13.6)$$

Следовательно, формула для определения стоимости облигации принимает вид:

$$P = \frac{D}{R} \left[ 1 - \frac{1}{(1+R)^n} \right] + \frac{N}{(1+R)^n}. \quad (13.7)$$

Заметим, что приведенные выше расчеты справедливы, если ставка дисконтирования (требуемая норма прибыли) остается неизменной в течение рассматриваемого периода (срока действия облигации). В действительности ставка может изменяться.

#### **Как изменятся расчеты при переменной ставке дисконтирования?**

В этом случае для определения приведенной стоимости облигаций требуется найти продисконтированные потоки доходов для каждого года, используя следующую формулу:

$$D_{pi} = \frac{D_i}{(1+R_1) \times (1+R_2) \times \dots \times (1+R_i)}, \quad (13.8)$$

где  $D_{pi}$  — приведенная стоимость дохода  $i$ -го года;  $D_i$  — доход  $i$ -го года;  $R_1, R_2, \dots, R_i$  — ставка дисконтирования для 1-го, 2-го, ...,  $i$ -го года.

#### **Как изменятся расчеты, если процентный доход выплачивается несколько раз в год?**

Процентный доход по облигациям может выплачиваться не один, а несколько раз в год, тогда формулы (13.3) и (13.7) будут иметь следующий вид:

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{\frac{D}{m}}{\left(1 + \frac{R}{m}\right)^{im}} + \frac{N}{\left(1 + \frac{R}{m}\right)^{nm}}, \quad (13.9)$$

или

$$P = \frac{D}{R} \left[ 1 - \frac{1}{\left(1 + \frac{R}{m}\right)^{mn}} \right] + \frac{N}{\left(1 + \frac{R}{m}\right)^{mn}}, \quad (13.10)$$

где  $m$  — число выплат процентного дохода в течение года.

До сих пор мы рассматривали случаи, когда до погашения облигации остается целое число лет или купонных периодов. Однако облигации продаются и покупаются в любой момент времени (в начале, середине и в конце купонного периода).

### Как рассчитать стоимость облигации, до погашения которой осталось нецелое число лет?

Допустим, что некая облигация продается за 4 года и 300 дней до срока погашения. Покупатель получит годовой процентный доход по этой облигации (при условии выплаты процентов 1 раз в год) через 300 дней после покупки облигации. Между тем в течение 65 дней облигация находилась в руках продавца, которому по праву принадлежит процентный доход за этот период, в то время как покупателю причитается доход только за 300 дней. Процентный доход покупателя и продавца за время  $T$  определяется по формуле:

$$D_T = D \times \frac{T}{365}, \quad (13.11)$$

где  $D$  — процентный доход за год или купонный период;  $T$  — время, в течение которого облигация находилась в руках продавца или покупателя (в днях);  $D_T$  — процентный доход за время  $T$ .

Поскольку процентный доход, принадлежащий продавцу, получит покупатель облигации при оплате очередного купона, то цена облигации должна быть увеличена таким образом, чтобы продавец не понес ущерба.

Однако это лишь приблизительный результат. Чтобы получить более точный результат, нужно продисконтировать ожидаемые доходы за тот период времени, который остается до погашения облигации с момента совершения сделки. Для нецелого числа лет формула приведенной стоимости имеет следующий вид:

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{D}{(1+R)^k \times (1+R)^{i-1}} + \frac{N}{(1+R)^k \times (1+R)^{n-1}}, \quad (13.12)$$

где  $k = \frac{T}{365}$ ;  $n$  — целое число лет, включая нецелый год;  $T$  — число дней до выплаты первого купона.

### Как определить стоимость облигации с переменным купоном?

Выше речь шла об облигациях с постоянным купоном. Однако купонные облигации могут быть как с постоянной, так и переменной купонной ставкой. Последние характеризуются тем, что величина процентного дохода изменяется в зависимости от изменения ситуации на финансовом рынке. Примерами таких облигаций являются облигации федерального займа с переменным купоном (ОФЗ-ПК) и облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ). Стоимость таких облигаций определяется по формуле:

$$P = \frac{D_1}{1 + R_1} + \frac{D_2}{(1 + R_1) \times (1 + R_2)} + \dots + \frac{D_n + N}{(1 + R_1) \times (1 + R_2) \times \dots \times (1 + R_n)}, \quad (13.13)$$

где  $D_1, D_2, \dots, D_n$  — процентный доход  $i$ -го периода ( $i = 1, 2, \dots, n$ );  $R_1, R_2, \dots, R_n$  — требуемая норма прибыли (ставка дисконтирования)  $i$ -го периода.

Задача заключается в том, чтобы оценить величину процентных выплат и требуемую норму прибыли в разные периоды.

### Как определить стоимость бескупонной облигации?

Бескупонную облигацию можно представить как купонную облигацию с нулевым размером купонных платежей. Поскольку процентные платежи при этом равны нулю, то формулы (13.3) и (13.7) принимают следующий вид:

$$P = \frac{N}{(1 + R)^n}. \quad (13.14)$$

Формула (13.14) может быть использована и при определении курсовой стоимости краткосрочных ценных бумаг (со сроком действия менее 1 года) — ГКО, депозитных и сберегательных сертификатов.

Однако для определения цены краткосрочных облигаций обычно используется другая формула:

$$P = \frac{N}{1 + \frac{R \times T}{365}}. \quad (13.15)$$

Рассмотрим, какие расхождения будут возникать при использовании двух различных формул расчета стоимости дисконтной облигации.

1. Расхождение в оценке курсовой стоимости облигации при использовании разных формул тем меньше, чем ниже ставка дисконтирования.
2. При одной и той же ставке дисконтирования расхождение в цене тем меньше, чем больше срок до погашения облигации.
3. При сроке до погашения, равном 1 году (365 дней), обе формулы дают один и тот же результат расчетной цены облигации.

Поскольку величины расхождений расчетной цены, полученной с использованием разных формул, являются весьма незначительными, то при вычислениях с краткосрочными инструментами обычно используется формула (13.15).

### **Как определяется текущая доходность облигаций?**

Облигации приобретаются инвесторами с целью получения дохода. Процентный (или купонный) доход измеряется в денежных единицах. Чтобы иметь возможность сравнивать выгодность вложений в разные виды облигаций (и других ценных бумаг), следует сопоставить величину получаемого дохода с величиной инвестиций (ценой приобретения ценной бумаги).

Если известна курсовая цена облигации и величина процентного дохода, то можно определить так называемую текущую доходность облигации по формуле:

$$R_T = \frac{D}{P}, \quad (13.16)$$

где  $R_T$  — текущая доходность;  $D$  — процентный доход в денежных единицах;  $P$  — цена облигации.

### **Что такое доходность к погашению облигации?**

Если инвестор собирается держать облигацию до погашения, то он может сопоставить все полученные по облигации доходы (процентные платежи и сумму погашения) с ценой приобретения облигации. Полученная таким способом величина называется доходностью к погашению или внутренней нормой прибыли.

Если известна цена облигации, то доходность к погашению можно определить методом последовательных приближений, используя формулы (13.1) или (13.7).

При этом в указанные формулы следует подставлять различные значения  $R$ , и для каждого значения  $R$  определять соответствующее значение цены. Если для выбранного значения  $R$  мы получаем цену выше заданного значения цены ( $P$ ), то следует увеличить значение  $R$  и найти новое значение  $P$ . Если получено значение  $P$  ниже заданной цены, то необходимо уменьшить значение  $R$ . Такие действия необходимо продолжать до тех пор, пока расчетная цена не совпадет с заданной ценой. Полученное таким образом значение  $R$  и будет являться доходностью облигации к погашению или внутренней нормой прибыли облигации.

Доходность к погашению — это ставка дисконтирования, при которой приведенная стоимость процентных платежей и суммы погашения облигации равна покупной цене облигации (затратам инвестора). На основе вычисленной доходности к погашению можно решать вопрос о приемлемости тех или иных инвестиций. Если инвестор определил для себя требуемую норму прибыли для данного вида вложений (с учетом риска) и если полученная норма прибыли по облигации равна или выше требуемой нормы, то покупка облигаций является выгодным вложением средств. Если же доходность по облигации ниже требуемой нормы прибыли, то такое вложение средств (покупка облигаций) является неприемлемым.

На практике на выбор инвестора оказывают влияние многие факторы, поэтому для принятия того или иного решения не всегда необходимо производить точные вычисления. Иногда достаточно иметь лишь приблизительные результаты. Так, чтобы определить приблизительно уровень доходности к погашению облигации, можно использовать следующую формулу:

$$R = \frac{\frac{N - P}{n} + D}{\frac{N + P}{2}}, \quad (13.17)$$

где  $N$  — номинал облигации;  $P$  — цена облигации;  $n$  — число лет до погашения облигации;  $D$  — ежегодный процентный доход по облигации в денежных единицах.

Отклонение приблизительного значения доходности от точного значения обычно весьма незначительно и находится в пределах допустимой ошибки.

### Как определить доходность бескупонной облигации?

Доходность бескупонной облигации (облигации с нулевым купоном) определяется из формулы (13.14):

$$P = \frac{N}{(1 + R)^n}.$$

После преобразований получаем:

$$(1 + R)^n = \frac{N}{P},$$

$$1 + R = \sqrt[n]{\frac{N}{P}},$$

$$R = \sqrt[n]{\frac{N}{P}} - 1. \quad (13.18)$$

Если инвестору необходимо сравнить доходность по бескупонным облигациям с доходностью купонных облигаций, с выплатой дохода  $m$  раз в год, то формула (13.18) принимает вид:

$$R = \left( \sqrt[m]{\frac{N}{P}} - 1 \right) \times m. \quad (13.19)$$

Доходность краткосрочных облигаций (сроком действия до 1 года) обычно определяется по формуле:

$$R = \frac{D}{P} \times \frac{365}{T}, \quad (13.20)$$

где  $D$  — величина дисконта (процентного дохода) в денежных единицах;  $P$  — цена облигации;  $T$  — число дней до погашения облигации.

Подставляя вместо  $D = N - P$ , получаем:

$$\begin{aligned} R &= \frac{N - P}{P} \times \frac{365}{T}, \\ R &= \left( \frac{N}{P} - 1 \right) \times \frac{365}{T}, \end{aligned} \quad (13.21)$$

где  $N$  — номинал облигации.

### Как определить доходность к погашению облигации с плавающим купоном?

Доходность к погашению облигаций с переменной процентной ставкой (с плавающим купоном) с более или менее достаточной степенью достоверности определить невозможно. Речь может идти только о весьма приблизительной оценке на основе прогноза развития рыночной ситуации. Вместе с тем следует иметь в виду, что величина купонной ставки на очередной купонный период устанавливается исходя из сложившейся и ожидаемой конъюнктуры рынка на очередной период. По существу облигацию с плавающим купоном (облигации типа ОФЗ-ПК или ОГСЗ) можно рассматривать как серию краткосрочных облигаций, так как доходность таких облигаций на очередной купонный период устанавливается на уровне доходности краткосрочных инструментов. Следовательно, для таких облигаций целесообразно определять доходность к погашению очередного купона, т. е. использовать приведенную выше формулу для определения доходности краткосрочных облигаций (13.20).

Следует отметить, что Центробанк РФ дал следующую формулу для вычисления доходности облигаций ОФЗ и ОГСЗ:

$$R = \left( \frac{N + C}{P_y + A} - 1 \right) \times \frac{365}{T}, \quad (13.22)$$

где  $N$  — номинал облигации;  $C$  — величина текущего купона;  $P_y$  — чистая цена облигации (цена в самом начале купонного периода);  $A$  — накопленный доход с начала купонного периода;  $T$  — количество дней до конца купонного периода.

Величина  $A$  определяется по формуле:

$$A = \frac{c}{t}(t - T), \quad (13.23)$$

где  $t$  — продолжительность купонного периода.

### Что такое доходность за период владения?

Инвестор может держать облигацию не до погашения, а продать ее до срока погашения. В этом случае требуется определить доходность за период владения. Расчет доходности облигаций при этом фактически не отличается от методов расчета доходности к погашению. Разница лишь в том, что инвестор получает не сумму погашения (номинальная облигация), а продажную цену облигации, которая может отличаться

от номинала. Поэтому в приведенных выше формулах вместо номинала облигации будет фигурировать цена продажи облигации.

### **Что такое реализованный процент?**

Предположим, что инвестор определил для облигации величину доходности к погашению. Он считает, что этот уровень доходности является приемлемым, и инвестор решил оставить облигацию у себя до погашения. В таком случае задача инвестора заключается не только в том, чтобы получать купонные платежи, но и реинвестировать полученные суммы, чтобы обеспечить теоретически определенный уровень доходности.

Доходность, полученная с учетом реинвестирования доходов (или получения процента на процент), обычно называется как полностью наращенная или капитализируемая ставка доходности. Эту величину называют также реализованным процентом, ставкой рыночной капитализации или ожидаемой нормой прибыли.

Величина реализованного процента имеет существенное значение для любого инвестора. Особенно она важна для инвестиционных программ, которые имеют большую величину текущего дохода, когда инвестор должен сам заниматься реинвестированием этих доходов.

### **Как определить стоимость банковского сертификата?**

По своим основным характеристикам депозитные и сберегательные сертификаты близки к краткосрочным и среднесрочным облигациям. По окончании срока действия сертификата его владелец получает сумму вклада и процентов. Если известна процентная ставка по сертификату сроком действия до одного года, то сумма начисленных процентов (процентного дохода) может быть определена по формуле:

$$D = N \frac{R_c \times T}{365}, \quad (13.24)$$

где  $N$  — номинал сертификата;  $D$  — процентный доход;  $R_c$  — процентная ставка по сертификату;  $T$  — срок действия сертификата.

Сумма, выплачиваемая владельцу сертификата при погашении, равна:

$$N + D = N + N \frac{R_c T}{365} = N \left( 1 + \frac{R_c \times T}{365} \right). \quad (13.25)$$

Цена сертификата определяется по формуле:

$$P = \frac{N \left( 1 + \frac{R_c \times T}{365} \right)}{1 + R \times \frac{T}{365}}, \quad (13.26)$$

где  $R$  — требуемая норма прибыли.

По российскому законодательству депозитные сертификаты предназначены для юридических лиц и выпускаются на срок до одного года. Для физических лиц выпускаются сберегательные сертификаты, срок действия которых может достигать до трех лет. Цена сертификатов, выпускаемых на срок более одного года, определяется так же, как и для облигаций.

Если известна рыночная цена сертификата и инвестор определил требуемую норму прибыли для данного вида ценных бумаг, то доходность сертификата со сроком погашения меньше года можно определить по формуле (13.18).

### Как определить цену векселя?

Общий подход при определении цены дисконтного или процентного векселя остается таким же, как и при определении других краткосрочных ценных бумаг (облигаций или сертификатов). Однако следует иметь в виду, что векселя котируются на основе дисконтной ставки (дисконтной доходности).

Дисконтная доходность определяется по следующей формуле:

$$R_d = \frac{D}{N} \times \frac{360}{T}, \quad (13.27)$$

где  $R_d$  — дисконтная ставка (доходность);  $D$  — величина дисконта (процентного дохода) в денежных единицах;  $N$  — цена погашения (номинал) векселя;  $T$  — число дней до погашения векселя; 360 — число дней в финансовом году.

Если известна величина дисконта, то цена векселя ( $P$ ) будет равна:

$$P = N - D.$$

Если известна дисконтная ставка, то величину дисконта можно определить из формулы (13.27):

$$D = N \frac{R_d \times T}{360}, \quad (13.28)$$

отсюда:

$$P = N - N \frac{R_d \times T}{360} = N \left( 1 - \frac{R_d \times T}{360} \right). \quad (13.29)$$

Дисконтная ставка занижает инвестиционную доходность векселя, так как расчет ведется на базе 360 дней и номинала векселя, тогда как инвестор затрачивает на покупку векселя сумму, которая меньше номинала. Поскольку инвестору приходится сравнивать вложения в покупку векселей с вложениями в другие ценные бумаги, которые котируются на основе 365 дней, то в этом случае цена векселя может быть определена по формуле (13.15).

По процентному векселю держатель при оплате векселя получает номинал векселя и сумму начисленных процентов. Сумма начисленных процентов исчисляется по той же формуле (13.24), как и сумма процентов по депозитному сертификату, только расчет производится на базе финансового года, равного 360 дням:

$$D = N \frac{R_b \times T}{360}, \quad (13.30)$$

где  $D$  — сумма начисленных процентов в денежных единицах;  $N$  — номинал векселя;  $R_b$  — процентная ставка по векселю;  $T$  — число дней с момента начисления процентов до оплаты векселя.

Соответственно цена процентного векселя определяется по аналогии с ценой сертификата (формула (13.26) на базе финансового года в 360 дней):

$$P = \frac{N \left( 1 + \frac{R_b \times T}{360} \right)}{1 + R \times \frac{T}{360}}, \quad (13.31)$$

где  $R$  — требуемая норма прибыли по данному виду ценных бумаг.

Если известна цена векселя, то его доходность может быть определена по формуле (13.20).

### Какие виды стоимости имеет акция?

Акции могут иметь номинал, выкупную стоимость, так называемую книжную стоимость и рыночную цену или курс.

Номинал акции — это ее лицевая стоимость, обозначенная на акции. Эта величина не имеет какого-либо существенного значения, так как номинал не характеризует ни уровень дивидендов, ни величину

стоимости, которая будет приходиться на акцию в случае ликвидации компании. Эта цена имеет значение только при организации акционерного общества. Но уже при последующих дополнительных выпусках акций их продажная цена может отличаться от номинала.

Выкупную стоимость имеют отзывные привилегированные акции. Она объявляется в момент выпуска акций. Обычно выкупная цена превышает номинал на 1 %.

«Книжная» (или балансовая) стоимость акции — это величина собственного капитала компании, приходящаяся на одну акцию. Если выпущены только обыкновенные акции, то эта стоимость определяется путем деления собственного капитала на число акций. Если выпущены также и привилегированные акции, то собственный капитал надо уменьшить на совокупную стоимость привилегированных акций по номиналу или по выкупной цене (для отзывных акций).

Рыночная цена, или курс акций — это та цена, по которой акции свободно продаются и покупаются на рынке. Номинал акции при этом значения не имеет, и акция меньшего номинала может продаваться по более высокой цене. Для инвестора имеет значение, какую прибыль приносит акция в данный момент и каковы перспективы получения прибыли в будущем.

### Как определить стоимость привилегированной акции?

Чтобы определить цену привилегированной акции, имеющей фиксированную величину дивиденда, необходимо найти приведенную стоимость всех дивидендов, которые будут выплачены инвестору. Учитывая то, что акция является бессрочной ценной бумагой, приведенная стоимость дивидендов определяется по формуле:

$$P = \frac{D}{1+R} + \frac{D}{(1+R)^2} + \dots + \frac{D}{(1+R)^n} + \dots$$

или

$$P = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D}{(1+R)^i}, \quad (13.32)$$

где  $P$  — стоимость акции;  $D$  — дивиденд на акцию;  $R$  — требуемая норма прибыли на данный тип инвестиций.

Если обозначить:

$$\frac{D}{1+R} = a_1, \quad \frac{1}{1+R} = q,$$

$$\text{то } P = a_1 + a_1 \times q + a_2 \times q + \dots$$

Мы видим, что при  $|q| < 1$  правая часть выражения представляет собой сумму членов бесконечно убывающей геометрической прогрессии, которая определяется по формуле:

$$P = \frac{a_1}{1 - q}. \quad (13.33)$$

Подставляя вместо  $a_1$  и  $q$  соответствующие значения, получаем:

$$P = \frac{\frac{D}{1+R}}{1 - \frac{1}{1+R}},$$
$$P = \frac{D}{R}. \quad (13.34)$$

Основной вопрос состоит в том, как определяется требуемая норма прибыли. Прежде всего ее следует сопоставить с уровнем безрисковой процентной ставки. Если процентная ставка по безрисковым вкладам составляет, например, 12% в год, то инвестор при вложении средств в акции будет стремиться получить более высокий процент, так как покупка акций является рискованным делом. В зависимости от того, насколько рискованно вкладывать деньги в покупку тех или иных акций, и будет определяться приемлемая норма прибыли. То есть приемлемая норма прибыли равняется величине безрисковой процентной ставки плюс плата за риск. И если в приведенном выше примере инвестор оценил плату за риск в размере 6% годовых от суммы инвестиций, то приемлемая норма прибыли определится на уровне 18% годовых.

### **Как определить стоимость обыкновенной акции?**

Определить рыночную цену обыкновенных акций — дело значительно более сложное. Во-первых, потому что дивиденд по обыкновенным акциям заранее не объявляется и можно исходить лишь из предположения о его предстоящем уровне. Во-вторых, на выплату дивидендов идет только часть чистой прибыли компании, другая часть в виде нераспределенной прибыли остается в компании и используется на развитие производства (возможны и другие варианты). И чем больше чистая прибыль, тем больше потенциал роста прибыли компании в будущем. По существу, нераспределенная прибыль является для акционеров

капитализированным дивидендом, и ее увеличение ведет к росту «книжной» стоимости и рыночной цены акции. Рост рыночной цены акции равносителен тому, что акционер, помимо дивидендов, может получить доход в виде разности рыночной цены акции конца и начала рассматриваемого периода. Падение рыночной цены акции будет свидетельствовать о понесенных акционером убытках.

Вот почему в приведенной выше формуле, помимо размера дивиденда, следует учитывать и прирост стоимости акции. И приведенная стоимость всех полученных доходов от акции за период  $n$  лет может быть определена по формуле:

$$P = \frac{D_1 + (P_1 - P)}{1 + R} + \frac{D_2 + (P_2 - P)}{(1 + R)^2} + \dots + \frac{D_n + (P_n - P_{n-1})}{(1 + R)^n}, \quad (13.35)$$

где  $P$  — искомая цена акции;  $P_1, P_2 \dots P_n$  — цена акции первого, второго,  $n$ -го года;  $D_1, D_2 \dots D_n$  — ожидаемые дивиденды первого, второго,  $n$ -го года;  $R$  — требуемая норма прибыли на акцию.

Однако использовать формулу (13.35) для практических расчетов довольно затруднительно, поэтому попытаемся проанализировать сложившуюся ситуацию.

Если известна цена приобретения акции и произведена оценка ожидаемых дивидендов и курсовой цены акции в следующем году, то ожидаемую норму прибыли акции можно определить по формуле:

$$R = \frac{D_1 + P_1 - P_0}{P_0}, \quad (13.36)$$

где  $R$  — ожидаемая норма прибыли на акцию;  $D_1$  — ожидаемые дивиденды в следующем (первом) году;  $P_0$  — цена акции в базисном году;  $P_1$  — ожидаемая цена акции в конце следующего (первого) года.

Если инвестор оценил ожидаемые дивиденды и величину курсовой стоимости акции следующего года, то, чтобы достичь требуемой нормы прибыли на акцию (доходности, соответствующей данной степени риска), курсовая цена акции (цена приобретения акции) не должна превышать определенного уровня. Путем преобразования формулы (13.36) получаем:

$$R = \frac{D_1 + P_1 - P_0}{P_0},$$

$$P_0 \times R + P_0 = D_1 + P_1,$$

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1 + R}. \quad (13.37)$$

Если цена базисного года определена нами через цену и дивиденд следующего первого года, то цену первого года можно выразить соответственно через цену и дивиденд второго года:

$$P_1 = \frac{D_2 + P_2}{1 + R}. \quad (13.38)$$

Подставляя в формулу (13.37) вместо  $P_1$  выражение (13.38), получим:

$$P_0 = \frac{D_1 + \frac{D_2 + P_2}{1 + R}}{1 + R},$$

$$P_0 = \frac{D_1}{1 + R} + \frac{D_2 + P_2}{(1 + R)^2}. \quad (13.39)$$

Поскольку

$$P_2 = \frac{D_3 + P_3}{1 + R}, \quad (13.40)$$

$$\text{то } P_0 = \frac{D_1}{1 + R} + \frac{D_2}{(1 + R)^2} + \frac{D_3}{(1 + R)^3} + \frac{P_3}{(1 + R)^3}. \quad (13.41)$$

Для периода  $n$  лет имеем:

$$P_0 = \frac{D_1}{1 + R} + \frac{D_2}{(1 + R)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + R)^n} + \frac{P_n}{(1 + R)^n},$$

$$\text{или } P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1 + R)^i} + \frac{P_n}{(1 + R)^n}. \quad (13.42)$$

Доход на акцию обеспечивается за счет получения дивидендов и роста курсовой стоимости. Однако в отдельные периоды времени доход может быть получен только за счет действия одного фактора. Представим себе ситуацию, что компания в течение нескольких лет не выплачивает дивиденды, а вся прибыль расходуется на развитие

компании. В этом случае в формуле (13.42) остается только последняя часть, и она превращается в формулу:

$$P_0 = \frac{P_n}{(1 + R)^n}. \quad (13.43)$$

Теперь предположим, что вся прибыль компании направляется на выплату дивидендов. В этом случае цена акций не должна изменяться, а размер дивидендов должен быть таким, чтобы обеспечить требуемую норму прибыли на акцию.

Ранее мы предположили, что доход на акцию обеспечивается либо за счет получения дивидендов, либо за счет роста курсовой стоимости. Такие случаи вполне возможны в отдельные короткие периоды времени. Если же рассматривать более продолжительные периоды времени, то доход на акцию обеспечивается за счет действия обоих факторов: выплаты дивидендов и роста курсовой стоимости.

С течением времени доля цены в приведенной стоимости акции постепенно уменьшается и уже к десятому году составляет менее 50 %; к сотому году приведенная стоимость почти полностью определяется величиной дивидендов. Поскольку акция является бессрочной бумагой, то величина последней составляющей в формуле (13.42) при неограниченном росте  $n$  стремится к нулю. Следовательно, текущую цену акции можно представить как приведенную стоимость бесконечного потока дивидендов:

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1 + R)^i}. \quad (13.44)$$

Справедливости ради следует сказать, что практическое использование формулы (13.44) весьма проблематично, так как невозможно определить размер дивидендов на длительный, а тем более бесконечный период времени.

Кроме того, многие инвесторы планируют свои действия на ограниченный период времени. Портфель ценных бумаг инвестора постоянно обновляется — для достижения своих целей инвестору необходимо продавать одни ценные бумаги и покупать другие. Таким образом, более реалистичной является ситуация, когда инвестор покупает акции, а через какое-то время их продает. В этом случае расчет цены акции осуществляется по формуле (13.42).

Задача инвестора состоит в том, чтобы как можно точнее спрогнозировать величину ожидаемых дивидендов и изменение будущей цены акции. Наиболее простой способ решения проблемы заключается в том, что мы предполагаем постоянные темпы роста цены и дивидендов.

**Как определить стоимость акции при постоянном росте дивидендов?**

Если компания стремится поддерживать постоянный темп роста дивидендов, то можно записать следующее:

$$D_i = D_1 \times (1 + g)^{i-1}, \quad (13.45)$$

где  $D_1, D_2, \dots, D_i$  — дивиденды первого, второго, ...  $i$ -го года;  $g$  — темп прироста дивидендов.

Подставляя в формулу (13.42) соответствующие значения  $D_i$ , получаем:

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{D_1}{1+R} + \frac{D_1 \times (1+g)}{(1+R)^2} + \dots \\ &\dots + \frac{D_1 \times (1+g)^{n-1}}{(1+R)^n} + \frac{P_n}{(1+R)^n}. \end{aligned} \quad (13.46)$$

Обозначим:

$$\frac{D_1}{1+R} = a_1, \quad \frac{1+g}{(1+R)} = q,$$

тогда:

$$\begin{aligned} \frac{D_1}{1+R} + \frac{D_1 \times (1+g)}{(1+R)^2} + \dots + \frac{D_1 \times (1+g)^{n-1}}{(1+R)^n} &= \\ = a_1 + a_1 \times q + \dots + a_1 \times q^{n-1}. \end{aligned} \quad (13.47)$$

Мы видим, что выражение (13.47) представляет собой сумму первых  $n$  членов геометрической прогрессии, которая может быть определена по формуле

$$S_n = \frac{a_1 - a_1 \times q^n}{1 - q}. \quad (13.48)$$

Подставляя вместо  $a_1$  и  $q$  соответствующие значения, получаем:

$$S_n = \frac{\frac{D_1}{1+R} - \frac{D_1}{1+R} \times \left(\frac{1+g}{1+R}\right)^n}{1 - \frac{1+g}{1+R}} = \frac{D_1}{R-g} \left[ 1 - \frac{(1+g)^n}{(1+R)^n} \right].$$

Отсюда:

$$P_0 = \frac{D_1}{R - g} \left[ 1 - \frac{(1 + g)^n}{(1 + R)^n} \right] + \frac{P_n}{(1 + R)^n}. \quad (13.49)$$

Если рассматривать акцию как бессрочную ценную бумагу, то при неограниченном возрастании числа членов ( $n \rightarrow \infty$ ) и при  $|g| < |R|$  сумма  $S_n$  стремится к пределу:

$$S = \frac{a_1}{1 - q}. \quad (13.50)$$

Подставляя вместо  $a_1$  и  $q$  соответствующие значения, имеем:

$$S = \frac{\frac{D_1}{1 + R}}{1 - \frac{1 + g}{1 + R}} = \frac{D_1}{R - g}. \quad (13.51)$$

Ранее было показано, что при неограниченном возрастании числа  $n$  последняя часть в формуле (13.49)  $\frac{P_n}{(1 + R)^n}$  стремится к нулю.

Следовательно:

$$P_0 = \frac{D_1}{R - g}. \quad (13.52)$$

Заметим, что формула (13.52) справедлива при  $g = \text{const}$  и  $R > g$ .

Применение формул (13.49) и (13.51) приводит к одним и тем же результатам. Иначе и быть не может, так как цена акций должна быть одинакова независимо от того, на какой срок приобретает ее инвестор — на короткое или длительное время.

На основании формулы (13.52) нетрудно заключить, что при требуемой норме доходности и ожидаемого уровня дивидендов первого года цена акции будет зависеть от темпа роста дивидендов.

При определении цены акции следует принимать во внимание не только величину ожидаемой прибыли на акцию или ожидаемого уровня дивидендов, но и время совершения сделки — чем ближе дата выплаты дивидендов, тем выше должен быть курс акций.

### Как определить доходность акции?

Доходность за период владения акцией, если она находилась у инвестора менее года, может быть определена по формуле:

$$R = \frac{P_s - P_b + D}{P_b} \times \frac{365}{T}, \quad (13.55)$$

где  $R$  — доходность акции из расчета годовых;  $P_b$  — цена покупки акции;  $P_s$  — цена продажи акции;  $D$  — дивиденды, полученные за период владения акцией;  $T$  — период владения акцией (в днях).

Однако если акция находилась у инвестора в течение нескольких лет, то данная формула дает искаженные результаты, так как здесь не учитывается стоимость денег во времени. Поэтому необходим другой подход.

Для получения более точной оценки можно воспользоваться методом последовательных приближений, применяя формулу, аналогичную формуле (13.7), используемой для определения цены облигаций:

$$P = \frac{D}{R} \left[ 1 - \frac{1}{(1+R)^T} \right] + \frac{P_s}{(1+R)^T}, \quad (13.56)$$

где  $D$  — среднегодовой дивиденд;  $P_s$  — цена продажи акции;  $R$  — исковая норма прибыли;  $P$  — цена покупки акции.

Суть метода, как было отмечено выше, заключается в том, что мы будем придавать  $R$  различные значения, пока не получим необходимую величину  $P$ .

### С какими рисками связаны вложения в ценные бумаги?

Выше мы рассмотрели одно из важнейших свойств ценных бумаг — их доходность. Ясно, что при прочих равных условиях инвесторы предпочтут вкладывать средства в наиболее доходные ценные бумаги. Однако до сих пор мы не учитывали риск вложений в разные виды ценных бумаг. Под риском мы будем понимать вероятность отклонения фактически полученного результата от величины ожидаемого дохода. Чем больше диапазон колебания возможных результатов, тем выше риск. Иными словами, чем выше вероятность возникновения убытков, тем выше риск. В свою очередь, чем выше риск вложений, тем большую доходность должны приносить такие инвестиции. Инвесторы стремятся к тому, чтобы иметь наименьший риск при данном уровне доходности актива или обеспечить максимальную доходность при определенном уровне риска.

Объектами инвестиций могут быть как различные виды предпринимательской деятельности (производство, торговля, транспорт, консалтинг, финансы), так и вложения в недвижимость, драгоценности, ценные бумаги. Все эти направления подвержены определенному риску, причем его величина зависит от различных факторов. Все источники риска в какой-то степени связаны друг с другом, поэтому невозможно определить степень риска, происходящего от каждого отдельного источника.

В зависимости от того, от действия каких источников возникает риск, можно выделить следующие его виды.

*Предпринимательский риск* (business risk) — это степень неопределенности доходов от предпринимательской деятельности, под которой здесь понимаются любые виды деятельности, связанные с производством и реализацией товаров и оказанием разного рода услуг (производство, торговля, транспорт, банковские услуги, консалтинг и т. д.).

В любой фирме расходы могут оказаться больше, чем предполагаемые. В любом виде деятельности возможны ошибки работников, убытки от кражи и порчи имущества, перебои в энергоснабжении, потери информации и т. д. В банках, например, это взломы компьютерных систем и нелегальные переводы денег. Одним словом, любая фирма может понести убытки или даже обанкротиться. В результате фирма может прекратить оплачивать долговые обязательства и выплачивать дивиденды по акциям.

Предпринимательский риск связан с конкретным видом деятельности и зависит от целого ряда факторов. Во-первых, от спроса на продукцию или услуги. Чем стабильнее спрос, тем ниже предпринимательский риск. Во-вторых, от стабильности цен на продукцию. Чем стабильнее цены на продукцию фирмы, тем меньше фирма подвергается риску. В-третьих, от изменения цен на сырье и материальные ресурсы. Чем неопределеннее эти цены, тем выше степень предпринимательского риска. В-четвертых, от возможностей фирмы регулировать цены на свою продукцию в зависимости от изменения затрат на ресурсы. Чем больше такая возможность, тем меньше степень предпринимательского риска. В-пятых, от скорости устаревания продукции. Например, инвестиции в компании, занимающиеся электро-, газо-, водоснабжением, являются менее рискованными, чем инвестиции в производство новых видов изделий, таких как электроника, фармакология. В-шестых, от доли постоянных расходов в составе затрат фирмы. Чем выше эта доля, тем выше степень предпринимательского риска, так как даже незначительное снижение объема реализации может привести к существенному снижению доходов фирмы. (Действие этого фактора особенно остро проявляется на предприятиях капиталоемких и наукоемких отраслей.)

*Кредитный риск* (риск неплатежа или невыполняемых обязательств, default risk) — это вероятность потерь вложений в ценные бумаги, связанная с тем, что эмитент, выпустивший ценные бумаги, может оказаться неплатежеспособным, т. е. не сможет выплачивать проценты и основную сумму долга по долговым обязательствам, не сможет выплачивать дивиденды по акциям, в результате ценные бумаги обесценятся и не принесут ожидаемого дохода. Если заемщик оказывается неплатежеспособным, то для предприятий дебиторская задолженность может быть не погашена, а банкам могут быть не возвращены кредиты. Принято считать, что государственные облигации являются безрисковыми инструментами.

*Финансовый риск* (financial risk) — это степень неопределенности, связанная с привлечением заемных средств. Чем больше доля заемных средств у фирмы, тем выше риск вложений в данную фирму. В определенный момент времени фирма может иметь трудности по выплате процентов по облигациям, погашению основной суммы долга и выплате дивидендов по акциям.

*Риск, связанный с инфляцией, или риск покупательной способности* (purchasing power risk). В период инфляции общий уровень цен возрастает. Это означает, что покупательная способность денежной единицы падает. В этой ситуации несут потери владельцы облигаций и привилегированных акций, имеющих фиксированные доходы (проценты и дивиденды), поэтому более предпочтительны инвестиционные инструменты, чьи стоимости или доходы движутся в одном направлении с общим уровнем цен. Такowymi могут быть облигации с плавающей процентной ставкой, обыкновенные акции, недвижимость.

*Валютный риск* (exchange rate risk) связан с неблагоприятным изменением курса иностранной и национальной валюты. Так, вложения в иностранные облигации могут принести меньшую прибыль, если произошла девальвация этой валюты.

*Процентный риск* (interest rate risk) связан с изменением уровня процентных ставок. С ростом процентных ставок падают курсы ценных бумаг с фиксированным доходом. Уменьшение процентных ставок приводит к росту курсов таких бумаг. Происходит это потому, что ценная бумага должна приносить такой же уровень дохода, как и вновь выпускаемые ценные бумаги при существующей ставке процента. Этому риску подвержены не только ценные бумаги с фиксированной ставкой процента, но и другие инвестиционные инструменты, в том числе обыкновенные акции и имущественные вложения. Общая зависимость здесь такова: чем выше процентная ставка, тем ниже курс акций или стоимость имущества, и наоборот, при снижении процентных ставок происходит рост курсовой стоимости акций и приносящей доход недвижимости.

*Риск ликвидности* (liquidity risk) связан с невозможностью продать инвестиционный инструмент в нужный момент по соответствующей цене. Хотя вложения в ценные бумаги означают, что инвестор вкладывает деньги на какое-то (иногда довольно значительное) время, из-за неопределенных обстоятельств инвестору неожиданно могут потребоваться деньги, и он попытается реализовать ценные бумаги раньше окончания срока их действия. В этом случае важным фактором для инвестора является возможность превратить ценные бумаги в деньги, т. е. ликвидность ценных бумаг. Среди долговых бумаг ценные бумаги государства являются наиболее ликвидными. Муниципальные облигации имеют значительно более ограниченный вторичный рынок. Что касается корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций), то их ликвидность варьируется очень широко. Акции и облигации крупных компаний, имеющие высокий кредитный рейтинг и котирующиеся на фондовых биржах, являются достаточно ликвидными.

*Рыночный риск* (market risk) вызывается действием факторов, которые оказывают влияние на все виды вложений, хотя их действие оказывается неодинаковым на разные инвестиции. Доходность и стоимость вложений изменяется под влиянием политических и общественных событий, экономической ситуации, а также под воздействием изменений во вкусах и структуре потребления инвесторов, их отношении к качеству жизни. Направление и степень этих колебаний неодинаково сказываются на объектах инвестирования, их стоимости и доходности. Например, даже инвестиции в недвижимость, несмотря на то что они подвержены меньшему влиянию рыночных факторов, могут потерять привлекательность инвесторов вследствие повышения требований к качеству жилья, его местоположению и т. д. В результате их стоимость и доходность снизятся. Особенно сильное влияние разного рода политические и экономические факторы оказывают на курс акций. Так, усиление или ослабление напряженности на Ближнем Востоке неоднократно приводило к колебанию курсов акций нефтяных компаний. Рыночный риск приводит к тому, что курсы ценных бумаг испытывают постоянные колебания, и доходы инвесторов могут оказаться ниже ожидаемого уровня. При этом убытки могут быть неодинаковыми по отношению к разным ценным бумагам.

*Случайный риск* (event risk) связан с неожиданным событием, которое обычно оказывает немедленное воздействие на стоимость и доходность инвестиций. В частности, поглощение или выкуп компании за счет заемного капитала могут привести к падению курсов ценных бумаг. Случайные события могут вызвать как снижение, так и рост курса ценных бумаг. К случайному риску может быть отнесен и риск, вызванный форс-мажорными обстоятельствами, т. е. обстоятельствами непреодолимой силы (стихийное бедствие, революция, военные

действия и т. д.). При наступлении таких обстоятельств одна из сторон может не выполнить условия соглашения, но при этом она освобождается от ответственности. Другая сторона в результате может понести убытки.

*Отраслевой риск* (branch risk) связан с тем, что изменения, происходящие в политической, экономической и общественной жизни, по-разному сказываются на развитии отдельных отраслей. Например, спад в экономике может быть больше или меньше, чем в отдельной отрасли. Может случиться и так, что спад во всей экономике буде сопровождаться ростом производства в отдельной отрасли. И наоборот, отдельная отрасль может испытывать спад, несмотря на подъем экономики страны. Следовательно, инвестиции в ценные бумаги, и прежде всего в акции, будут подвержены отраслевому риску. (Естественно, этому риску будут подвержены и реальные вложения.) Ухудшение финансового положения эмитентов депрессивных отраслей будет оказывать влияние не только на курс акций, но и на курс долговых бумаг.

*Страновой риск* (country risk). В условиях международного переплетения капиталов и возможности осуществлять инвестиции не только в стране, но и за рубежом инвесторы будут подвергаться страновому риску. Страновой риск — это степень неопределенности (или возможность потерь), связанная с особенностями функционирования капитала в той или иной стране. Дело в том, что на условия ведения бизнеса оказывают влияние общественно-политические, правовые и экономические факторы. В разных странах различные политические режимы, разное государственное устройство, есть различия в религиях, в степени решения этнических проблем, неодинаковы степень разработки законодательной и нормативной базы, степень свободы предпринимательства и государственного регулирования экономики, разная инфляция, величина внешнего долга, неодинаковые запасы иностранной валюты, разный налоговый режим, разные темпы роста ВВП. Страновой риск зависит и от криминогенной обстановки в стране, наличия (или отсутствия) военных действий, религиозных разногласий, развития бюрократии. Все эти обстоятельства в их совокупности и обуславливают неодинаковую возможность потерь при осуществлении инвестиций в разных странах.

Риск, как сказано выше, связан с возможностью совершения некоторых неблагоприятных событий, которые могут привести к потере или ущербу. Если вы играете в казино или на скачках, то вы рискуете собственными деньгами. Если вы покупаете спекулятивные акции (а реально — и любые акции), то вы также рискуете получить меньшую прибыль, чем предполагали. Во всех названных случаях вы рискуете, но надеетесь, что при удачном стечении обстоятельств получите большую выгоду.

Для иллюстрации рисковости финансовых вложений предположим, что инвестор приобретает трехмесячные краткосрочные

государственные облигации на сумму 10 000 долл. по цене 980 долл., которые погашаются через три месяца по номиналу 1000 долл. В этом случае норма прибыли (или доходность) инвестиций может быть определена совершенно точно и такие инвестиции считаются безрисковыми.

Другое дело, если инвестор приобретает на сумму 10 000 долл. акции компании, созданной для геологоразведочных работ по изысканию полезных ископаемых, например нефти. Отдача на эти инвестиции не может быть оценена точно. Конечно, можно проанализировать ситуации и прийти к выводу, что ожидаемая норма прибыли (в статистическом смысле) может составить 25 %. Но инвестор должен осознать, что действительная норма прибыли может колебаться, например, от +500 % до –100 %, т. е. если нефть не будет найдена, то инвестор потеряет все вложенные средства. Поскольку имеется опасность получить меньше прибыли, чем ожидается, то такие акции следует определить как рискованные.

Таким образом, инвестиционный риск заключается в том, что есть вероятность получить действительную прибыль меньше ожидаемой. Чем больше шанс низкой или негативной прибыли, тем более рискованными являются данные инвестиции. Очевидно, что формулировки типа «более рискованные» или «менее рискованные» являются довольно расплывчатыми. Попробуем поэтому определить степень риска более точно.

### **Что такое вероятность распределения? Каким образом измерить риск ценной бумаги?**

Вероятность события можно определить как шанс того, что это событие произойдет. Если установлены все возможные исходы и выявлена вероятность каждого события, то мы получаем вероятность распределения изучаемого явления.

Например, бюро прогнозов погоды, выявив и сопоставив все факторы, пришло к выводу, что имеется 90 % вероятности того, что осадков не будет, и только 10 % вероятности того, что будет дождь. В этом случае вероятность распределения выглядит следующим образом:

Результат	Вероятность
Без осадков	90%
Осадки	10%
	100%

Можно определить вероятность получения дохода и от инвестиций. Если инвестор приобретает облигацию, то он рассчитывает получить определенный процент, который будет являться нормой прибыли на эти инвестиции. Возможные результаты от этих инвестиций состоят в том, что эмитент или будет выплачивать проценты, или будет испытывать трудности в выплате процентов. Чем выше вероятность невыплаты

процентов, тем рисковее облигации, а чем выше риск, тем выше требования инвестора к величине процентной ставки по облигациям.

Если инвестор приобретает акции, то он рассчитывает получить прибыль, которая будет складываться из дивидендов и прироста курсовой стоимости акций. И опять-таки, чем рисковее акции, а это значит, что фирма не сможет выплачивать ожидаемые дивиденды или курсовая стоимость акций не сможет расти в ожидаемом темпе, тем выше должна быть ожидаемая прибыль, чтобы побудить инвестора вкладывать средства в покупку акций.

Предположим, что у инвестора имеется возможность приобрести акции компании «Дельта» и «Омега». Чтобы сделать правильный выбор, инвестору следует определить возможную норму прибыли на свои вложения. Компания «Дельта» оказывает услуги в области информации и компьютерной технологии. Ее прибыль растет и падает в соответствии с бизнес-циклом. Кроме того, фирма работает в обстановке острой конкуренции с другими фирмами, и если конкуренты опередят фирму, то она может оказаться на грани банкротства. В то же время компания «Омега» — это телефонная компания, которая занимает монопольное положение в регионе и ее прибыль является относительно стабильной и предсказуемой.

Допустим, что на следующий год возможны три состояния экономики — подъем, нормальное состояние и спад. Допустим, что нам удалось определить вероятность наступления каждого состояния и определить возможную норму прибыли на акции (дивиденды плюс прирост или потеря курсовой стоимости акции). Результаты наших предположений представлены в табл. 13.1.

Таблица 13.1

## Вероятность получения нормы прибыли на акции

Состояние экономики	Вероятность	Норма прибыли на акции	
		«Дельта»	«Омега»
Подъем	0,2	40 %	20 %
Нормальное	0,6	15 %	15 %
Спад	0,2	—10 %	10 %
	1,0		

Мы установили, что имеется 20 % вероятности подъема экономики, когда обе компании будут иметь высокую прибыль, но имеется и 20 % вероятности спада производства, что приведет к снижению прибыли в обеих фирмах, но это состояние обернется для акционеров «Дельты» не просто снижением нормы прибыли, а прямыми потерями. Кроме того, имеется и 60 % вероятности нормального развития экономики и умеренной нормы прибыли на инвестиции.

Каждое из названных состояний экономики возможно, и каждый из представленных результатов возможен. Но они имеют неодинаковую вероятность осуществления. Поэтому ожидаемая норма прибыли — это взвешенная средняя возможность результатов, где «весами» служит величина вероятности осуществления каждого результата. Для определения ожидаемой нормы прибыли составим табл. 13.2.

Таблица 13.2

**Расчет ожидаемой нормы прибыли на акции**

Состояние экономики	Вероятность	«Дельта»		«Омега»	
		Норма прибыли	гр. 2 × гр. 3	Норма прибыли	гр. 2 × гр. 5
1	2	3	4	5	6
Подъем	0,2	40 %	8 %	20 %	4 %
Нормальное	0,6	15 %	9 %	15 %	9 %
Спад	0,2	10 %	2 %	10 %	2 %
	1,0		15 %		15 %

В колонках 4 и 6 представлены произведения каждого возможного результата на вероятность его осуществления. Сумма этих результатов дает нам взвешенную среднюю. Эта взвешенная средняя и будет являться ожидаемой нормой прибыли. Она вычисляется следующим образом:

$$\bar{R} = R_1 \times P_1 + R_2 \times P_2 + \dots + R_n \times P_n = \sum_{i=1}^n R_i P_i, \quad (13.57)$$

где  $R_i$  —  $i$ -й возможный результат нормы прибыли;  $P_i$  — вероятность  $i$ -го результата,  $i = 1, 2, \dots, n$ ;  $\bar{R}$  — взвешенная средняя, ожидаемая норма прибыли.

Для наглядности изобразим полученные результаты на диаграмме (рис. 13.1).

Ожидаемая норма прибыли составляет 15 % для обеих компаний. Высота каждого столбика на диаграмме означает вероятность соответствующего результата. Колебание нормы прибыли для «Дельты» составляет от +40 % до –10 % с ожидаемой нормой прибыли 15 %. Для «Омеги» ожидаемая норма прибыли также составляет 15 %, но разброс колебаний значительно меньше — от +20 % до +10 % (на диаграмме это наглядно видно, так как столбики расположены ближе друг к другу). Ясно, что инвестор предпочтет вкладывать деньги во вторую компанию, так как разброс значений возможной прибыли здесь значительно ниже.

В предыдущем примере мы предположили, что возможны три состояния экономики. В действительности таких состояний может быть

множество — от очень глубокого спада до чрезвычайно высокого подъема. Если же учесть то обстоятельство, что норма прибыли на акции складывается из дивидендов и прироста (уменьшения) курсовой стоимости акций, а цены акций изменяются не только ежедневно, но даже в течение дня, и это зависит от множества факторов, то мы можем получить множество значений ожидаемой отдачи.

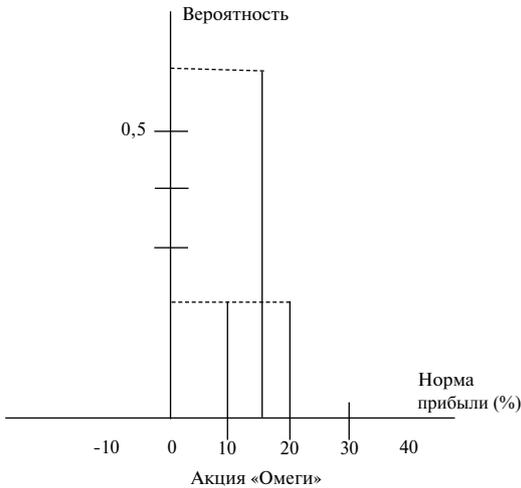
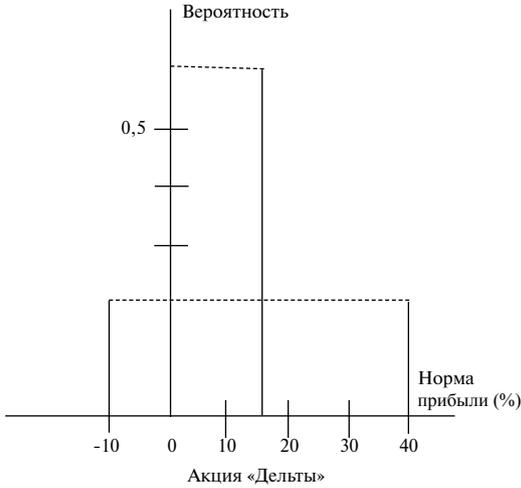
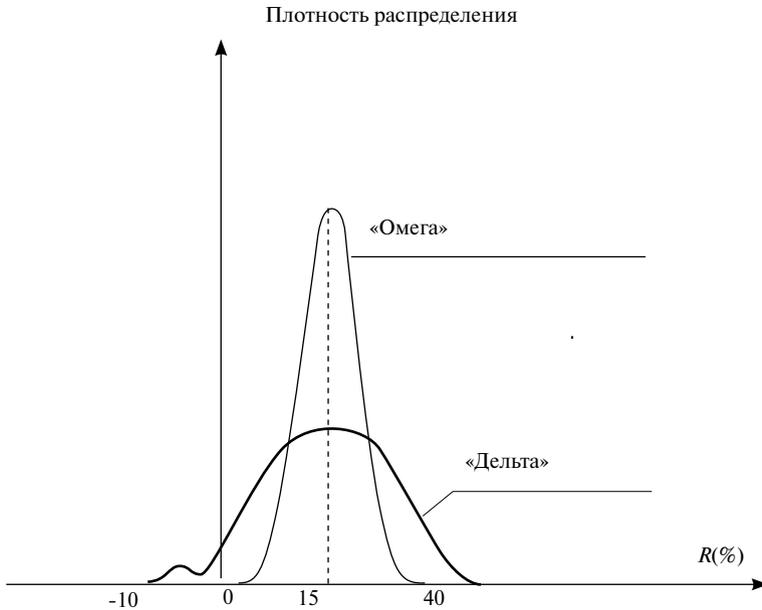


Рис. 13.1. Диаграммы нормы прибыли

Предположим, что нам удалось найти каждое отдельное значение нормы прибыли и оценить вероятность его появления (сумма вероятностей при этом должна быть равна 100 %, или единице). В таком случае можно было бы составить таблицу, подобную приведенной выше, только со значительно большим количеством данных. Предполагая, что имеется нулевая вероятность, что у «Дельты» норма прибыли будет менее  $-10\%$  и более  $+40\%$ , а у «Омеги» соответственно менее  $+10\%$  и более  $+20\%$ , и откладывая по вертикальной оси не саму вероятность распределения, а плотность (или тесноту) распределения, графическая картина может быть представлена в виде кривых, изображенных на рис. 13.2.



**Рис. 13.2. Плотность распределения вероятностей норм прибыли**

Значения плотности распределения, которые откладываются на вертикальной оси, рассчитываются по формуле:

$$\rho = \frac{\exp\left(-\frac{(x-a)^2}{2\sigma^2}\right)}{\sqrt{2\pi} \times \sigma}, \quad (13.57)$$

где  $\rho$  — плотность распределения;  $x$  — независимая переменная (норма прибыли);  $a$  — математическое ожидание независимой переменной

(вероятность распределения);  $\sigma$  — среднеквадратичное (стандартное) отклонение нормы прибыли.

Поскольку по определению площади, ограниченные кривыми на рис. 13.2, должны быть равны, следовательно, чем уже кривая и выше пик кривой распределения вероятности, тем выше вероятность того, что действительная норма прибыли будет ближе к ожидаемой величине, и тем менее вероятность того, что действительная норма прибыли будет намного ниже ожидаемой нормы. То есть чем теснее вероятность распределения возможной нормы прибыли, тем ниже риск акции. У «Омеги» более узкое распределение, поэтому действительная норма прибыли будет ближе к 15% ожидаемой нормы прибыли у «Омеги», чем у «Дельты». Следовательно, акции «Омеги» являются менее рисковыми, чем акции «Дельты».

Однако выражения «более рисковые» или «менее рисковые», в свою очередь, являются довольно неопределенными. Необходимо выбрать более определенную единицу измерения степени риска инвестиций. Одной из таких мер является среднеквадратичное, или стандартное, отклонение. Чем меньше стандартное отклонение, тем теснее вероятность распределения результатов и соответственно тем ниже риск инвестиций.

Данные для вычисления стандартного отклонения для приведенных выше акций «Дельты» представлены в табл. 13.3.

Таблица 13.3

Расчет стандартного отклонения для акции «Дельты»

$R_i - \bar{R}$	$(R_i - \bar{R})^2$	$(R_i - \bar{R})^2 \times P_i$
1	2	3
40 — 15	625	625 × 0,2 = 125
15 — 15	0	0 × 0,6 = 0
—10 — 15	625	625 × 0,2 = 125
		$\sigma^2 = 250$
		$\sigma = 15,81$

Таким образом, стандартное отклонение есть взвешенное по вероятности среднее отклонение от ожидаемой нормы прибыли. Оно дает нам возможность оценить, насколько выше или ниже ожидаемой величины может быть действительная величина нормы прибыли. Для «Дельты» это составляет 15,8%, для «Омеги» — 3,16%. Это означает, что акции «Дельты» являются более рисковыми, чем акции «Омеги».

Если вероятность распределения является нормальной, то имеется 68,26% вероятности того, что действительная отдача будет находиться в пределах  $\pm 1$  стандартного отклонения. Таким образом, для акций «Дельты» действительная норма прибыли будет колебаться в пределах от  $-0,81\%$  ( $15\% - 15,81\%$ ) до  $+30,81\%$  ( $15\% + 15,81\%$ ), а для акций

«Омеги» диапазон колебаний нормы прибыли будет находиться от +11,84 до +18,16 %.

Следует отметить, что независимо от самой величины стандартного отклонения кривая распределения будет иметь один и тот же вид, а площадь, ограниченная нормальной кривой, должна быть равна единице или 100 %. Имеется 50 % вероятности того, что действительная отдача будет меньше ожидаемой и 50 % вероятности того, что она будет выше ожидаемой. Следовательно, в случае нормального распределения чем больше  $\sigma$ , тем больше действительная отдача может отклоняться от ожидаемой отдачи, тем выше степень риска. Так как стандартное отклонение нормы прибыли для акций «Дельты» значительно выше, чем акций «Омеги», то акции «Дельты» являются более рисковыми, чем акции «Омеги». Если взять так называемую среднюю акцию Нью-Йоркской фондовой биржи, то по результатам многолетних наблюдений оно составляет 30 % (Brigham, P. 153).

Выше была описана процедура нахождения стандартного отклонения, когда нам известна вероятность распределения результатов.

В действительности это чаще всего не известно, а известной является действительная норма прибыли за ряд лет. В таком случае для нахождения стандартного отклонения может быть использована следующая формула:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (R_t - R_{av})^2}{n-1}}, \quad (13.58)$$

где  $R_t$  — это норма прибыли в период  $t$ ;  $R_{av}$  — среднегодовая норма прибыли за  $n$  лет, вычисляемая по формуле:

$$R_{av} = \frac{\sum_{t=1}^n R_t}{n}. \quad (13.59)$$

На практике довольно часто стандартные отклонения, достигнутые в прошлом, используются для оценки будущих стандартных отклонений. В то же время большинство аналитиков признает, что среднюю доходность, достигнутую в прошлом, вряд ли можно использовать для оценки будущего ее значения, так как факторы, обусловившие определенный уровень нормы прибыли в прошлом, вряд ли могут повториться в таком же сочетании, и ожидаемая отдача будет значительно отличаться от средней. Достигнутое стандартное отклонение может быть хорошей оценкой будущего риска, но оно не годится для оценки будущей нормы прибыли.

Помимо стандартного отклонения, для измерения степени риска можно использовать также коэффициент вариации, который представляет собой стандартное отклонение, деленное на ожидаемую норму прибыли. Если

ожидаемая норма прибыли примерно одинаковая, как у акций «Дельты» и «Омеги», то нет необходимости использовать коэффициент вариации, так как он будет во столько же раз больше у «Дельты», чем у «Омеги», во сколько раз стандартное отклонение «Дельты» превосходит соответствующий показатель у «Омеги». Если значения ожидаемой нормы прибыли равны, то акция с большим стандартным отклонением будет иметь и более высокий коэффициент вариации. Если же норма прибыли существенно отличается, то здесь удобнее использовать коэффициент вариации, который будет показывать степень риска на единицу нормы прибыли; поскольку норму прибыли мы измеряем в процентах, то коэффициент будет показывать степень риска на 1 % нормы прибыли. Коэффициент вариации вычисляется следующим образом:

$$CV = \frac{\sigma}{R}. \quad (13.60)$$

Коэффициент вариации дает нам суммарный эффект величины стандартного отклонения и нормы прибыли. И этот коэффициент может обеспечить лучшее измерение степени риска в ситуациях, когда производится сравнение вариантов с существенно отличающимися друг от друга нормами прибыли.

### Как соотносятся риск и доходность ценной бумаги?

Выше мы познакомились с тем, как определяется доходность различных видов ценных бумаг. Что касается конкретных значений величины доходности, то диапазон их колебаний является достаточно широким и зависит как от типа ценных бумаг (долговые обязательства или акции), так и от срока действия и эмитента долговых бумаг.

В табл. 13.4 представлены результаты расчетов доходности различных видов ценных бумаг, произведенных американской компанией «Ibbotson associates» за период с 1926 г. по 1988 г.

Таблица 13.4

#### Средние значения доходности ценных бумаг в 1926–1988 гг., % в год

Категория ценных бумаг	Среднегодовая норма прибыли		Средняя премия за риск
	номинальная	реальная	
Казначейские векселя	3,6	0,5	0
Государственные облигации	4,7	1,7	1,1
Корпоративные облигации	5,3	2,4	1,7
Обыкновенные акции	2,1	8,8	8,4

**Источник:** Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. С. 140.

Как следует из таблицы, наиболее низкую доходность имели краткосрочные ценные бумаги (казначейские векселя). Их реальная доходность (с учетом поправки на инфляцию) составила всего 0,5 % годовых. Государственные краткосрочные облигации считаются безрисковыми инструментами, поэтому не имеют рисковой премии.

Срок действия ценной бумаги является фактором, оказывающим существенное влияние на доходность. Когда срок действия финансового инструмента увеличивается, уровень доходности обычно возрастает. С точки зрения инвестора, это вполне объяснимо, так как, отдавая деньги на длительный срок, инвестор подвергается большему риску. В случае повышения процентной ставки по краткосрочным обязательствам долгосрочные вложения могут обесцениться и оказаться менее прибыльными. Вот почему даже государственные долгосрочные облигации (срок действия более одного года) должны иметь более высокую доходность по сравнению с государственными краткосрочными облигациями. Корпоративные облигации, которые имеют более высокую степень риска по сравнению с государственными облигациями, имеют и более высокую премию за риск.

Инвесторы, которые вкладывают свои средства в обыкновенные акции, принимают на себя дополнительный риск, а потому должны получать более высокую прибыль на свои вложения. Как следует из табл. 13.4, дополнительная доходность обыкновенных акций по сравнению с казначейскими векселями (которая представляет собой премию за риск) в период 1926–1988 гг. составила 8,4 %.

Из сказанного можно заключить, что доходность ценных бумаг тесно связана со степенью их риска. Иными словами, эффективность вложений в ценные бумаги (как, впрочем, и в другие активы) следует оценивать как с точки зрения приносимого дохода, так и возможного риска. Доходность и риск — это параметры, характеризующие инвестиционные качества ценных бумаг.

Посмотрим, как соотносятся между собой эти параметры.

Большинство инвесторов, как свидетельствуют многочисленные обследования, не расположены к риску. Если взять «среднего инвестора» (что является чисто теоретическим понятием), то он не расположен к риску. Поэтому в дальнейшем мы будем предполагать, что инвесторы не расположены к риску.

Как отражается нерасположенность инвесторов к риску на стоимости ценных бумаг и норме прибыли? Ответ может быть только один — чем выше риск, тем ниже стоимость ценных бумаг и выше требуемая норма прибыли. Более рискованные ценные бумаги должны иметь более высокую ожидаемую норму прибыли. Если этот принцип не соблюдается, это значит, что они находятся под каким-то определенным внешним воздействием. Например, стремление какого-либо инвестора

приобрести контрольный пакет акций может привести к необоснованному повышению цены даже на очень рискованные акции. Однако подобные ситуации вызываются не рациональным поведением инвесторов, а отражают, скорее, иррациональность поведения некоторых участников рынка ценных бумаг и потому не могут быть систематизированы и научно объяснены.

### **Что такое рейтинг ценной бумаги?**

Выше были охарактеризованы различные виды риска инвестиций в ценные бумаги с точки зрения того, что является причиной или источником риска. Общий риск, связанный с осуществлением любых видов инвестиций, в том числе и инвестиций в ценные бумаги, происходит из всех названных источников. Действие всех указанных причин вместе взятых и определяет совокупный риск вложений в ценные бумаги. В принципе все источники риска в той или иной мере связаны друг с другом, поэтому невозможно определить риск, который происходит от каждого отдельного источника.

Для владельца долговой ценной бумаги важнейшее значение имеет риск неплатежа, заключающийся в том, что заемщик не сможет произвести процентные платежи и погашение основной суммы долга. Чем выше вероятность неплатежа, тем выше должен быть уровень доходности ценных бумаг. Государственные ценные бумаги, которые считаются наиболее надежными по степени риска инструментами, как правило, имеют наиболее низкую доходность. Уровень доходности ценных бумаг возрастает по мере повышения степени их риска.

В странах мирового сообщества имеется ряд аналитических компаний, которые на основе анализа финансового состояния и платежеспособности эмитента оценивают качество долговых ценных бумаг и привилегированных акций и в соответствии с этим относят выпущенные различными эмитентами ценные бумаги к тому или иному классу. Наиболее известны рейтинги долговых ценных бумаг, производимых рейтинговыми агентствами Moody's, Standard & Poor's и Fitch. В табл. 13.5 представлена применяемая первыми двумя агентствами классификация облигаций.

Облигации первых трех категорий — это облигации высокого качества. Вероятность получения процентов и основной суммы долга по этим облигациям высокая. Облигации четвертой категории («Ваа» и «ВВВ») имеют среднюю вероятность выплаты процентов и основной суммы долга. По мере продвижения «вниз» рейтинговой шкалы вероятность неплатежа по облигациям увеличивается, и инвестиции в них приобретают все более спекулятивный характер. Категория «С»

характеризуется отсутствием выплаты процентов по облигациям, а категория «D» означает состояние дефолта.

Таблица 13.5

### Рейтинг облигаций

Категория		Интерпретация рейтинга
Moody's	Standard & Poor's	
Aaa	AAA	Наивысшее качество
Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA–	Высокое качество
A1 A2 A3	A+ A A–	Качество выше среднего, инвестиции надежны
Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB–	Среднее качество
Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB–	Посредственное качество, высокая неопределенность
B1 B2 B3	B+ B B–	Спекулятивные
Ca	CCC+ CCC CCC–	Низкое качество, высокоспекулятивные
Ca C	CC C	Самое низкое качество, очень вероятно невыполнение обязательств
	D	Просрочены; невыплата процентов и основной суммы долга

В каждой категории рейтинга выделяются три уровня, что обозначается цифрами 1, 2, 3 в рейтинге агентства Moody's или знаками плюс (+), минус (–), без знака в рейтинге Standard & Poor's, которые ставятся после буквенного обозначения. Цифра 1 и знак (+) означают более высокий уровень рейтинга по сравнению с цифрой 3 и знаком (–).

Рейтинговой оценке подвергаются не только корпоративные облигации, но и долговые обязательства отдельных государств. О том, как менялся рейтинг долговых обязательств России, дает представление табл. 13.6.

Таблица 13.6

**Кредитный рейтинг России**

Standard & Poor's		Moody's	
Дата	Валютный долг (дол-госпр./краткоср.)	Валютный долг (долгосрочный)	Рублевый долг (долгосрочный)
4.10.1996	BB-/B	Ba2	
19.12.1997	BB-/B		
11.03.1998		Ba3	
27.05.1998	BB-/B		
29.05.1998		B1	B2
9.06.1998	B+/B		
13.08.1998	B-/C		
17.08.1998	CCC/C		
21.08.1999		B3	Ca
16.09.1998	CCC-/C		
5.01.2000			Caа2
13.11.2000		B2	B3
8.12.2000	B-/C		
27.06.2001	B/B		
5.09.2001		B2	B3
4.10.2001	B/B		
29.11.2001	B/B	Ba3	B1

**Источник:** Ведомости. 2001. 30 нояб.

Понижение кредитного рейтинга приводит к снижению цен на долговые обязательства, в то время как повышение рейтинга сопровождается ростом цен. Так, после того как агентство Moody's 29 ноября 2001 г. объявило о повышении кредитного рейтинга России с B2 до Ba3, котировки российских 30-летних облигаций выросли сразу на один процентный пункт — с 52,5 до 53,5 % от номинала. Обычно повышение рейтинга страны приводит к росту котировок не только на облигации, но и на акции и депозитарные расписки страны-эмитента.

## Глава 14

# Портфель ценных бумаг

### Что такое инвестиционный портфель?

В первой главе было дано понятие реальных и финансовых инвестиций. Если инвестор осуществляет реальные инвестиции, т. е. создает какое-либо предприятие или приобретает контрольный пакет акций акционерного общества, то его непосредственной задачей является обеспечение эффективной работы предприятия, так как от этого будет зависеть его прибыль. В подобном случае речь идет об особой группе инвесторов, которые сами являются предпринимателями или принимают непосредственное участие в управлении предприятием.

Однако имеется большое количество инвесторов как индивидуальных (граждан), так и институциональных (паевые и пенсионные фонды, страховые компании и др.), которые не создают собственных предприятий, не имеют контрольных пакетов акций, а вкладывают свои средства в ценные бумаги (акции, облигации, производные финансовые инструменты), а также на банковские счета и вклады. Доходность и надежность таких вложений не зависит от деятельности самого инвестора, поэтому инвестор должен самым тщательным образом подходить к отбору таких финансовых инструментов с учетом их доходности и степени риска.

Для достижения поставленных целей инвесторы обычно прибегают к дифференциации своих вложений, т. е. формируют инвестиционный портфель. Инвестиционный портфель — это набор инвестиционных инструментов, которые служат достижению поставленных целей. Распределяя свои вложения по различным направлениям, инвестор может достичь более высокого уровня доходности своих вложений либо снизить степень их риска. Характерной особенностью портфеля является то, что риск портфеля может быть значительно меньше, чем риск отдельных инвестиционных инструментов, входящих в состав портфеля.

В качестве инвестиционных инструментов могут выступать ценные бумаги, недвижимость, драгоценные металлы и камни, антиквариат, предметы коллекционирования. Однако следует иметь в виду, что имущественные вложения имеют свою специфику. Так, вложения в недвижимость являются нередко значительными по размеру и могут оказаться довольно рисковыми из-за падения цен на недвижимость. Кроме того, у инвестора могут возникнуть затруднения в поиске покупателя в случае продажи недвижимости. Поэтому инвестиции в недвижимость, вероятно, следует рассматривать как особый вид вложений, а не как одну из составляющих инвестиционного портфеля.

Что касается других имущественных вложений, то возможность использования их в качестве инвестиционного инструмента следует оценивать так же, как и в случае с финансовыми инструментами, т. е. с позиций их доходности и риска. С этой точки зрения в качестве альтернативы финансовым инвестициям лучше всего подходит золото. Именно поэтому ряд инвесторов вкладывают часть своего капитала в покупку золота как средство страхования от инфляции и (или) негативных последствий мирового экономического или политического кризиса.

Однако цена на золото испытывает значительные колебания, что может принести инвестору как большую прибыль, так и крупные убытки. Например, 1 января 1974 г. цена золота составляла 116,5 долл. за тройскую унцию, а 21 января 1980 г. достигла 850 долл. за унцию. В дальнейшем наблюдалась явно выраженная тенденция снижения цены на золото, и 21 января 2002 г. цена золота снизилась до 278 долл. за унцию. Таким образом, если в период 1974–1980 гг. инвестиции в покупку золота были высокодоходными, то в дальнейшем оказались убыточными. Если учесть, что цена на золото испытывает постоянные колебания, то инвестиции в покупку золота с учетом возможного колебания цены являются высокоспекулятивным инструментом инвестирования. Этим объясняется, почему большинство инвесторов при формировании инвестиционного портфеля в качестве инвестиционных инструментов используют именно ценные бумаги, а понятия «инвестиционный портфель» и «портфель ценных бумаг» чаще всего используются как синонимы.

В соответствии с действующим законодательством различных стран всем финансовым институтам — держателям ценных бумаг (банкам, страховым компаниям, инвестиционным фондам, пенсионным и взаимным фондам) требуется диверсифицировать свои портфели. Даже индивидуальные инвесторы, у которых вложения составляют значительную величину, стремятся приобрести не один, а несколько видов ценных бумаг, в особенности когда речь идет об акциях. Инвесторы прекрасно осознают тот факт, что потеря от инвестиций в одном направлении может быть компенсирована выигрышем в другом направлении. Иными словами, важным вопросом является не поведение каждой отдельной ценной бумаги, а движение нормы прибыли и риска всего портфеля. В связи с этим степень риска и уровень доходности индивидуальной ценной бумаги должны быть проанализированы с точки зрения того, как эти параметры влияют на норму прибыли и степень риска всего портфеля.

Как будет показано ниже, ценная бумага, рассматриваемая как часть портфеля, является менее рискованной, чем когда она рассматривается изолированно.

Проблемой взаимоотношения между нормой прибыли и степенью риска портфеля и влияния отдельных ценных бумаг на параметры портфеля занимался ряд видных ученых-экономистов, в результате чего было создано целое направление экономической науки, которое получило название «Теория портфеля». Ключевым звеном этой теории является так называемая Модель оценки финансовых активов (Capital Assets Pricing Model, CAPM). Наибольший вклад в создание теории портфеля был внесен американскими учеными Г. Марковицем и У. Шарпом. В знак признания заслуг этих ученых в 1990 г. им была присуждена Нобелевская премия.

### Как определить доходность портфеля?

Ожидаемая доходность портфеля акций (или любых ценных бумаг) есть взвешенная средняя ожидаемой доходности индивидуальных акций, где весами служат доли инвестиций в каждую акцию от всей суммы, вложенной в портфель акций:

$$R_p = R_1 \times W_1 + R_2 \times W_2 + \dots + R_n \times W_n \quad (14.1)$$

$$\text{или } R_p = \sum_{i=1}^n R_i \times W_i,$$

где  $R_p$  — доходность портфеля акций;  $R_i$  — доходность  $i$ -й акции;  $W_i$  — доля инвестиций в  $i$ -акцию, причем

$$\sum_{i=1}^n W_i = 1.$$

Как следует из приведенной выше формулы, доходность портфеля акций будет зависеть от двух параметров: доходности индивидуальной акции и доли инвестиций в каждую акцию.

### Как определить риск портфеля?

Мы установили, что ожидаемая доходность портфеля акций представляет собой взвешенную среднюю доходность акций, входящих в портфель. Однако задача формирования портфеля акций заключается в том, чтобы учесть не только значения доходности, но и степень риска входящих в портфель акций, которую, как было показано раньше, можно измерить с помощью стандартного отклонения.

Стандартное отклонение портфеля зависит от величин стандартных отклонений, входящих в портфель акций, долей инвестиций в каждую акцию, и ковариаций (или коэффициентов корреляции) акций.

Коэффициенты корреляции двух акций отражают поведение этих акций. Если акции имеют свойство «двигаться» в одном направлении (т. е. если цена одной акции идет вверх, то растет курс и другой акции), то коэффициенты корреляции и ковариации позитивны. Если курсы акций движутся в разных направлениях, то коэффициенты корреляции и ковариации негативны. Если бы движение акции было полностью независимо друг от друга, то коэффициенты корреляции и ковариации были бы равны нулю.

Общей формулой для вычисления дисперсии портфеля, состоящего из  $N$  ценных бумаг, является:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \sigma_{ij} \times w_i \times w_j. \quad (14.3)$$

Если портфель состоит из двух акций, то имеем:

$$\begin{aligned} \sigma_p^2 &= \sum_{i=1}^2 \sum_{j=1}^2 \sigma_{ij} \times w_i \times w_j = \\ &= \sum_{i=1}^2 (\sigma_{i1} \times w_i \times w_1 + \sigma_{i2} \times \sigma_{i2} \times w_i \times w_2) = \\ &= \sigma_{11} \times w_1 \times w_1 + \sigma_{12} \times w_1 \times w_2 + \sigma_{21} \times w_2 \times w_1 + \sigma_{22} \times w_2 \times w_2 = \\ &= \sigma_{11} \times w_1^2 + \sigma_{22} \times w_2^2 + 2\sigma_{12} \times w_1 \times w_2. \end{aligned}$$

Заметим, что когда  $i = j$ , ковариация  $\sigma_{ij}$  есть не что иное, как дисперсия акции  $i$ . В нашем случае, если  $i = j = 1$ , или  $i = j = 2$ , то

$$\begin{aligned} \sigma_{11} &= \sigma_1 \times \sigma_1 \times \text{Cor}_{11} = \sigma_1^2, \\ \sigma_{22} &= \sigma_2 \times \sigma_2 \times \text{Cor}_{22} = \sigma_2^2. \end{aligned}$$

Для портфеля, состоящего из трех акций, имеем:

$$\begin{aligned} \sigma_p^2 &= \sum_{i=1}^3 \sum_{j=1}^3 \sigma_{ij} \times w_i \times w_j = \\ &= \sum_{i=1}^3 (\sigma_{i1} \times w_i \times w_1 + \sigma_{i2} \times w_i \times w_2 + \sigma_{i3} \times w_i \times w_3) = \\ &= \sum_{i=1}^3 (\sigma_{i1} \times w_i \times w_1 + \sigma_{i2} \times w_i \times w_2 + \sigma_{i3} \times w_i \times w_3) = \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
&= \sigma_{11} \times w_1 \times w_1 + \sigma_{12} \times w_1 \times w_2 + \sigma_{13} \times w_1 \times w_3 + \\
&+ \sigma_{21} \times w_2 \times w_1 + \sigma_{22} \times w_2 \times w_2 + \sigma_{23} \times w_2 \times w_3 + \\
&+ \sigma_{31} \times w_3 \times w_1 + \sigma_{32} \times w_3 \times w_2 + \sigma_{33} \times w_3 \times w_3 = \\
&= \sigma_1^2 \times w_1^2 + \sigma_2^2 \times w_2^2 + \sigma_3^2 \times w_3^2 + 2\sigma_{12} \times w_1 \times w_2 + \\
&+ 2\sigma_{13} \times w_1 \times w_3 + 2\sigma_{23} \times w_2 \times w_3.
\end{aligned}$$

### Как взаимосвязаны риск и доходность портфеля?

Анализ представленных выше положений о вычислении доходности и риска портфеля может привести к следующим выводам:

- доходность портфеля есть взвешенная средняя значений доходности входящих в портфель акций (весами служат доли инвестиций в каждую акцию);
- если акции ведут себя совершенно одинаково ( $C_{or} = +1$ ), то стандартное отклонение портфеля остается таким же, как у входящих в портфель акций;
- риск портфеля не является средней арифметической взвешенной входящих в портфель акций; портфельный риск (за исключением крайнего случая, когда  $C_{or} = +1$ ) будет меньше, чем средняя взвешенная стандартных отклонений, входящих в портфель акций;
- при достижении коэффициентом корреляции определенного значения можно достичь такого сочетания акций в портфеле, что степень риска портфеля может быть ниже степени риска любой акции в портфеле;
- наибольший результат от диверсификации может быть получен от комбинаций акций, которые находятся в негативной корреляции; если коэффициент корреляции двух акций равен  $-1$ , то теоретически из пар таких акций можно сформировать безрисковый портфель (со стандартным отклонением, равным нулю);
- в действительности негативная корреляция акций почти никогда не встречается, и безрисковый портфель акций сформировать практически невозможно;
- риск портфеля может быть снижен за счет увеличения числа акций в портфеле, при этом степень снижения риска зависит от корреляции добавляемых акций; чем меньше коэффициент корреляции добавляемых акций, тем значительнее снижение риска портфеля.

### В чем заключается модель «доходность – риск» Марковица?

Как было показано выше, любой портфель ценных бумаг следует оценивать как с точки зрения уровня доходности, так и степени риска.

Большинство инвесторов при формировании портфеля ориентируются не только на получение более высокой нормы прибыли, но и стремятся снизить риск своих вложений, т. е. перед ними возникает проблема выбора состава портфеля. Традиционный подход состоит в том, чтобы диверсифицировать свои вложения. Если инвестор распределит свои вложения, например, на 10 равных частей для вложения в 10 различных акций, то подобная операция сама по себе уже будет означать снижение риска инвестиций. Однако такой подход является главным образом качественным, так как при этом обычно не производится точная количественная оценка всех ценных бумаг в портфеле, производится лишь качественный отбор ценных бумаг; не ставится задача достичь какой-то определенной величины ожидаемой нормы прибыли или степени риска портфеля. Однако если учесть, что в любой стране в обращении находятся десятки тысяч акций, то выбор инвестора огромен и визуального отбора становится явно недостаточно.

До начала 1950-х гг. риск был определен только качественно, т. е. большинство менеджеров использовали обобщенную классификацию акций, подразделяя их на консервативные, дешевые, растущие, доходные и спекулятивные. Подобное несовершенство в отношении оценки инвестиций создали исключительно благоприятные условия для ученых — попытаться применить формальную аналитическую технику к практическим проблемам, связанным с выбором инвестиций. В результате возникло значительное количество новых идей относительно инвестиционного процесса, что в конечном счете и сформировало современную теорию оценки инвестиций, или теорию портфеля.

Современная теория портфеля, трактуя риск в количественных терминах и основываясь на тщательном анализе и оценке индивидуальных ценных бумаг, дает количественную определенность целям портфеля и в зависимости от заданных параметров соотношения дохода и риска портфеля определяет состав портфеля.

Первой работой, в которой были изложены принципы формирования портфеля в зависимости от ожидаемой нормы прибыли и риска портфеля явилась работа г. Марковица под названием «Выбор портфеля: эффективная диверсификация инвестиций». Она была опубликована в журнале в 1952 г., а в 1959 г. издана отдельной книгой. Эта работа дала толчок для целой серии исследований и публикаций, имеющих дело с механизмом оценки ценных бумаг, в результате чего были разработаны основы теории оценки инвестиций, суть которой составляет так называемая Модель оценки финансовых активов (Capital Assets Pricing Model, CAPM).

Марковиц исходил из предположения, что большинство инвесторов стараются избегать риска, если это не компенсируется более высокой доходностью инвестиций. Для какой-либо заданной ожидаемой нормы

прибыли большинство инвесторов будут предпочитать тот портфель, который обеспечит минимальное отклонение от ожидаемого значения. Таким образом, риск был определен Марковицем как неопределенность или способность ожидаемого результата к расхождению, измеряемого посредством стандартного отклонения. Это была первая попытка дать количественную оценку степени инвестиционного риска, учитываемого при формировании портфеля.

Предполагая, что инвесторы стараются избегать риска, Марковиц пришел к выводу, что инвесторы будут пытаться минимизировать стандартное отклонение доходности портфеля путем диверсификации ценных бумаг в портфеле. Но особенно важно то, что, как подчеркнул Марковиц, сочетание различных выпусков ценных бумаг в портфеле может незначительно снизить отклонение ожидаемой доходности, если эти ценные бумаги имеют высокую степень позитивной ковариации. Эффект от диверсификации достигается только в том случае, если портфель составлен из ценных бумаг, которые ведут себя несхожим образом. В этом случае стандартное отклонение доходности портфеля может быть значительно меньше, чем отклонения для индивидуальных ценных бумаг в портфеле.

Для практического использования модели Марковица необходимо определить для каждой акции ожидаемую доходность, ее стандартное отклонение и ковариацию между акциями. Если имеется эта информация, то, как показал Марковиц, с помощью квадратичного программирования можно определить набор «эффективных портфелей».

Модель Марковица не дает возможности выбрать оптимальный портфель, а определяет набор эффективных портфелей. Каждый из этих портфелей обеспечивает наибольшую ожидаемую доходность для определенного уровня риска.

Различные инвесторы и портфельные менеджеры будут выбирать различные решения в достижении состава портфеля в зависимости от их отношения к риску.

Следует также иметь в виду, что сформированный однажды эффективный портфель не остается таковым в течение длительного времени, так как курсы акций подвержены постоянным изменениям и, следовательно, эти эффективные портфели приходится постоянно пересматривать. Однако это обстоятельство в условиях высокой компьютеризации расчетов не является сегодня значимой проблемой.

Модель Марковица явилась предметом критики как со стороны теоретиков, так и практиков. Первое возражение относится к предположению Марковица о том, что рациональные инвесторы отвергают риск. А это не всегда так.

Второй вопрос состоит в том, является ли стандартное отклонение наиболее подходящей мерой степени риска? Дело в том, что Марковиц

и его последователи использовали колебания цен акций, имевшие место в прошлые периоды, для оценки будущего изменения цен акций. Но будущее может не повторять прошлое развитие. Кроме того, если инвестор приобретает акции с целью длительного владения ими, и при этом не возникает потребности в высокой ликвидности акций, то колебание цены акций в этом случае не является реальным риском. Вопрос объясняется в данном случае уровнем окончательной цены, и здесь риск таких акций, скорее, может быть объяснен, например, риском банкротства предприятия.

Кроме того, были и остаются некоторые чисто практические обстоятельства, ограничивающие использование модели Марковица. Они заключаются в том, что специалисты-практики трудно воспринимают математические выкладки. Другое ограничение заключается в том, что, для того чтобы сохранить желаемый баланс сочетания «риск—доходность» портфеля, нужно постоянно переоценивать все множество ценных бумаг, а это требует большого числа информации и математических вычислений. Сам Марковиц подчеркивал, что анализ 100 ценных бумаг требует вычисления 100 ожидаемых значений доходности, 100 дисперсий и почти 5000 ковариаций.

Конечно, использование современной вычислительной техники значительно облегчает использование модели Марковица на практике, и это как бы снимает препятствия для применения модели. Поэтому значительно большим недостатком является тот факт, что модель Марковица предлагает набор эффективных портфелей. Эти наборы могут быть такими многочисленными, что менеджером пришлось бы какие-то акции покупать, какие-то продавать, что привело бы к большим издержкам. Даже если это осуществлять раз в квартал, все равно затраты будут значительными.

И все же, несмотря на все недостатки модели Марковица, его вклад в современную теорию портфеля является огромным. Этот вклад не следует рассматривать как пакет каких-то рекомендаций для повседневного руководства. Основное значение работы состоит в том, что она сфокусировала внимание на ожидаемой доходности и полном риске портфеля в зависимости от состава входящих в портфель акций и стимулировала целую серию исследований в этом направлении. Кроме того, работа Марковица поставила вопрос о том, как высокоскоростные ЭВМ могут быть использованы в принятии инвестиционных решений, что привело к тому, что появился смысл в создании широкой базы данных по ценным бумагам. Так, первая компьютерная программа для реализации модели Марковица была разработана корпорацией IBM еще в 1962 г. В дальнейшем были сделаны усовершенствованные программы, которые дали возможность менеджерам и инвесторам использовать их для практических целей.

### **В чем заключается подход Шарпа к оценке риска?**

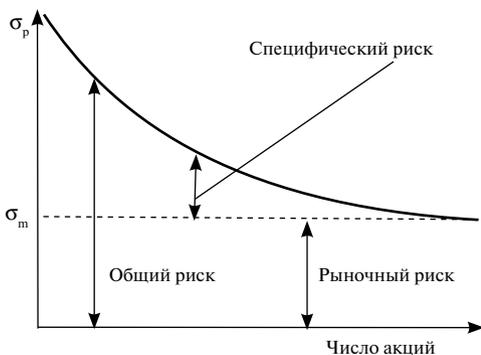
Как было отмечено выше, модель Марковица не дает возможности выбрать оптимальный портфель, а определяет набор эффективных портфелей. Каждый из этих портфелей обеспечивает наибольшую ожидаемую доходность для определения уровня риска. Однако главным недостатком модели Марковица является то, что она требует очень большого количества информации. Гораздо меньшее количество информации используется в модели У. Шарпа. Последнюю можно считать упрощенной версией модели Марковица. Если модель Марковица можно назвать мультииндексной моделью, то модель Шарпа называют диагональной моделью или моделью единичного индекса.

Согласно Шарпу, прибыль на каждую отдельную акцию строго коррелирует с общим рыночным индексом, что значительно упрощает процедуру нахождения эффективного портфеля. Применение модели Шарпа требует значительно меньшего количества вычислений, поэтому она оказалась более пригодной для практического использования.

Анализируя поведение акций на рынке, Шарп пришел к выводу, что вовсе не обязательно определять ковариацию каждой акции друг с другом. Вполне достаточно установить, как каждая акция взаимодействует со всем рынком. И поскольку речь идет о ценных бумагах, то, следовательно, нужно взять в расчет весь объем рынка ценных бумаг. Однако нужно иметь в виду, что количество ценных бумаг и прежде всего акций в любой стране достаточно велико. С ними осуществляется ежедневно громадное количество сделок как на биржевом, так и на внебиржевом рынке. Цены на акции постоянно изменяются, поэтому определить какие-либо показатели по всему объему рынка оказывается практически невозможным. В то же время установлено, что если мы выберем некоторое количество определенных ценных бумаг, то они смогут достаточно точно охарактеризовать движение всего рынка ценных бумаг. В качестве такого рыночного показателя можно использовать фондовые индексы.

Большинство акций имеют тенденцию расти в цене, когда происходит рост экономики, и снижаться в цене, когда происходит спад в экономике.

Разумеется, можно найти несколько акций, которые выросли в цене из-за особого стечения обстоятельств, в то время когда другие акции падали в цене. Труднее найти такие акции и дать логическое объяснение тому, что эти акции будут повышаться в цене в будущем, в то время как другие акции будут снижаться в цене. Таким образом, даже портфель, состоящий из очень большого количества акций, будет иметь высокую степень риска, хотя риск значительно меньше, чем если бы все средства были вложены в акции одной компании.



**Рис. 14.1. Диверсификация и риск портфеля**

Для того чтобы уяснить более точно, какое влияние структура портфеля оказывает на риск портфеля, обратимся к графику на рис. 14.1, который показывает, как снижается риск портфеля, если число акций в портфеле увеличивается. Стандартное отклонение для «среднего портфеля», составленного из одной акции, котируемой на Нью-Йоркской фондовой бирже ( $\sigma$ ), составляет приблизительно 28 %. Средний портфель, составленный из двух случайно выбранных акций, будет иметь меньшее стандартное отклонение — около 25 %. Если число акций в портфеле довести до 10, то риск такого портфеля снижается примерно до 18 %. График показывает, что риск портфеля имеет тенденцию к снижению и приближается к некоторому пределу по мере того, как величина портфеля увеличивается. Портфель, состоящий из всех акций, который принято называть рыночным портфелем, должен был бы иметь стандартное отклонение около 15,1 %. Таким образом, почти половина риска, присущего средней отдельной акции, может быть исключена, если акции будут находиться в портфеле, состоящем из 40 или более акций. Тем не менее некоторый риск всегда остается, как бы широко ни был диверсифицирован портфель.

Та часть риска акций, которая может быть исключена путем диверсификации акций в портфеле, называется диверсифицируемым риском (синонимы: несистематический, специфический, индивидуальный); та часть риска, которая не может быть исключена, называется недиверсифицируемым риском (синонимы: систематический, рыночный).

Специфический фирменный риск связан с такими явлениями, как изменения в законодательстве, забастовки, удачная или неудачная маркетинговая программа, заключение или потеря важных контрактов и с другими событиями, которые имеют последствия для конкретной фирмы. Воздействие таких событий на портфель акций можно исключить путем диверсификации портфеля. В этом случае неблагоприятные явления в одной фирме будут перекрываться благоприятным развитием

событий в другой фирме. Существенно важным при этом является то, что значительная часть риска всякой отдельной акции может быть исключена путем диверсификации.

Рыночный риск обусловлен наличием факторов, которые оказывают влияние на все фирмы. К таким факторам относятся война, инфляция, спад производства, повышение процентных ставок и др. Поскольку такие факторы действуют на большинство фирм в одном и том же направлении, то рыночный или систематический риск не может быть устранен путем диверсификации.

Известно, что инвесторы требуют премию за риск, и чем выше степень риска, тем выше требуемая норма прибыли. Однако поскольку инвесторы держат портфель акций и сталкиваются скорее с портфельным риском, чем с риском индивидуальной акции в портфеле, то возникает вопрос: как оценить риск каждой отдельной акции?

Ответ на этот вопрос дает модель оценки финансовых активов. Относящийся к делу риск индивидуальной акции — это ее вклад в риск широко диверсифицированного портфеля. Например, риск акции «Дельта» для индивидуального инвестора, имеющего портфель из 40 акций, или для инвестиционного фонда, имеющего портфель из 300 акций, будет оцениваться тем вкладом, который акция «Дельта» вносит в портфельный риск. Акция может иметь очень высокую степень риска, если ее держать саму по себе. Однако если значительная часть ее риска может быть исключена путем диверсификации, то тогда ее относящийся к делу риск, т. е. ее вклад в риск портфеля, может быть очень незначительным.

Возникает вопрос: не являются ли все акции равными по степени риска в том смысле, что добавление их к широко диверсифицированному портфелю оказывает одинаковое влияние на риск портфеля? Ответ однозначен — нет. Различные акции будут воздействовать на риск портфеля по-разному. Как можно измерить этот риск? Риск, который остается после диверсификации портфеля, — это риск, присущий рынку как целому, или рыночный риск. Поэтому относящийся к делу риск индивидуальной акции может быть измерен тем, в какой мере данная акция стремится двигаться вверх и вниз вместе с рынком.

### **Что такое «бета»?**

Тенденция акции «двигаться» вместе со всем рынком измеряется с помощью коэффициента «бета» ( $\beta$ -коэффициента), характеризующего степень ее изменчивости по отношению к «средней акции», в качестве которой рассматривается акция, стремящаяся «двигаться» синхронно со всем рынком акций. Такая акция по определению будет иметь  $\beta$ -коэффициент, равный 1.

Это означает, что если доходность по рынку в целом увеличивается на 10 %, то доходность «средней акции» возрастает в такой же степени, и наоборот, при падении падает. Портфель акций с  $\beta$ -коэффициентом, равным единице, будет иметь такую же степень риска, как и весь рынок. Если для акции  $\beta = 0,5$ , это означает, что ее доходность будет повышаться или падать вдвое меньше, чем у всего рынка. Портфель акций с таким  $\beta$ -коэффициентом будет иметь вдвое меньшую степень риска по сравнению с портфелем, имеющим  $\beta = 1$ . В то же время если акция имеет  $\beta = 2$ , то ее подвижность вдвое выше, чем у средней акции. Портфель состоящий из таких акций, будет вдвое рисковее, чем портфель из «средних акций». Стоимость портфеля акций с  $\beta = 2$  растет или падает значительно быстрее, чем стоимость всего рынка акций.

В США такие известные компании, как *Merrill Lynch* и *Value Line*, рассчитывают  $\beta$ -коэффициенты для многих сотен компаний. Для большинства акций  $\beta$ -коэффициент меняется от 0,5 до 1,5, а его среднее значение для всех акций по определению равно 1.

Теоретически  $\beta$ -коэффициент может быть отрицательным; это имеет место в случае, если доходность рыночного портфеля растет, а по отдельной акции она падает, и наоборот. В действительности это случается чрезвычайно редко. Так, из 1700 акций, для которых рассчитываются  $\beta$ -коэффициенты фирмой *Value Line*, нет ни одной акции с отрицательным  $\beta$ -коэффициентом.

Если  $\beta$ -коэффициент у акции выше, чем среднерыночное его значение ( $\beta > 1$ ), и эту акцию добавить к портфелю с  $\beta = 1$ , тогда  $\beta$ -коэффициент портфеля возрастает, соответственно увеличивается и риск портфеля. Напротив, если к портфелю с  $\beta = 1$  добавить акцию с  $\beta < 1$ , то бета и риск портфеля снизятся. Таким образом, поскольку бета акции показывает вклад акции в величину риска портфеля, то этот коэффициент можно считать мерой риска акций.

### Как вычисляется $\beta$ -коэффициент?

Значение бета вычисляется на основе данных прошедших периодов. Предположим, что имеются следующие данные о доходности акции  $i$  ( $R_i$ ) и всего рынка ( $R_m$ ).

Тогда зависимость между ними может быть выражена следующим образом:

$$R_i = \alpha_i + \beta \times R_m + e_i. \quad (14.4)$$

Другими словами, доходность акции  $i$  равна некоторой постоянной  $\alpha$  плюс коэффициент наклона линии регрессии ( $\beta$ ), умноженный на среднерыночную доходность ( $R_m$ ), плюс величина некоторой ошибки ( $e_i$ ).

Наклон линии показывает, на какую величину возрастает  $R_i$  для данного увеличения  $R_m$ . Исходя из этого  $\beta$ -коэффициент может быть определен так:

$$\beta = \frac{\Delta R_i}{\Delta R_m}.$$

Если линия регрессии для акций  $i$  найдена, это позволяет предсказать значения доходности для акции  $R_i$  при заданном значении  $R_m$ .

Однако следует иметь в виду, что действительная отдача, по всей вероятности, будет отличаться от предсказанной на величину ошибки  $e_i$ . Эмпирические исследования показывают, что величина ошибки испытывает весьма незначительные колебания от года к году и зависит от специфических для данной фирмы факторов.

На практике чаще используют величину не годовой, а месячной доходности. Обычно при этом берутся данные за пять лет, так что на графике для нахождения линии регрессии наносится 60 точек. Для расчета коэффициентов регрессии можно воспользоваться методом наименьших квадратов.

Анализ риска в портфеле акций является составной частью моделирования процедуры оценки финансовых активов, и сказанное выше можно резюмировать следующим образом.

1. Риск акций складывается из двух компонентов — специфического риска фирмы и рыночного риска.
2. Специфический риск фирмы может быть устранен путем диверсификации. Большинство инвесторов поступают именно так, путем формирования большого портфеля акций. Таким образом, рациональный инвестор имеет дело только с рыночным риском, которому подвергаются все акции.
3. Инвесторы должны получать компенсацию за риск — чем выше степень риска, тем выше требуемая доходность. Однако следует иметь в виду, что компенсироваться может только рыночный (недиверсифицируемый) риск. Представим себе, что половину суммарного риска акции А составляет специфический риск, другую половину — рыночный риск. Некий инвестор держит только акции А и подвергается их суммарному риску. В качестве компенсации за такой большой риск он хочет иметь рисковую премию в размере 10% сверх нормы прибыли на безрисковые вложения в государственные краткосрочные облигации. Если доходность государственных облигаций составляет 10% годовых, то требуемая норма прибыли на акцию А составит  $10\% + 10\% = 20\%$ .

Предположим, что другие инвесторы также имеют акции А, но они держат их в широко диверсифицируемом портфеле. Это значит, что

половина суммарного риска этих акций (специфический риск) исключена, остался только рыночный риск. Поэтому и рискованная премия на такие акции будет меньше, и требуемая норма прибыли составит  $10\% + 5\% = 15\%$ .

Если, например, доходность акции А составит 18%, то инвесторы будут стремиться покупать ее, цена акции поднимется и норма прибыли снизится. В конце концов инвесторы должны будут соглашаться с нормой прибыли на акцию А в 15%. Таким образом, премия за риск на рынке, где действуют рациональные инвесторы, компенсирует только рыночный риск.

1. Рыночный риск измеряется с помощью  $\beta$ -коэффициента, который для каждой акции является мерой ее подвижности относительно всего рынка акций. Если  $\beta$ -коэффициент акции равен единице, то доходность акции изменяется в точном соответствии со всем рыночным портфелем, — это акция среднего риска. Если  $\beta = 2$ , то степень риска акции вдвое выше, чем степень риска рыночного портфеля. При  $\beta = 0,5$  акция имеет только половину риска средней акции.
2. Поскольку  $\beta$ -коэффициент показывает, какое влияние оказывает акция на риск диверсифицированного портфеля, то бета является наиболее пригодной мерой риска акции.

### Как вычисляется $\beta$ -коэффициент портфеля?

Для портфеля акций  $\beta$ -коэффициент рассчитывается как взвешенная средняя значений бета индивидуальных ценных бумаг:

$$\beta_p = \beta_1 \times w_1 + \beta_2 \times w_2 + \dots + \beta_n \times w_n,$$

$$\text{или } \beta_p = \sum_{i=1}^n \beta_i \times w_i, \quad (14.5)$$

где  $\beta_p$  — бета портфеля, который отражает подвижность портфеля относительно всего рынка;  $\beta_i$  — бета  $i$ -й акции;  $w_i$  — доля инвестиций в  $i$ -ю акцию.

Отметим, что риск портфеля может быть снижен путем включения в портфель акций, имеющих низкое значение  $\beta$ -коэффициента.

### Каково соотношение между риском и доходностью в модели Шарпа?

Как было показано выше,  $\beta$ -коэффициент является мерой риска акций. Но каково соотношение между риском и доходностью? Вопрос можно сформулировать следующим образом: какая доходность акции

потребуется инвестору, чтобы получить компенсацию за то, что он подвергается риску при ее покупке?

За то, что инвесторы принимают на себя рыночный риск, даже если вкладывают средства в широко диверсифицированный портфель, они рассчитывают на определенную премию, которая может быть названа как премия рыночного риска и исчислена следующим образом:

$$RP_m = R_m - R_f \quad (14.6)$$

где  $RP_m$  — премия рыночного риска;  $R_m$  — требуемая доходность рыночного портфеля, т. е. портфеля, состоящего из всех акций; или это требуемая доходность средней акции ( $\beta = 1,0$ );  $R_f$  — доходность безрисковых вложений; обычно для целей экономического анализа к безрисковым относят вложения в государственные облигации.

Рисковая премия по  $i$ -й акции определяется по формуле:

$$RP_i = (R_m - R_f) \times \beta_i \quad (14.7)$$

Предположим, что в данный момент доходность по государственным облигациям (безрисковая ставка) составляет 6% годовых, а средняя доходность по всему рынку — 11%, тогда премия рыночного риска составит:

$$RP_m = 11\% - 6\% = 5\%.$$

Если нам известно, что для  $i$ -й акции  $\beta = 2$ , то рисковая премия для этой акции составит:

$$RP_i = (R_m - R_f) \times \beta_i = RP_m \times \beta_i = 5\% \times 2 = 10\%.$$

Нужно заметить, что рисковая премия по всему рынку (или рисковая премия средней акции) не может быть оценена с большой точностью, так как невозможно получить точную величину  $R_m$ . Однако эмпирические исследования позволяют оценить ее значение. Например, расчеты, произведенные по данным 400 американских промышленных компаний, входящих в индекс S&P-500 в течение 20 лет, показали, что рисковая премия колебалась от 4 до 8%.

Если известны значения  $R_f$ ,  $R_m$  и  $\beta_i$ , то для нахождения требуемой доходности  $i$ -й акции можно использовать линию рынка ценных бумаг (Security Market Line, SML), уравнение которой имеет следующий вид:

$$R_i = R_f + (R_m - R_f) \times \beta_i. \quad (14.8)$$

Акция, о которой речь шла выше, должна иметь следующую доходность:

$$R_i = 6 + (11 - 6) \times 2 = 16\%.$$

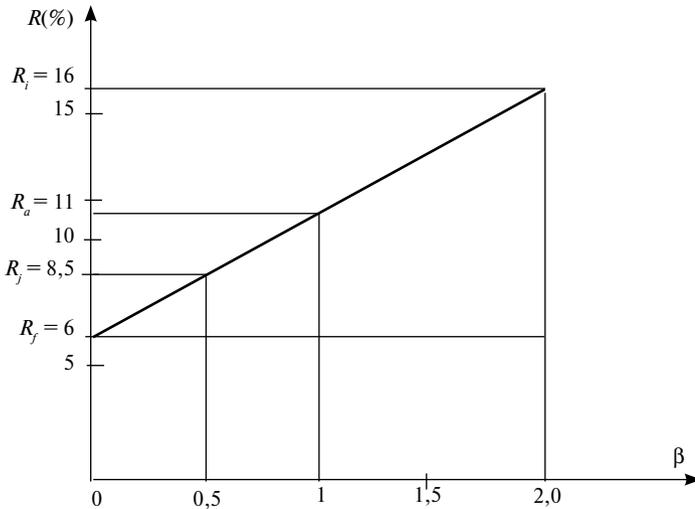
Если некоторая акция  $j$  является менее рискованной и имеет  $\beta = 0,5$ , то требуемая доходность для этой акции составит:

$$R_j = 6 + (11 - 6) \times 0,5 = 8,5\%.$$

Средняя акция с  $\beta = 1$  должна иметь такую же требуемую доходность, как и весь рыночный портфель:

$$R_a = 6 + (11 - 6) \times 1 = 11\%.$$

По результатам наших вычислений построим график линии рынка ценных бумаг (рис. 14.2).



**Рис. 14.2.** Линия рынка ценных бумаг

Наклон линии рынка ценных бумаг отражает степень избегания риска инвесторами или нерасположенности к риску. Чем выше степень избегания риска, тем круче наклон линии по отношению к

горизонтальной оси, выше рисковая премия для любой акции и больше требуемая доходность акции.

Если бы не было никакого избегания риска, то не было бы и рискованной премии, и линия рынка ценных бумаг была бы горизонтальной. Рисковая премия и наклон линии рынка ценных бумаг появляются именно потому, что имеется нерасположенность инвесторов к риску. Со временем положение линии рынка ценных бумаг может изменяться вследствие изменения процентных ставок, степени избегания инвесторами риска и изменений  $\beta$ -коэффициентов отдельных акций.

## Глава 15

# Оценка и управление стоимостью инвестиций на неорганизованном рынке ценных бумаг

**Каковы цели, задачи и основные области применения оценки стоимости инвестиций в закрытые компании?**

Серьезной проблемой осуществления финансовых инвестиций является оценка рыночной цены акций закрытых акционерных обществ или небольших открытых акционерных обществ, которые по своему статусу или размеру не являются участниками организованного биржевого или внебиржевого рынка ценных бумаг.

Аналогичной проблемой является оценка рыночной стоимости акций вновь создаваемых компаний в результате слияний или поглощений, когда крайне важным становится вопрос о «справедливом» распределении акций вновь созданной компании между акционерами реорганизуемых предприятий. В этом случае встает задача оценки вклада каждой компании в создание стоимости новой компании, что служит основой для проведения обмена акций в согласованных пропорциях.

Как показывает практика, покупка контрольных пакетов крупных компаний на открытых рынках зачастую проводится не в форме денежных расчетов, а в форме «обмена» акции компаний покупателей и продавцов.

Необходимость проведения оценочных процедур определена также и действующим законодательством. Так, согласно Федеральному закону от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» выкуп акций обществом осуществляется по их рыночной стоимости. В соответствии с вышеуказанным законом при выдаче разрешения на эмиссию новых акций проводится проверка: в каком соотношении находятся балансовая и рыночная стоимость акционерного капитала компании-эмитента.

Если рыночная (оценочная) стоимость акционерного капитала корпорации больше балансовой стоимости чистых активов компании, то эмиссия новых акций разрешается, причем на величину выявленного превышения.

Если же эта разница отрицательна, то стоимость собственного (уставного) капитала компании должна быть уменьшена на величину этой разницы с соответствующей корректировкой балансовой стоимости активов, и в особенности нематериальных активов.

Необходимость определения рыночной стоимости компании составляет одну из важнейших управленческих задач для арбитражных (антикризисных) управляющих, назначаемых по решению суда при

проведении процедур банкротства, когда задолженность перед кредиторами осуществляется за счет продажи части или всего имущества компании-банкрота.

При этом учитываются следующие аспекты:

а) цена, по которой компания или доли в ней будут предлагаться к продаже, не должна быть занижена, так как этим был бы нанесен прямой имущественный ущерб кредиторам банкрота. Он заключается в том, что выручка от продажи покрывает меньшую часть долгов несостоятельной компании и его кредиторам будет выплачена не полная компенсация по этим долгам;

б) указанная цена не должна быть завышена, потому что в этом случае кредиторам банкрота будет нанесен ущерб, который состоит в несвоевременном получении или неполучении ими компенсации по долгам из-за завышенной цены предложения на продаваемую компанию;

в) если известны потенциальные покупатели (инвесторы), оценка готовящейся к продаже несостоятельной компании должна проводиться не вообще, а применительно к предполагаемым планам, деловым возможностям и информированности конкретных инвесторов, т. е. для разных инвесторов она может быть разной.

Задача оценки бизнеса применительно к процессу санации финансово-кризисных компаний заключается в прогнозировании ее рыночной стоимости после того, как будет выполнен запланированный комплекс мероприятий по финансовому оздоровлению и восстановлению ее платежеспособности, т. е. в прогнозировании будущей рыночной стоимости компании по истечении периода, отведенного на санацию.

Оценка рыночной стоимости при подготовке к продаже приватизируемых государственных предприятий (или пакетов их акций, еще остающихся в собственности государства) в данном случае имеет те же особенности, которые отмечались в связи с подготовкой к продаже компаний-банкротов.

Отличия заключаются в том, что:

— приватизируемые компании совсем не обязательно являются банкротами (хотя в ряде случаев они действительно фактически приближаются к несостоятельности или же могут уже фактически являться несостоятельными); чаще они являются нормально работающими либо способными нормально работать;

— выручка от продажи приватизируемых компаний или приватизируемых государственных пакетов акций направляется не кредиторам компании, а бывшему собственнику, т. е. государству (в федеральный либо местный бюджеты);

— усиливается вероятность неосознанного или даже сознательного (под давлением заинтересованных лиц) занижения стоимости выставляемых на продажу объектов.

Поэтому при обосновании продажной (в том числе стартовой на торгах) цены приватизируемых компаний и их отдельных пакетов следует руководствоваться принятыми в мировой практике стандартами и методами оценки бизнеса, а участники торгов должны определить для себя интервал рыночной цены покупки, в рамках которой инвестиции будут эффективны.

Продажа акций и паев компаний, не котирующихся на организованном биржевом или внебиржевом рынках, является достаточно сложной задачей согласования инвестиционных интересов покупателя и продавца, требующей проведения специальных оценочных процедур, позволяющих определить рыночную стоимость как самой компании, так и конкретного пакета акций.

Таким образом, оценка рыночной стоимости (оценка бизнеса) корпоративных организаций является специализированной областью инвестиционного анализа, основной целью и задачей которого является определение рыночной стоимости пакетов или частей в компаниях, акции которых по своей сущности (закрытые акционерные общества) или в силу своего размера (небольшие открытые акционерные общества) не котируются на свободном фондовом рынке.

Оценка бизнеса не является жестко формализованной процедурой; ее задачей является определение оценочного интервала, в рамках которого может быть осуществлена продажа-покупка оцениваемого пакета акций или доля участия в оцениваемой компании.

Процедура проведения оценки рыночной стоимости предполагает учет следующих основополагающих моментов:

- рыночная стоимость акционерного капитала — это не балансовая стоимость чистых активов компании;
- оценка не основывается на результатах деятельности в прошлом, она базируется на будущих ожидаемых результатах (доходности) деятельности компании;
- при оценке компания рассматривается как действующая, т. е. обладающая необходимыми ресурсами для успешной предпринимательской деятельности;
- оценка не одинакова для каждого покупателя — стоимость компании различна для каждого отдельного покупателя;
- она не однозначна для момента проведения оценки — оценка на конкретную дату или ряд дат, на момент наступления определенного события (подписания долгосрочного контракта, окончание инвестиционного проекта).

В результате осуществления оценочных процедур определяется, как правило, внутренняя, иногда называемая фундаментальной, рыночная стоимость компании, которая является результатом аналитических суждений специалиста-оценщика, основанных на выявленных внутренних характеристиках ее деятельности. Внутренняя стоимость зависит не от того, насколько данные характеристики соответствуют целям конкретного инвестора, а от того, каким образом они трактуются тем или иным независимым оценщиком.

Внутренняя стоимость обыкновенных акций рассматривается как оправданная, реальная цена акций корпорации, при определении которой учтены основные факторы стоимости: ожидаемая будущая доходность и риски деятельности компании.

В то же время это субъективная стоимость в том смысле, что для ее определения оценщику необходимо использовать свои знания, жизненный опыт и профессиональное мастерство и, как следствие, оценки внутренней стоимости у разных оценщиков будут различны.

При оценке внутренней стоимости обыкновенных акций также учитывается:

1. Стоимость активов компании, так как ее активы обладают определенной рыночной стоимостью.
2. Прогнозируемая прибыль. Ожидаемая в будущем прибыль корпорации является наиболее важным фактором, влияющим на внутреннюю стоимость обыкновенных акций.
3. Планируемые размеры дивидендов. Компания может выплачивать свою прибыль в форме дивидендов или может удерживать ее с тем, чтобы финансировать свой рост и расширение деятельности. Дивидендная политика фирмы также влияет на внутреннюю стоимость ее акций.
4. Прогнозируемые темпы роста бизнеса. Перспективы роста компании в будущем тщательно оцениваются инвесторами и являются фактором, влияющим на ее внутреннюю стоимость.

В последнее время методы оценки бизнеса достаточно широко применяются для оценки рыночной (реальной) стоимости и открытых компаний, так как, по мнению многих зарубежных авторов, существующие рыночные курсы фондовых рынков занижены почти для 40 % компаний, котирующих свои акции на открытом фондовом рынке.

Если рыночная цена акций оказывается ниже определенного оценщиком уровня внутренней стоимости, то оценщик считает, что данные акции «выгодно покупать», если рыночная цена акций оказывается выше предполагаемой внутренней стоимости, то он предлагает продать акции.

### Какие существуют методические подходы к оценке рыночной стоимости корпоративных организаций?

Методологической основой оценки бизнеса является оценка настоящих и будущих доходов компании. Что приобретает покупатель, покупая компанию или долевое участие в компании? Управление? Рынки? Технологический опыт? Продукцию? Хотя каждая из перечисленных позиций может иметь отношение к ответу на данный вопрос, в действительности же покупается поток будущих чистых доходов. Таким образом, проблема, которую необходимо решить при проведении оценки как приобретаемой компании, так и во многих других случаях, состоит в прогнозировании будущих чистых доходов и оценки их текущей стоимости.

Существуют следующие источники доходов от долевого участия в компании:

1. Чистая прибыль или денежные поступления:
  - от операций;
  - от инвестиций (полученный процент и/или дивиденды).
2. Продажа или залог активов.
3. Продажа долевого участия в компании.

Поэтому при любом подходе к оценке центральной задачей (с финансовой точки зрения) должно стать количественное определение тех доходов, которые могут быть получены участником компании из одного или нескольких перечисленных источников.

Кроме того, на заключение о стоимости обыкновенных акций могут влиять такие факторы, как: 1) размер оцениваемой доли — контрольный или неконтрольный (миноритарный) пакет; 2) голосующие права; 3) ликвидность акций; 4) положения, ограничивающие права собственности; 5) специальные привилегии, связанные с собственностью или управлением.

Ключевой внешней переменной в процессе оценки является *стоимость капитала (WACC)*, рассматриваемая как *уровень требуемого дохода, необходимого для привлечения инвестиций в оцениваемую компанию*, которая зависит от общего уровня процентных ставок и рыночной премии за риск.

С точки зрения прогнозирования будущей доходности методы оценки рыночной стоимости компании можно подразделить на две группы.

- **Первая группа** — оценка доходности существующих и возможных в будущем сфер деятельности (бизнес-линий) компании — *методы капитализации доходов и методы дисконтированных будущих доходов*.
- **Вторая группа** — оценка компании как специальным образом сформированного имущественного комплекса, приносящего доход — метод компании-аналога и метод накопления активов.

### В чем заключается метод капитализации доходов?

Метод капитализации доходов применяется в том случае, если компания имеет или имела в ретроспективе 3–5 лет устойчивые, сопоставимые доходы и у оценщика есть достаточные основания для предположения, что данные доходы будут сохранены и в будущем.

Главным при этом является четкое определение будущих доходов, влияющих на стоимость бизнеса.

Наиболее часто будущие доходы рассматриваются как прогнозируемая чистая прибыль. В этом случае капитализация потенциальной прибыли является концептуально простым подходом с использованием двух переменных, одна из которых — потенциальная, чистая прибыль ( $E$ ), а другая — среднерыночная доходность акций компаний данной отрасли —  $K_{\text{кап}}$ .

Расчет рыночной стоимости 100% пакета акций компании (РСП) в случае прогнозирования устойчивого уровня получаемой чистой прибыли определяется с использованием формулы расчета бессрочного аннуитета, на основе предположения, что в будущем величина получаемой чистой прибыли останется неизменной:

$$\text{РСП} = E/K_{\text{кап}} + \text{НФА}, \quad (15.1)$$

где  $\text{НФА}$  — стоимость нефункциональных активов компании, т. е. активов, не принимающих участие в производственной деятельности компании, но находящихся на балансе компании и обладающих реальной ликвидностью.

В случае если в течение прогнозируемого периода предполагается умеренный постоянный прирост чистой прибыли компании, то рыночная стоимость компании рассчитывается по формуле Гордона:

$$\text{РПС} = \frac{E(1 - \alpha)}{K_{\text{кап}} - \alpha} + \text{НФА}. \quad (15.2)$$

где  $\alpha$  — коэффициент ежегодного прироста чистой прибыли компании.

Очевидно, что в данном случае величина  $\alpha$  не должна превышать ставки доходности акций, поэтому под умеренным ростом, как правило, понимается ежегодный прирост чистой прибыли на уровне 3–5%.

Чаще всего для оценки принимаемой в расчет потенциальной величины чистой прибыли выбирается ретроспективный период в пять лет. При этом общий смысл состоит в том, что применительно ко многим компаниям анализ результатов деятельности за последние пять лет вполне достаточен для выявления некоторой устойчивой тенденции.

Однако этот период не настолько продолжителен, чтобы ретроспективные данные не соответствовали бы сегодняшним условиям или операциям компании.

Оценщику следует отходить от обычного пятилетнего ретроспективного периода в той мере, в какой данное базовое допущение теряет силу. Например, если три года назад в деятельности компании произошли кардинальные изменения, то более уместным будет принять во внимание данные только за этот трехлетний период.

Вместе с тем при выборе показателя чистой прибыли в качестве капитализируемой базы следует ответить на вопрос: насколько при определении рыночной стоимости компании покупатели и продавцы исходят именно из величины чистой прибыли?

Так, для компании, владеющей преимущественно недвижимостью (здания, сооружения, машины оборудование), стоимость которой по балансу уменьшается, более предпочтительным будет показатель денежного потока, чем чистая прибыль, так как при использовании косвенного метода расчета в показателях денежного потока отражаются и балансовые начисления, т. е. амортизация.

При оценке стоимости миноритарных пакетов в качестве прибыли рассматриваются суммы выплаченных дивидендов. В этом случае рыночная стоимость акций определяется на основе капитализации дивидендов по коэффициентам дивидендной отдачи сопоставимых открытых компаний.

Подход капитализации на основе показателя выручки от реализации может считаться укороченным вариантом подхода капитализации будущих доходов, поскольку обычно предполагается, что в конкретной области бизнеса определенный уровень выручки способен обеспечить определенный уровень прибыли.

### **В чем заключается метод отраслевых соотношений?**

На основе капитализации выручки от реализации строится метод отраслевых соотношений, который используется для ориентировочных оценок стоимости компаний. Опыт западных оценочных фирм показывает, что:

- рекламные агентства и бухгалтерские фирмы продаются соответственно за 0,7 и 0,5 годовой выручки;
- салоны красоты — за 0,25–0,7 от суммы годовой выручки плюс стоимость оборудования и запасов;
- рестораны и туристические агентства — соответственно 0,25–0,5 и 0,04–0,1 от годовой выручки;
- заправочные станции — 1,2–2,0 от месячной выручки;
- страховые агентства — 1,0–2,0 от годовых сборов.

«Золотое правило» оценки компаний для достаточно большого числа отраслей гласит: покупатель не заплатит за компанию более 4-кратной величины среднегодовой прибыли до налогообложения.

### Что такое метод дисконтирования?

Метод дисконтирования используется в случаях, когда:

- ожидается, что будущие уровни доходов компании будут существенно отличаться от текущих;
- можно обоснованно оценить будущие денежные доходы компании;
- прогнозируемые показатели объемов чистой прибыли компании являются положительными величинами для большинства прогнозных лет;
- ожидается, что показатель объемов чистой прибыли компании в последний год прогнозного периода будет положительной величиной;
- компания представляет собой новое предприятие и не имеет достаточной ретроспективной истории.

Любое приобретение акций или частей в компании вне зависимости от того, оплачивается ли оно ценными бумагами, наличными деньгами или имущественными вкладами, является инвестициями, т. е. платежом за поток будущих чистых доходов. Таким образом, модель дисконтирования, традиционно используемая при оценке закупаемого оборудования, освоения новой продукции или технологии, в равной степени применима при оценке стоимости покупаемых пакетов акций или долей участия в компании.

Будущие чистые доходы, подлежащие оценке и дисконтированию к текущей стоимости, могут быть представлены разными показателями. Как правило, на практике используются следующие показатели:

- чистая прибыль; в этом случае используется метод дисконтированной будущей прибыли (*discounted future earning* — *DFE*);
- денежный поток как разница между прогнозируемыми поступлениями и выплатами денежных средств компании; тогда метод будет называться методом дисконтированного денежного потока (*discounted cash flow* — *DCF*).

В любом случае важно четко определить дисконтируемый поток будущих чистых доходов и выбрать соответствующую ему ставку дисконта. Подход к оценке с точки зрения дисконтированных будущих денежных потоков (*DCF*) применяется достаточно часто при слиянии и поглощении, включая различные случаи оценки контрольных и неконтрольных пакетов акций, при условии, что оценка будущего денежного потока является надежной, а выбранная ставка дисконта соответствует данному потоку и конкретной цели оценки.

Для того чтобы перевести процесс дисконтирования на язык конкретных цифр, необходимо количественно определить:

- 1) сумму ожидаемого будущего денежного потока или сумму потока прибыли;
- 2) соответствующую ставку дисконта.

Прогнозирование будущего денежного потока или прибыли является основой процесса оценки и требует досконального знания комплекса факторов, влияющих на объект инвестиций.

Предварительным этапом для компании, рассматриваемой в качестве объекта покупки, является план ее деятельности по крайней мере на пять предстоящих лет, даже если для его разработки потребуются привлечение внешних консультантов.

Оценка различных параметров, проводимая при прогнозировании объема продаж, оптовых и розничных цен, стоимости сырья и материалов, производственных, административных и коммерческих расходов, уровня конкуренции, должна проводиться привлекаемым оценщиком, внутренними и внешними специалистами по различным видам деятельности оцениваемой компании (прежде всего маркетингу закупок и продаж, организации и технологии производства). Роль специалиста-оценщика заключается в том, чтобы инициировать и осуществлять координацию различных направлений подобного анализа.

Сценарный подход, предполагающий получение набора прогнозных оценок будущих доходов и расходов по каждому будущему году, заключается в том, что оценщики определяют:

- оптимистичную оценку (в данном случае максимальную прибыль или денежный поток, который компания может получить при наиболее благоприятных условиях);
- вероятную оценку (наиболее вероятная прибыль или денежный поток);
- пессимистическую оценку (сколько компания может потерять или получить при наихудшем стечении обстоятельств).

Располагая данными оценками, оценщик может рассчитать с учетом вероятности наступления каждого из сценариев средневзвешенный доход по каждому году, на основе которого и проводится дальнейший расчет рыночной стоимости компании.

Общепринятым является составление прогнозов денежного потока (прибыли) на каждый из первых пяти лет *прогнозного периода*. Далее принимается допущение о равномерном, неограниченном во времени потоке чистых доходов для последующего *остаточного периода*.

Важным аспектом прогнозирования будущих денежных потоков является учет возврата процентов и погашение долгосрочных обязательств.

Если в течение прогнозного периода предусматривается привлечение и возврат долгосрочных обязательств (кредитов и займов), то рассчитывается так называемый *денежный поток для собственного капитала*

или чистый денежный поток, «очищенный» от обязательств по выплате процентов и погашению кредитов ( $DCF_{ск}$ ).

Если в течение прогнозного периода привлечение или возврат долгосрочных обязательств не планируется (например, на момент расчета компания выпустила и разместила облигационный заем со сроком возврата через 15 лет), то при расчете денежного потока не учитывается погашение долговых обязательств и выплачиваемых по ним процентов. В результате рассчитывается так называемый бездолговой денежный поток, т. е. *денежный поток для всего инвестированного* капитала компании ( $DCF_{кл}$ ). Порядок расчета денежных потоков представлен на рис. 15.1.

ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК ДЛЯ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА	ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК ДЛЯ ИНВЕСТИРОВАННОГО КАПИТАЛА
=	=
ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ	Доход НА ИНВЕСТИРОВАННЫЙ КАПИТАЛ (ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ Плюс ВЫПЛАЧЕННЫЕ ПРОЦЕНТЫ ЗА ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА)
Плюс	Плюс
БАЛАНСОВЫЕ НАЧИСЛЕНИЯ (АМОРТИЗАЦИЯ) УВЕЛИЧЕНИЕ ДОЛГОСРОЧНОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ	БАЛАНСОВЫЕ НАЧИСЛЕНИЯ (АМОРТИЗАЦИЯ)
Минус	Минус
ПРИРОСТ ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА ПРИРОСТ ОСНОВНЫХ СРЕДСТВ. СНИЖЕНИЕ ДОЛГОСРОЧНОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТИ	ПРИРОСТ ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА ПРИРОСТ ОСНОВНЫХ СРЕДСТВ

**Рис. 15.1. Расчет денежных потоков для собственного и инвестированного капитала**

Дисконтирование денежных потоков проводится с целью учета рисков вложения и обеспечения необходимого уровня доходности инвестиций, учитывающих степень вариабельности дохода, который может быть получен благодаря владению пакетом акций или долей участия в компании.

Государственные ценные бумаги, как правило, обладают относительно небольшим риском, поскольку вариация дохода по ним практически равна нулю. Обыкновенная же акция любой компании представляет значительно более рискованный актив, поскольку доход по такого рода вложениям может ощутимо варьироваться с учетом отраслевой принадлежности и конкретных аспектов деятельности компании.

Исходя из этого ставка дисконта, выбираемая для расчета дисконтированных денежных потоков для собственного капитала, определяется как ожидаемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска. Это будет та ожидаемая ставка дохода на капитал, которая и побудит инвесторов вложить свои средства.

В качестве ставок дисконта в оценке бизнеса используются:

- стоимость капитала (*WACC*) — средневзвешенная цена, которую компания уплатила за денежные средства, использованные для формирования своего капитала — при дисконтировании денежного потока для инвестированного капитала;
- ставка доходности собственного капитала ( $R_{ск}$ ), рассчитанная для оцениваемой компании — при дисконтировании денежного потока для собственного капитала.

Дисконтированный денежный поток компании представляет собой сумму дисконтированного денежного потока прогнозного периода ( $PV_{\text{прогн.}}$ ) и дисконтированного денежного потока остаточного периода ( $PV_{\text{ост.}}$ ):

$$DCF = PV_{\text{прогн.}} + PV_{\text{ост.}} \quad (15.3)$$

Дисконтированный денежный поток прогнозного периода представляет сумму приведенных денежных потоков по годам прогнозного периода.

$$PV_{\text{прогн.}} = \sum_{t=1}^T CF_t / (1 + R_{\text{диск.}})^t, \quad (15.4)$$

где  $T$  — последний год прогнозного периода,  $R_{\text{диск.}}$  — ставка дисконтирования.

Расчет дисконтированного денежного потока остаточного периода проводится в два этапа.

- На первом этапе методом капитализации прибыли по денежному потоку (прибыли) последнего года прогнозного периода определяется стоимость денежного потока (прибыли) остаточного периода, при этом в качестве коэффициента капитализации используется принятая ставка дисконтирования.
- На втором этапе рассчитывается дисконтированное значение стои-

мости денежного потока по ставке дисконтирования для последнего года (Т) прогнозного периода.

Рыночная стоимость компании РСП (стоимость 100 % пакета акций) при использовании метода дисконтированных денежных потоков определяется следующим образом:

- при расчете методом дисконтированного денежного потока для инвестированного капитала:

$$\text{РСП} = DCF_{\text{кп}} - \text{ДО} + \text{НФА}, \quad (15.5)$$

где ДО — сумма долгосрочных обязательств компании;

- при расчете методом дисконтированного денежного потока для собственного капитала:

$$\text{РСП} = DCF_{\text{ск}} + \text{НФА}. \quad (15.6)$$

Следующая далее группа методов оценки рыночной стоимости компании строится на концепции, предполагающей, что компания как специальным образом сформированный имущественный комплекс должна приносить определенный доход. В состав этой группы методов входят метод фирмы-аналога и метод накопления активов или метод чистых активов.

### **В чем заключается метод компании-аналога?**

Оценка бизнеса на основе использования метода компании-аналога проводится в следующей последовательности:

- 1) подбор аналогичных компаний — открытых акционерных обществ, котирующих свои акции на фондовом рынке;
- 2) приведение в сопоставимый вид результатов финансовой деятельности компании-аналога и оцениваемой компании;
- 3) расчет на основе данных о последних продажах пакетов акций и данных последнего отчета о доходах компании-аналога специальных оценочных мультипликаторов;
- 4) оценка стоимости 100 % пакета акций оцениваемой компании путем перемножения соответствующих мультипликаторов и показателей отчета о доходах оцениваемой компании.

Процесс составления всеобъемлющего списка сопоставимых открытых компаний отнюдь не прост. Составление перечня сопоставимых компаний следует начинать со списка компаний, работающих в той же отрасли, что и оцениваемая компания. Поиск сопоставимых открытых компаний должен быть настолько широким, насколько позволяют рамки данного конкретного случая оценки. Цель проведения всеобъемлющего поиска сопоставимых компаний состоит в том, чтобы оценщик принял

во внимание все компании, которые можно обоснованно считать сопоставимыми, и выбрал бы для анализа самые подходящие.

Оценщик должен разработать набор объективных критериев отбора с тем, чтобы окончательный список не приводил к искажению результата оценки в ту или иную сторону. Чем длиннее перечень потенциальных объектов сравнения — компаний-«кандидатов», тем более жесткими должны быть критерии отбора, чтобы в результате получился разумный по размерам список. В идеале все сопоставимые компании должны действовать только в той отрасли, что и оцениваемая компания.

Следующий этап предусматривает сбор информации по каждой из компаний-«кандидатов» путем либо вступления с ней в прямой контакт и получения ее финансовой документации, либо знакомства с ее публикуемыми отчетами. Оценщик должен помнить, что данные, получаемые от компаний, служат двум целям:

- 1) узнать о компании достаточно много с тем, чтобы решить, можно ли ее использовать для сравнения;
- 2) получить финансовые данные для дальнейших расчетов по тем компаниям, которые определены как сопоставимые.

Если оценщик решил для оцениваемой компании использовать данные за 5 лет, то желательно иметь данные за 5 лет и для сопоставимых компаний.

После сбора и изучения всей информации оценщик должен решить, какие именно компании избрать для сравнения в данном конкретном случае. Такие решения не должны приниматься необдуманно, они должны основываться на объективных критериях.

Оценщик должен избегать предвзятости при выборе сопоставимых компаний — предвзятости, которая может необоснованно зависеть или занижить рыночную стоимость компании.

Анализируя пригодность той или иной открытой компании для сравнения, оценщик должен рассмотреть ряд следующих важных факторов: структуру капитала, структуру управления, опыт персонала; характер конкуренции; зрелость бизнеса; кредитный статус.

Кроме того, должны быть проанализированы на сопоставимость: продукция, рынки, прибыль, способность выплачивать дивиденды, размер валюты баланса, положение компании в отрасли.

Окончательная оценка указанных выше факторов проводится на основе анализа финансовых отчетов как оцениваемой, так и сопоставимых компаний с тем, чтобы выявить сходства и различия, которые следует учесть при оценке. В частности, при сравнении показателей анализируются финансовые коэффициенты, характеризующие ликвидность, соотношение между собственными и заемными средствами, рентабельность, а также ретроспективные тенденции изменений доходов, расходов и прибыли.

После отбора сопоставимой компании-аналога проводится приведение в сопоставимый вид финансовой отчетности. На этом этапе исследуется учетная политика оцениваемой компании и компании аналога в части таких факторов, определяющих показатели доходности компании, как:

- 1) порядок формирования выручки от реализации товаров и услуг («по факту отгрузки» или «поступления денежных средств на расчетный счет»),
- 2) метод списания материальных затрат («ФИФО», «ЛИФО», «по средней стоимости приобретения»),
- 3) метод начисления амортизации («прямолинейного», «суммы лет», «ускоренного списания остатков»).

На основе данного анализа вносятся необходимые корректировки Отчетов о доходах либо компании аналога, либо оцениваемой компании, чем достигается сопоставимость показателей их деятельности.

После приведения в сопоставимый вид финансовой отчетности, проводится расчет оценочных мультипликаторов, рассчитываемых путем деления рыночной стоимости собственного капитала (цены) компании-аналога, рассчитанного по биржевым данным курсовой стоимости продаж пакетов акций компании-аналога на соответствующие последние отчетные показатели Отчета о прибыли и убытках компании-аналога.

Пример расчета оценочных мультипликаторов приведен в табл. 15.1:

Таблица 15.1

**Расчет оценочных мультипликаторов**

Отчет о доходах (прибылях и убытках) компании-аналога (у. е.)		Рыночная цена 100% пакета обыкновенных акций компании аналога — 36 у. е.
		Расчет оценочных мультипликаторов
Выручка от реализации	50,0	$36,0 : 50,0 = 0,72$
Себестоимость	40,0	
Валовая прибыль	10,0	$36,0 : 10,0 = 3,6$
Административные и коммерческие расходы	6,0	
Прибыль от продаж (ЕВИТ)	4,0	$36,0 : 4,0 = 9$
Проценты	1,0	
Прибыль до налогообложения (ЕВТ)	3,0	$36,0 : 3,0 = 12$
Налоги	0,6	
Чистая прибыль (Е)	2,4	$36,0 : 2,4 = 15$

Следующим шагом является отбор соответствующего мультипликатора и определение рыночной стоимости оцениваемой компании путем умножения соответствующего отчетного показателя финансовой деятельности оцениваемой компании на соответствующий мультипликатор, например:

$$\text{PCП} = \text{EBIT} \times \text{MEBIT} + \text{НФА}, \quad (15.7)$$

где МЕВИТ — оценочный мультипликатор, рассчитанный по прибыли от продаж.

Правильность выбора оценочного мультипликатора во многом предопределяет точность оценки. При выборе мультипликатора учитывается характер деятельности компании. Так, например, для консультационных фирм, различных частных практик (врачебной, юридической и т. п.), книгоиздательских компаний для оценки стоимости используется мультипликатор объема продаж (P/S). Данный метод называется *методом отраслевой специфики*.

Кроме того, учитываются сопоставимость финансовой структуры, наличие или отсутствие данных по налогообложению, методы начисления амортизации, списания затрат и т. д.

Наиболее часто используемым и широко публикуемым в печати и различных финансовых обзорах является мультипликатор, определяемый как отношение — Рыночная цена компании/Чистая прибыль (Price/Earning ratio, P/E), который в точности соответствует своему названию, т. е. отношение цены к прибыли. Коэффициент может быть рассчитан как для компании в целом, так и на одну акцию. Последнее более предпочтительно. Следует отметить, что если количество акций в обращении меняется от года к году, то соотношение P/E, рассчитанное на агрегатной основе, будет отличаться от коэффициента для одной акции, взвешенного по числу акций в различные периоды времени.

Если для оцениваемой компании используются мультипликаторы «Цена/Прибыль», рассчитанные по сопоставимым компаниям, то данные о курсовой стоимости акций компаний-аналогов должны браться на дату оценки или быть в максимально возможной степени приближены к ней.

Важной информацией при оценке методом компании-аналога являются данные о размере пакета, рыночная цена которого явилась основой для определения стоимости 100% пакета акций компании-аналога и базой для расчета оценочных мультипликаторов.

В практике оценки исходя из того, что:

- если рыночная цена компании-аналога определялась на основе данных по продажам контрольных пакетов, то в этом случае считается, что рыночная стоимость оцениваемой компании определена *мето-*

*дом сделок* и является реальной стоимостью компании;

- если рыночная цена компании-аналога определялась на основе данных по продажам неконтрольных (миноритарных) пакетов, то в этом случае считается, что рыночная стоимость оцениваемой компании определена *методом рынка капитала* и рассчитана на миноритарной (уменьшенной) основе.

Этот момент является крайне существенным при определении стоимости конкретных контрольных или неконтрольных пакетов акций оцениваемой компании. Как показывает практика, стоимость акций, продаваемых в составе контрольных пакетов, выше стоимости акций миноритарного пакета. В связи с этим необходим учет специальных скидок и премий при определении окончательной стоимости оцениваемого пакета, что обуславливается отсутствием реальной возможности у владельцев мелких пакетов, как правило, существенно влиять на политику и деятельность компании.

Следующим важным моментом, влияющим на стоимость контрольных и неконтрольных пакетов акций закрытых акционерных обществ, является возможность свободной продажи.

Возможность быстрой реализации, т. е. высокая ликвидность, повышает стоимость ценной бумаги, и, напротив, отсутствие ликвидности снижает ее стоимость по сравнению с сопоставимой ликвидной бумагой.

Поскольку пакеты закрытых компаний по своему статусу не могут обращаться на рынке открытых компаний, то доля в закрытой компании стоит обычно меньше, чем сопоставимые с нею по другим параметрам акции открытых компаний. Ограничения к продаже снижают стоимость акций закрытых компаний по сравнению с акциями открытых компаний, как показывает практика, в среднем на 10–15 % (плата за выход на рынок) для контрольных пакетов и до 35–50 % (скидка за отсутствие ликвидности) для миноритарных пакетов.

Взаимосвязь между скидкой, обусловленной трудностью к продаже, и скидкой, связанной с неконтрольным характером участия, обусловлена тем, что даже после снижения цены миноритарного пакета, связанного с отсутствием контроля, продать его по-прежнему гораздо труднее, чем контрольный пакет закрытой компании.

В результате определяются цены, по которым могли бы быть проданы акции закрытых компаний в случае обращения их на открытом рынке.

Размер скидки или премии при определении стоимости доли участия в акционерном капитале (контрольной или миноритарной) во многом предопределяется и применяемыми методами оценки.

При определении стоимости владения контрольной долей участия в капитале обычно используются методы имущественного подхода, метод сделок. Для оценки стоимости миноритарной доли применяется

метод рынка капитала. Методы дисконтированных денежных потоков и капитализации доходов могут использоваться при оценке как контрольного пакета, так и миноритарного. Необходимо отметить, что для получения стоимости миноритарного пакета из стоимости контрольного пакета, рассчитанной методами имущественного подхода, методом сделок, необходимо вычесть скидку за неконтрольный характер и скидку на недостаточную ликвидность. Методы, применяемые при оценке различных долей собственности, приведены в табл. 15.2.

Необходимо также отметить, что к рыночной стоимости компании, полученной тем или иным методом компании-аналога, добавляется, как и при применении методов капитализации или дисконтированного денежного потока, стоимость нефункциональных активов.

### **Что такое метод накопления активов?**

Определение стоимости компании на основе использования метода накопления активов включает следующие основные этапы:

- переоценка данных баланса компании с целью определения рыночной стоимости материальных активов, обязательств компании и стоимости чистых активов компании;
- определение на основе использования метода избыточных прибылей стоимости неучтенных нематериальных активов компании;

*Таблица 15.2*

#### **Методы, применяемые при оценке различных долей собственности**

Оценочный метод	Оцениваемая доля собственности
Методы капитализации доходов и дисконтирования будущих доходов	Оценка свободно торгуемых на рынке миноритарных долей собственности, поскольку коэффициенты капитализации и ставки дисконтирования базируются на информации относительно цен неконтрольных пакетов акций открытых компаний
Методы, основанные на информации о сравнимых компаниях	Оценка свободно торгуемых на рынке миноритарных долей собственности, если использованы данные о цене акции сравнимой открытой компании и финансовый результат не был скорректирован на чрезмерные компенсации и т. п. Оценка контрольной доли, если использованы данные о ценах сравнимых компаний и финансовые показатели скорректированы на величину чрезмерных компенсаций и аналогичных факторов
Методы, основанные на стоимости активов компании	Оценка контрольных пакетов, поскольку их владельцы могут определять политику в отношении имущества компании, в том числе приобретение, продажа
Метод избыточной прибыли	Оценка контрольной доли собственности

— расчет рыночной стоимости собственного капитала компании как суммы чистых и неучтенных нематериальных активов компании.

Определение рыночной стоимости материальных активов проводится на основе переоценки финансовых и материальных ценностей, находящихся на балансе компании. Расчет начинается с переоценки оборотных средств компании, в ходе которой осуществляется:

— корректировка дебиторской задолженности, из состава которой исключаются безнадежные и сомнительные долги, по которым ведется судебный процесс с непредсказуемым исходом;

— дисконтирование вексельных обязательств клиентов компании с учетом сроков и рисков оплаты векселей;

— рыночная переоценка инвестиционных вложений компаний по курсовой стоимости ценных бумаг и проведения процедур оценки бизнеса для долей участия в других компаниях;

— переоценка запасов готовой продукции с исключением из их состава неликвидной устаревшей продукции;

— переоценка по рыночным ценам материально-технических запасов (в особенности если компания производит списание затрат по ЛИФО) с исключением залежалых и неликвидных запасов;

— переоценка и исключение неликвидных нематериальных активов и расходов будущих периодов.

Далее проводится последовательная рыночная переоценка внеоборотных активов компании с привлечением профессиональных оценщиков для оценки недвижимости — земли, зданий и сооружений, оценки машин и оборудования.

Корректировка обязательств проводится с учетом признания их компанией. В случае наличия обоснованных причин для отказа исполнения отдельных обязательств они могут быть исключены из состава обязательств компании на момент оценки.

Рыночная стоимость чистых активов определяется как разница между рыночной стоимостью активов компании и скорректированными обязательствами.

### **Что такое метод избыточных прибылей?**

Метод избыточных прибылей помогает оценить стоимость дополнительных доходов компании, превосходящих уровень среднеотраслевых доходов, которые приносятся ее нематериальными активами, не отраженными в балансе. К таким нематериальным активам относятся искусство менеджмента, торговая марка компании, подобранный и обученный персонал, программное обеспечение, сформированная надежная клиентура, прогрессивная система маркетинга, наличие управленческих и информационных ноу-хау и т. д.

Определение стоимости нематериальных активов методом избыточных прибылей включает следующие этапы.

1. Определение средних по отрасли показателей рентабельности собственного капитала (ROE).
2. Расчет нормализованной прибыли компании путем умножения средних по отрасли показателей рентабельности собственного капитала (ROE) на рассчитанную рыночную стоимость чистых активов.
3. Расчет величины избыточной прибыли как разницы между показателями фактической чистой прибыли компании за ряд лет и рассчитанной величиной нормализованной прибыли.
4. В случае наличия устойчивой избыточной прибыли оценка стоимости обеспечивающих ее нематериальных активов определяется путем деления избыточной прибыли на среднеотраслевой коэффициент капитализации.

Стоимость 100 % пакета акций компании по методу накопления активов определяется путем сложения рыночной стоимости чистых активов компании и стоимости нематериальных активов.

### **Какие существуют подходы и концепции к управлению стоимостью компании?**

В основе концепции управления стоимостью лежит понимание того, что для акционеров (владельцев) первостепенной задачей является увеличение их финансового благосостояния в результате эффективной эксплуатации объектов владения. При этом рост благосостояния акционеров измеряется не объемом введенных мощностей, количеством нанятых сотрудников или оборотом компании, а прежде всего рыночной стоимостью активов, которыми они владеют, т. е. возможностью получать денежный доход от перепродажи всех или части принадлежащих им акций или долей. Поэтому, осуществляя инвестиции в активы компании, необходимо прежде всего оценивать, как это отразится на повышении рыночной стоимости (капитализации) акционерного капитала.

Первенство в формировании концепции управления стоимостью принадлежит американскому исследователю Альфреду Раппапорту в его книге «Создание акционерной стоимости», вышедшей в свет в 1986 г., в которой приросту рыночной стоимости акционерного капитала была отведена главная роль в построении эффективного бизнеса, а также предпринята попытка рационального измерения создаваемой стоимости<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> *Rappaport A. Creating Shareholding Value: The New Standard for Business Performance. New York: The Free Press, 1986.*

В этой работе он делает вывод о недостаточности данных бухгалтерского учета для целей оценки и предлагает производить расчет будущих денежных потоков из представлений менеджмента о развитии семи «движущих» сил создания стоимости: роста продаж и рентабельности, размера эффективной ставки на прибыль, объемов инвестиций в рабочий и основной капитал, цены капитала и продолжительности прогнозного периода.

Такой подход к оценке и управлению стоимостью компаний с теоретической точки зрения представляется достаточно логичным и аргументированным. В то же время его вряд ли правомерно распространять на все виды бизнеса и соответственно компании. Например, для компаний, занимающихся добычей руды, газа, нефти, в числе важнейших факторов, определяющих стоимость их акционерного капитала, являются запасы этих видов сырья. Для торговых компаний весьма значимым фактором является месторасположение торговых точек. Таким образом, при всей важности выделенных семи «движущих сил» создания стоимости не только состав, но и их количество не являются строго фиксированными. В литературе приводятся и иные подходы к выделению основополагающих факторов, воздействующих на стоимость акционерного капитала.

Так, например, А. Дамодаран<sup>1</sup> выделяет четыре фактора, влияющих на стоимость компаний:

- денежные потоки, генерируемые имеющимися в наличии активами;
- ожидаемый темп роста денежных потоков, образующийся за счет реинвестирования части прибыли или изменения отдачи инвестированного капитала;
- изменение продолжительности периода высокого роста денежных потоков;
- изменение стоимости компании за счет изменения операционного риска инвестированного капитала, изменений пропорций долгового финансирования или изменения условий привлечений кредитов.

Подходы Т. Коупленда, Дж. Муррина и Т. Коллера<sup>2</sup> к управлению рыночной стоимостью компаний основаны на анализе их структурной перестройки. Отправной точкой анализа является оценка текущей стоимости активов исследуемой компании. Затем следует, как считают эти авторы, оценить фактическую и потенциальную стоимости компании с учетом внутренних улучшений, основанных на ожидаемых денежных потоках, и возможности увеличения стоимости посредством реструктуризации управления финансами. Далее эти оценки следует соотнести

<sup>1</sup> Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.

<sup>2</sup> Коллер Т., Коупленд Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. 2-е изд., стер. / пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2002.

со стоимостью акций компании на фондовом рынке, чтобы оценить потенциальную выгоду акционеров от реорганизации компании. Это сравнение должно помочь выявить разрыв в восприятии будущих перспектив компании инвесторами и менеджерами.

Общая схема структурной перестройки компаний, достаточно полно раскрывающей этот процесс, приведена на рис. 15.2<sup>1</sup>.



**Рис. 15.2. Пентаграмма возможностей структурной перестройки**

Иной подход к управлению стоимостью компаний предлагается К. Уолшем<sup>2</sup>. Он основан на сбалансированности показателей прибыли, стоимости активов и темпов роста. Менеджерам компании рекомендуется заранее продумать и определить те максимальные темпы роста, которые компания может выдержать безболезненно. Согласно этому подходу для заданного темпа роста потоки денежных средств от основной деятельности и прибыли должны находиться в равновесии. Данная

<sup>1</sup> Коллер Т., Коупленд Т., Муррин Дж. Указ. соч. С. 58.

<sup>2</sup> Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании. М.: Дело, 2000.

модель позволяет менеджерам сосредоточиться на фундаментальных факторах, от которых зависит общее состояние компании. Они связаны с прибылью, оборотными активами и темпами роста.

Подход к управлению стоимостью компаний, предлагаемый С. Мордашевым<sup>1</sup>, основан на анализе чувствительности к изменению таких компонентов функционирующего бизнеса, как выручка от продаж, себестоимость реализованной продукции, скорректированная на процентные платежи, ставка налога на прибыль, дополнительные инвестиции сверхамортизационных отчислений, используемые для поддержания заданного уровня продаж, темпы роста денежного потока, стоимость привлеченного капитала.

С. В. Валдайцев<sup>2</sup> проводит анализ влияния на рыночную стоимость фирмы инвестиционных проектов, связанных с созданием и освоением продуктовых и процессных инноваций. Такие инвестиционные проекты по разработке и внедрению новых видов продукции (товаров, услуг), а также новых технологических процессов и оборудования обычно именуются инновационными проектами. Именно они способны принести компании дополнительные прибыли и денежные потоки в результате выведения на рынок новых продуктов, повышения качества ранее выпускавшейся продукции при снижении себестоимости продукции и операционных издержек предприятия.

Существенное влияние на стоимость компании оказывают так называемые встроенные реальные опционы. Они придают гибкость процессу управления компанией с целью максимизации ее стоимости. Менеджеры получают возможность варьировать свои решения в зависимости от изменяющихся внешних условий, и, естественно, дополнительные возможности отражаются в стоимости компании.

Возможность повлиять на уровень текущих и особенно ожидаемых издержек и прибылей компании предоставляют проекты по реорганизации компаний, в рамках которых достигается увеличение степени вертикальной и горизонтальной интеграции в отношении выпускаемой профильной продукции, повышение инвестиционной привлекательности, кредитоспособности, надежности в качестве делового партнера.

Управление в рамках рассматриваемой концепции представляет собой непрерывную реорганизацию, направленную на достижение максимальной стоимости компании. Для плодотворного внедрения элементов концепции управления стоимостью необходимо вовлечение в этот процесс всего коллектива компаний, через систему ориентиров,

---

<sup>1</sup> Мордашев С. Рычаги управления стоимостью компании // Рынок ценных бумаг. 2001. № 15.

<sup>2</sup> Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001 и 2003.

увязывающих показатели эффективности деятельности менеджмента с ростом стоимости компании.

Важную роль в управлении стоимостью играет глубокое понимание того, какие именно параметры деятельности фактически определяют стоимость бизнеса. Назовем их ключевыми факторами стоимости.

Знание этих факторов стоимости помогает менеджерам высшего эшелона понять, что происходит на всех остальных уровнях организации, и донести до них свои планы и намерения.

Управление факторами стоимости предполагает установление их соподчиненности, определение их значимости (какой из них оказывает наибольшее воздействие на стоимость) и возложение ответственности за конечные результаты управления на конкретных лиц, участвующих в достижении целей организации. Необходимо разработать продуманную до мелочей систему факторов стоимости — до самого низшего уровня, где фактор стоимости увязывается с конкретными показателями, на основе которых принимаются решения, зависящие непосредственно от функциональных и оперативных менеджеров. Ключевые факторы стоимости не статичны, и их необходимо время от времени пересматривать.

Выявление ключевых факторов стоимости — процесс творческий, в котором приходится действовать методом проб и ошибок. С помощью механических приемов, основанных на имеющейся информации и чисто финансовых подходах, редко удается выявить ключевые факторы стоимости. Увязка же факторов стоимости с деловыми решениями позволяет сформировать «дерево» факторов стоимости, которое облегчает принятие обоснованных решений. Так, например, прибыль от основной деятельности целесообразно разбивать на сегменты по типам продуктов, географическим зонам или категориям потребителей, что упрощает нахождение решений по ее наращиванию.

Факторы стоимости нельзя рассматривать в отрыве друг от друга. Например, повышение цены может способствовать увеличению стоимости компании через рост прибыли, но только если не повлечет за собой потерю значительной доли рынка. По этой причине лучше анализировать различные сценарии развития событий, чтобы понять взаимосвязи между факторами стоимости. Сценарии показывают, как скажутся на стоимости компании или ее деловой единицы различные сочетания совместимых предпосылок, и тем самым помогают менеджерам увидеть взаимосвязь стратегии и стоимости компаний.

Факторы стоимости и сценарии придают управлению стоимостью компаний реалистичность, поскольку связывают действия менеджеров с их последствиями для стоимости компании. Все вместе эти элементы составляют стоимостное мышление, без которого невозможно подлинное управление стоимостью.

### Что такое экономическая добавленная стоимость? Как она используется в оценке?

В качестве краткосрочных целевых показателей финансовой деятельности, ориентированной на создание стоимости, многими авторами рекомендуется использовать показатель экономической добавленной стоимости (economic value added — *EVA*<sup>1</sup>), предложенный Дж. Б. Стюартом в его работе «В поисках ценности», опубликованной в 1991 г.<sup>2</sup>

Экономическая добавленная стоимость *EVA* фактически является остаточным доходом, т. е. финансовой оценкой операционной деятельности, рассчитываемой как разность между чистой прибылью и платой за капитал, используемой для получения этой прибыли:

$$EVA = \text{Инвестированный капитал} \times (ROIC - WACC), \quad (15.8)$$

где Инвестированный капитал — сумма статей процентных краткосрочных и долгосрочных обязательств и собственного капитала по балансу компании; *ROIC* — рентабельность инвестиций, рассчитываемая как отношение чистого дохода на инвестированный капитал (чистая прибыль плюс процентные выплаты по заемным обязательствам, скорректированные на ставку налогообложения) к инвестированному капиталу; *WACC* — средневзвешенная стоимость капитала.

Таким образом, добавленная экономическая стоимость — это разница между тем, что компания зарабатывает за данный период времени, и тем минимумом, который она должна заработать, чтобы удовлетворить своих инвесторов. Максимизация *EVA* с течением времени также максимизирует и стоимость компании.

Из всех существующих показателей, предназначенных для оценки процесса создания стоимости компании, *EVA* является самым известным и распространенным. Причина этого в том, что данный показатель сочетает простоту расчета и возможность определения стоимости компании, а также позволяет оценивать эффективность как компании в целом, так и ее обособленных подразделений. *EVA* является индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении рыночной стоимости компании, тогда как отрицательная — о ее снижении.

---

<sup>1</sup> *EVA* является зарегистрированной торговой маркой, принадлежащей консалтинговой компании Stern Stewart & Co (основана в 1982 г. Дж. Штерном и Дж. Б. Стюартом), <http://www.sternstewart.com>

<sup>2</sup> Stewart B. The Quest for Value. N. Y.: HarperCollins, 1991.

Исходя из приведенной выше формулы расчета показателя *EVA* можно сделать выводы о возможных путях улучшения значения данного показателя.

1. Увеличение доходов, генерируемых вложенными средствами. Данный результат может достигаться различными путями — через управление издержками, повышение эффективности бизнес-процессов, посредством реинжиниринга и т. д.
2. Путем расширения, т. е. инвестирования средств в проекты, рентабельность которых превышает стоимость капитала, вовлеченного в реализацию такого проекта.
3. Повышение эффективности управление активами — продажа непрофильных, убыточных активов, сокращение сроков оборачиваемости дебиторской задолженности, запасов и т. д.
4. Управление структурой капитала.

С использованием показателя *EVA* может быть рассчитана стоимость компании. Причем ее расчет таким способом достаточно прост в использовании, что позволяет проводить расчеты не только профессионалам в области оценки, но и сотрудникам подразделений компании для оценки их вклада в увеличение стоимости компании.

Стоимость компании = Инвестированный капитал плюс Капитализация экономической добавленной стоимости, которая определяется как *EVA/WACC*.

Вместе с тем показатель экономической добавленной стоимости обладает рядом серьезных недостатков, которые необходимо учитывать при использовании *EVA* для принятия управленческих решений. Необходимо помнить о следующем.

1. *EVA* неадекватно отражает ситуацию при осуществлении новых инвестиций, поскольку существенно увеличивает стоимость используемого капитала. Таким образом, значение *EVA* оказывается заниженным. Следствием может являться дестимулирующий эффект для менеджеров, ориентирующихся на рост через инвестиции.
2. Агрессивное осуществление инвестиций, имеющих рентабельность, превышающую стоимость капитала и короткий срок окупаемости, возможно, является лучшим и наиболее предпочтительным способом увеличения *EVA*, но недостаток долгосрочных инвестиций может привести к такому износу основных средств, что любые новые инвестиции приведут к существенному негативному влиянию на *EVA*.
3. *EVA* заведомо лучше для крупных, но низкорентабельных компаний, чем для небольших, но высокорентабельных. Крупный бизнес, имея рентабельность лишь немногим более стоимости капитала, уже только из-за своих размеров имеет большое значение *EVA*.

В настоящее время крупнейшие консалтинговые компании разрабатывают собственные подходы к измерению стоимостного эффекта той или иной стратегии ведения бизнеса. В связи с этим упомянем некоторые из них: Cash Flow Return on Investment (CFROI) от Holt Value Associates, Economic profit от McKinsey, Total Shareholder Return (TSR) от Boston Consulting Group (BCG). Все эти «рецепты» представляют из себя либо единственно возможный способ измерения увеличения акционерной стоимости (наподобие EVA от Stern Stewart), либо некоторое множество методов их измерения.

Наиболее часто встречающиеся модели оценки стоимости акционерной собственности основаны на идее EVA. Различие между ними состоит лишь в путях решения проблемы корректировки данных бухгалтерского учета с целью их применимости для стоимостного анализа.

Несмотря на то что концепция стоимости акционерной собственности является, скорее, консалтинговым продуктом, ее идеи широко обсуждаются в научных кругах. Среди так называемых независимых теоретиков, не сотрудничающих с консалтинговыми компаниями, продвигающими в практику концепцию управления стоимостью, значительное число разделяют принципы этой концепции. Так, например, известный профессор по эккаунтингу Дж. Циммерман (J. Zimmerman) высказывается о своей полной поддержке определения стоимости акционерной стоимости на основе EVA, которая обладает непосредственным потенциалом добавления стоимости ко многим корпоративным ситуациям.

Другая группа исследователей, соглашаясь с общими принципами концепции акционерной стоимости, критикует то, какое значение приписывается различным методам и моделям определения акционерной собственности, и EVA в частности. Термин остаточной стоимости использовался исследователями задолго до выхода в свет работы Б. Стюарта. Указывая на это, Броувич и Уокер задаются вопросом о способности одной модели «совместить несовместимое». По их мнению, идеи EVA лучше применять при оценке будущего функционирования фирмы, прогнозируемого на основании ее прошлого в целях создания эффективной системы оплаты труда. Другие критики считают, что практика применения одного оценочного показателя неминуемо приводит к стремлению менеджеров улучшать показатели текущего периода за счет сокращения расходов, например на исследования и разработки, и ухудшения качества стратегического планирования<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Bromwich M., Walker M. Residual income past and future // Management Accounting Research. 1998. No. 9 (4). P. 391–420.

**Какие существуют схемы поощрения менеджеров и как их использование влияет на стоимость?**

Важным фактором для обеспечения эффективного управления стоимостью является внедрение систем поощрения и оценки результатов, которые предназначены для того, чтобы побуждать менеджеров и других работников компании к достижению установленных целей и следить за их успехами. Они могут потребовать существенного изменения традиционных методов управления в компании. При оценке результатов деятельности компании следует пользоваться комбинированными финансовыми и производственными критериями, основанными на ключевых факторах стоимости, т. е. финансовые показатели не должны рассматриваться в отрыве от производственных. Необходимо выработать такие критерии оценки, которые могут служить первым сигналом тревоги. Финансовые показатели констатируют то, что уже произошло, когда исправить что-либо может быть уже слишком поздно. Необходимо выработать критерии, которые будут заранее предупреждать об возможных проблемах.

Для осуществления поставленных задач могут подойти следующие схемы поощрения:

- создание некоего подобия акционерного капитала для каждого из подразделений — программы отсроченного вознаграждения на основе показателя экономической прибыли как индикатора изменения стоимости компании;
- создание плана, по которому вознаграждение определяется достижением текущих целей по конкретным факторам стоимости.

Необходимым элементом успешного управления стоимостью компаний является также хорошо отлаженный механизм успешного обмена информацией с инвесторами. Рынок должен иметь достаточно информации, чтобы в любой момент максимально правдоподобно оценить компанию. Необходимо не только постоянно отслеживать мнение аналитиков финансового рынка, но и снабжать инвесторов более четкой информацией. Возможно включение в годовой отчет раздела под названием «Изменение стоимости компании», содержащего ясное и подробное описание стратегии компании по наращиванию стоимости.

Как показывают зарубежные исследования, компании, использующие стоимостные принципы управления, прибегают к поиску более эффективной системы организации бизнеса. Отличительные особенности управления в «традиционных компаниях» и компаниях, ориентированных на увеличение стоимости, приведены в табл. 15.3.

Таблица 15.3

**Особенности организации бизнеса в традиционных организациях  
и в организациях, ориентированных на рост стоимости акционерного капитала**

Традиционная организация	Организация, ориентированная на рост стоимости акционерного капитала
Распределение ресурсов по проектам	Распределение ресурсов по факторам создания стоимости
Как правило, годовое планирование бюджета	Преобладание стратегического планирования ресурсов
Ресурсы ограничены и бесплатны	Ресурсы не ограничены, но дороги
Менеджеры не располагают всей полнотой информации	Менеджеры располагают всей необходимой информацией
Источники уменьшения стоимости неизвестны и иногда игнорируются	Источники уменьшения стоимости идентифицируются и немедленно ликвидируются
Компенсационные модели вознаграждения менеджмента непосредственно не привязаны к процессу создания стоимости	Непосредственная связь вознаграждения менеджмента с созданием стоимости
Возможна частичная противоречивость целей подразделений компании	Цели подразделений не противоречат друг другу
Отчетность не полностью предоставляет необходимую информацию о финансовом положении организации	Посредством сбалансированной системы показателей отражаются цели, стратегии, оценки их достижения

Компании, успешно внедрившие у себя принципы управления стоимостью акционерного капитала, имеют, как правило, преимущество по отношению компаний аналогичных сфер бизнеса, использующих традиционные формы организации бизнеса.

В табл. 15.4 приведены сведения, полученные американскими исследователями, об улучшении отдельных показателей бизнеса в компаниях, использующих концепцию управления стоимостью акционерного капитала.

Для адаптации используемых в западных компаниях методов управления стоимостью необходимо описать причины затруднений внедрения рассматриваемой концепции в российских условиях.

Таблица 15.4

**Характеристики организаций, сопутствующие их переходу на принципы  
управления стоимостью акционерного капитала**

Характеристика компании	Процент улучшения
Повышение прозрачности в отношении факторов создания и разрушения стоимости компании	87

*Окончание табл. 15.4*

Заинтересованность работников в создании стоимости	87
Более эффективное использование ресурсов	82
Увеличение доходности по сравнению с конкурентами	73
Более тщательное планирование инвестиций	69
Построение более эффективной схемы ведения кредитных переговоров между бизнес-подразделениями и штаб-квартирой	68
Ориентация на долгосрочную, а не сиюминутную выгоду	68
Создание у сотрудников предпринимательского духа	66

**Источник:** Haspelagh Philippe C., Noda Tsutomi, Boulos Fare. *Managing for Value: It's Not Just About the Numbers* // *Harvard Business Review*. 2000.

Какие существуют сложности при использовании методов управления стоимостью в российских условиях?

Для адаптации используемых в западных компаниях методов управления стоимостью необходимо описать причины затруднений внедрения рассматриваемой концепции в российских условиях.

Одними из основных причин являются, во-первых, неразвитость фондового рынка и, во-вторых, отсутствие прозрачности большей части российского бизнеса.

Как следствие первой причины — отсутствие достоверной информации для принятия внешних решений, а именно уверенности в справедливости оценки рынком даже ликвидных и котируемых акций, и как результат — смещение ориентиров в принятии решений от рыночных цен акций к расчетным.

Далее, из-за того что абсолютное большинство сделок по покупке-продаже акций на российских биржах совершаются в отношении ограниченного числа компаний сырьевого и энергетического секторов, оценщик не вправе использовать биржевые показатели в качестве основы для расчета цены капитала. В настоящее время в России нет аналога североамериканскому S&P 500, в котором находит свое отражение общая ситуация в корпоративном секторе США. Следовательно, в отношении российских компаний необходим иной подход в нахождении ставки дисконта, т. е. подход, не ориентированный на биржевые показатели.

Таким образом, использование показателя стоимости акционерного капитала на современном этапе развития рыночных и правовых отношений в России приемлемо прежде всего для принятия внутренних управленческих решений или обоснования при совершении сделок, связанных с изменением собственника бизнеса. То есть при проведении анализа целесообразности инвестиций в проекты, обосновании

реструктуризации бизнеса, выявлении адекватной цены продажи компании или отдельной бизнес-линии.

### **Какова роль инновационных проектов в управлении стоимостью инвестированного капитала в корпоративных организациях?**

Для управления стоимостью открытых компаний, которое выливается в максимизацию их рыночной капитализации (т. е. суммарной рыночной цены их акций), существенно то, что последняя увеличивается еще до того, как указанные инновационные проекты действительно начнут приносить предприятию массивные дополнительные прибыли. Уже первые существенные коммерческие (например, первые удачные продажи нового продукта) и даже технические успехи проектов (например, получение патентов на коммерчески перспективные изобретения, привлечение вывозимыми на выставки опытными образцами и установками внимания крупных потенциальных заказчиков) способны поднять спрос на акции компаний-инноваторов, а значит, и цену этих акций.

В самом деле, многие участники фондового рынка после этих первых успехов, ставших достоянием общественности, могут пожелать купить некоторое количество акций компании-инноватора в ожидании будущих дополнительных прибылей, которые, благодаря указанным успехам, становятся вероятными для данной компании. Именно эти ожидания поднимают спрос на акции инноватора. И даже если такие ожидания не подтверждаются, если инновационный проект в итоге все же окажется коммерчески неэффективным, то это произойдет позднее (кстати, компания-инноватор может долгое время поддерживать свою высокую рыночную капитализацию посредством постоянного запуска все новых крупных инновационных проектов, в которых тогда в принципе важно будет добиваться хотя бы первых обнадеживающих технических и коммерческих успехов).

Для управления стоимостью закрытых компаний как их потенциальной рыночной капитализацией или их оценочной стоимостью роль крупных инновационных проектов также велика, так как в случае тех же первых технических и/или коммерческих успехов по этим проектам резко уменьшаются неопределенности при учете оценщиками ожидаемых от данных проектов в будущем денежных потоков (прибылей), что, в свою очередь, например, приведет к тому, что они будут дисконтироваться по меньшей ставке, а их вклад в оценку текущей рыночной стоимости предприятия тогда увеличится. Иначе говоря, оценочная стоимость предприятия (при оценке его в рамках доходного подхода к оценке) существенно возрастет.

В целях регулярного мониторинга за влиянием текущего состояния крупных инновационных проектов на потенциальную (при

последующем открытии информации об этих проектах) рыночную капитализацию открытых компаний и оценочную рыночную стоимость закрытых компаний — вместо регулярной и дорогостоящей полномасштабной оценки справедливой рыночной стоимости указанных компаний — может регулярно проводиться гораздо менее дорогостоящий анализ Тобина. Он, правда, дает лишь косвенную информацию о том, чему способствует дальнейшее осуществление имеющихся версий бизнес-планов инновационных проектов — возрастанию либо уменьшению стоимости предприятия. Однако помогает вовремя принимать решения о соответствующем пересмотре упомянутых бизнес-планов — либо даже о приостановке или прекращении капиталоемких проектов.

В анализе Тобина выделяют два фактора: так называемые дельта-фактор и ку-фактор. В первом факторе отслеживается соотношение между ожидаемой (по актуальным, т. е. скорректированным версиям бизнес-планов инновационных проектов) среднегодовой рентабельностью капитала, инвестированного ранее в эти проекты, а также намеченного к инвестированию, и средневзвешенной стоимостью этого капитала (при положительной разнице делается вывод о положительном вкладе проектов в стоимость предприятия). Второй фактор представляет собой все время уточняемое соотношение между остаточной (с учетом износа) балансовой стоимостью имущества, приобретенного или созданного собственными силами в интересах проектов, и их текущей рыночной стоимостью<sup>1</sup> (если это соотношение превышает единицу, также делается вывод о положительном вкладе проектов в стоимость предприятия). Анализ Тобина имеет и другие модификации<sup>2</sup>.

### **Какие еще факторы способны повлиять на стоимость компании?**

К числу прочих факторов, способных повлиять на стоимость компаний и которые, следовательно, должны находиться в центре внимания менеджмента, ориентированного на рост рыночной капитализации, относятся:

- реструктуризация хозяйственной деятельности компании как комплекс инвестиционных инновационных проектов предприятия и проектов по выходу из отрасли;
- наращивание имущества компании;
- имущественная синергия;
- реорганизация компании;
- увеличение информационной прозрачности;

<sup>1</sup> По малоликвидным и неликвидным активам — оценочной рыночной стоимостью.

<sup>2</sup> См. более подробно: *Валдайцев С. В.* Оценка бизнеса. 2-е изд. М.: Проспект, 2004. С. 177–180.

- проведение компанией стабильной (предсказуемой) дивидендной политики;
- улучшение публикуемых компанией текущих финансовых результатов и структуры баланса;
- налаживание системы публикации регулярно корректируемых прогнозов финансовых результатов компании на ближайшие будущие периоды.

**Реструктуризация хозяйственной деятельности** компании как способ увеличения его рыночной капитализации является в определенном смысле частным случаем влияния на рыночную стоимость инновационных проектов.

Именно в этом смысле она может быть представлена как комплекс инвестиционных инновационных проектов предприятия и проектов по выходу из отрасли.

Дело в том, что реструктуризация хозяйственной деятельности предприятия предполагает:

- 1) снятие с производства *неперспективных* (и, возможно, уже убыточных) видов продукции и
- 2) освоение *перспективных* (и, возможно, поначалу не сразу рентабельных) видов продукции.

Иначе говоря, реструктуризация хозяйственной деятельности предприятия представляет собой по сути совокупность *нескольких* (как правило, *не радикальных* по своему уровню новизны, но зато более многочисленных) продуктовых инновационных проектов, сочетаемых с проектами по выводу специальных активов, которые использовались для выпуска снимаемых с производства видов продукции.

Положительное влияние реструктуризации хозяйственной деятельности предприятия на рост его рыночной капитализации, опережающее влияние последующего более или менее вероятного роста прибылей от вновь осваиваемых продуктов связано поэтому со следующими моментами:

— по каждому из вновь осваиваемых в производстве и сбыте перспективных продуктов важным оказывается, что, если в результате реструктуризации хозяйственной деятельности предприятия такой продукт *только начинает* хорошо продаваться (особенно если предприятие с этим продуктом выходит на новые рынки), рыночная капитализация предприятия в силу возникающих положительных ожиданий дальнейших продаж и прибылей гораздо более быстро растет;

— по каждому из снимаемых с производства видов продукции приходится прорабатывать не менее сложный бизнес-план ликвидации ранее осуществлявшегося бизнеса, который также должен представлять собой особый инвестиционный проект с капитальными вложениями в утилизацию специальных активов по снимаемому с производства продукта

и отдачей от этих инвестиций в виде избежания в будущем продолжения издержек по поддержанию указанных специальных активов.

В сумме — и с учетом факторов времени и рисков — оба охарактеризованных выше момента могут дать положительный обобщающий результат. Иначе говоря, успешная реструктуризация хозяйственной деятельности предприятия приводит к росту его рыночной капитализации.

При этом даже если рассматриваемое предприятие не является открытой компанией, проявление приведенных факторов, не сказываясь на не наблюдаемой на рынке рыночной капитализации предприятия, все же сказывается на том, как будет (корректно) оцениваться его обоснованная («справедливая») рыночная стоимость<sup>1</sup>.

Подчеркнем здесь, что и применительно к открытым («публичным») компаниям со свободно обращающимися акциями их пока не раскрываемые (сохраняемые в качестве коммерческой тайны) планы реструктуризации хозяйственной деятельности, представляющие собой совокупность инвестиционных инновационных проектов по освоению новой для этих компаний (а возможно, и для рынка) продукции, служат мощным фактором максимизации их сначала «справедливой» рыночной стоимости, а потом (после раскрытия соответствующей информации) и цены их акций, т. е. их рыночной капитализации<sup>2</sup>.

**Наращивание имущества** компании самым прямым образом влияет на рыночную капитализацию компании.

В самом деле, несомненным является тот факт, что *ценность компании и ее инвестиционная привлекательность определяется ценностью имущества предприятия*.

При этом под имуществом подразумеваются как материальные, так и нематериальные активы. Среди последних для высокотехнологичных отраслей особую роль играют нематериальные активы типа:

- объектов;
- прав интеллектуальной собственности.

Объектами интеллектуальной собственности являются результаты исследований и разработок, способные в результате их доработки

---

<sup>1</sup> Примечательно, что есть компании (например, группа компаний «Альфа» в России), чьим специфическим бизнесом является скупать контрольные пакеты недооцененных (зачастую неблагополучных) предприятий, менять на них менеджмент, проводить на них реструктуризацию хозяйственной деятельности, осваивать новые перспективные продукты, только начинать их производство и успешные продажи и сразу после этого искать покупателей на свои контрольные пакеты акций таких предприятий. Они, как правило, в ожидании серьезных будущих прибылей оказываются готовы платить гораздо более значительные суммы по сравнению с тем, во что рассматриваемым компаниям обходится скупка контрольных пакетов реструктурируемых (в части реструктуризации их хозяйственной деятельности) предприятий.

<sup>2</sup> Подробнее см. в: Black A., Wright Ph., Bachman J. E. In Search of Shareholder Value: Managing the Drivers of Performance. London: Price Waterhouse, 1998. P. 253–259.

и освоения в производстве и продажи принести существенные дополнительные прибыли.

Права интеллектуальной собственности — это патенты на изобретения и полезные модели, заложенные в ключевых технических решениях указанных результатов исследований и разработок, а также авторские права (копирайты) и прочие права.

Среди материальных активов наиболее серьезное влияние на рыночную капитализацию компаний оказывают активы, представляющие собой *природно ограниченные запасы полезных ископаемых и/или права на их добычу и обогащение*.

Также важны производственные мощности, которые могут быть использованы для осуществления технологических переделов (в том числе сбытовых) по выпуску наиболее перспективных видов продукции (товаров и услуг).

Заметим, что в практическом менеджменте наращивание имущества как фактор роста рыночной капитализации (оценочной стоимости) компаний способно прийти в прямое противоречие с критерием максимизации текущей и ожидаемой (просчитываемой) в ближайшее время прибыли. В самом деле, если свободные средства компаний могут быть использованы либо для расширения прибыльных (в настоящее время и в ближайшем будущем) операций, либо для приобретения или создания собственными силами ценных, но временно не используемых активов, то возникает очевидный конфликт между двумя указанными целями расходования ограниченных ресурсов. И совсем не факт, что на рыночную капитализацию компании окажет большее влияние максимизация фактически зарабатываемых либо надежно ожидаемых (прогнозируемых компанией с налаженной системой корректировки объявляемых прогнозов) прибылей<sup>1</sup>.

**Имущественная синергия** (т. е. взаимодополнение вновь приобретаемых или создаваемых собственными силами активов) усиливает влияние на рыночную капитализацию компаний со стороны наращивания их имущества.

Это может быть наиболее наглядно видно из того, как взаимодополняют друг друга объекты и права интеллектуальной собственности — в сочетании также с таким нематериальным активом, как закрепленный, подобранный и обученный персонал, являющийся носителем соответствующего ноу-хау. Ведь именно тогда, когда предприятие может

---

<sup>1</sup> Например, рыночная капитализация нефтяных компаний, как убедительно показывает практика таких компаний, как «Роял Датч Шелл», гораздо больше зависит от информации о приросте разведанных компанией и принадлежащих ей запасов нефти, чем от прибылей от роста продаж сегодня добываемой и реализуемой нефти. Причем это оказывается справедливым даже для периодов, когда мировые цены на нефть остаются весьма высокими.

коммерциализировать свои результаты исследований и разработок, не опасаясь преследования со стороны конкурентов по поводу сомнительности прав интеллектуальной собственности на коммерциализируемые результаты исследований и разработок и опираясь на опыт, знания и навыки собственного персонала, оно может получить наибольшие прибыли.

Поэтому, в частности, дополнение объектов интеллектуальной собственности оформлением прав собственности на них способно существенно увеличить рыночную ценность предприятия.

Точно так же эффект имущественной синергии проявляется, когда рыночная капитализация (оценочная рыночная стоимость) компании резко возрастает после того, как в результате приобретения либо создания собственными силами последнего недостающего материального или нематериального актива завершается комплектование имущественного комплекса, позволяющего наконец выпускать и продавать некоторую выгодную продукцию.

Такой эффект может иметь место неоднократно при строительстве, которое нацелено на создание нескольких последовательно вводимых в строй очередей нового производства.

То же самое происходит при запуске в дело каждого нового магазина в ритейлорских сетях.

Наряду с простым наращиванием имущества компании имущественная синергия представляет собой мощный фактор роста рыночной капитализации предприятия и составляет важный предмет внимания ориентированного на ее рост менеджмента<sup>1</sup>.

**Реорганизация компании** как фактор увеличения ее рыночной капитализации (роста ее оценочной стоимости, если компания пока является закрытой) может:

- выступать в роли всего лишь средства, обеспечивающего адаптацию компании к требованиям крупного инновационного проекта (когда его осуществление требует соответствующего изменения структуры организации и управления в компании) или
- служить самостоятельным инструментом повышения инвестиционной привлекательности предприятия.

Последнее представляет особый интерес.

В данном контексте оказывается важным как таковой переход от структур организации и управления, которые менее инвестиционно привлекательны, к структурам организации и управления, которые более инвестиционно привлекательны.

---

<sup>1</sup> См. подробнее: Оценка бизнеса / под ред. А. Г. Грязновой и М. А. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 2003, глава 10; *Валдайцев С. В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия. М.: ЮНИТИ, 2003. С. 564–570.

С точки зрения увеличения инвестиционной привлекательности реорганизуемых компаний могут быть выделены следующие закономерности в реорганизации их структур организации и управления.

*Первое.* Внедрение в линейные структуры более или менее масштабных элементов матричных структур организации и управления, что позволяет передать управление финансовыми потоками в руки директоров проектов-распорядителей этих средств. Такая организация управления придает инвесторам уверенность в том, что их средства будут использованы по назначению и эффективно. Однако права директоров проектов (руководителей заказов, тем) как распорядителей средств по конкретным проектам (заказам) в данной системе обеспечены лишь внутренними «правилами игры» в компании, которые в принципе могут быть пересмотрены. Поэтому матричная структура организации и управления фирмы с точки зрения инвесторов не может рассматриваться как вполне надежная.

*Второе.* Дивизиональная структура организации и управления фирмы при наличии в ней системы бюджетирования и контроллинга обеспечивает некоторую степень финансовой и оперативной автономности тех дивизионов, которые специализируются на выпуске привлекательных для инвесторов продуктов. Однако и в этом случае инвестирование предполагает приобретение акций либо кредитование многопродуктовой компании, что для привлекаемых инвесторов не снимает проблемы отсутствия уверенности в том, что их средства будут использованы именно в целях развития интересующего их бизнеса (продукта), особенно если фирма характеризуется недостаточной финансовой устойчивостью и даже имеет просроченную кредиторскую задолженность (в последнем случае любые получаемые средства фирма может использовать для погашения этой задолженности).

*Третье.* Переход к «зонтичной» структуре организации и управления фирмы позволяет выделить те структурные единицы (дивизионы), которые:

- 1) являются перспективными и способны привлечь в себя (а не в большую многопродуктовую компанию) внешние инвестиции;
- 2) могут стать банкротами и должны будут самостоятельно решать вопросы сокращения персонала, оплаты накапливающейся в результате продолжения их деятельности просроченной кредиторской задолженности (в случае их банкротства материнская компания потеряет лишь небольшой имущественный взнос в уставный капитал таких дочерних фирм);
- 3) не в состоянии, имея конкурентоспособную продукцию, получать заказы по причине недостаточной финансовой устойчивости

центральной компании, по выделении из которой эта проблема решается<sup>1</sup>. Также материнской компанией могут учреждаться самостоятельные фирмы под конкретные инновационные проекты. Все это, конечно, увеличивает инвестиционную привлекательность компании, реорганизуемой в «зонтичную» структуру.

*Четвертое.* Если потенциальным инвестиционно привлекательным предметом является сложный вертикально интегрированный бизнес в своем комплексе, то, возможно, повышению рыночной капитализации компании будет способствовать как раз не дробление компании (с выделением разных частей ее бизнеса), а *консолидация* ее бизнеса. В этом случае целесообразной оказывается ликвидация ранее выделенных дочерних фирм (с выкупом у привлеченных сторонних акционеров их долевых частей в этих фирмах), превращение их в обычные структурные подразделения большой корпорации и восстановление в ней *линейных* (линейно-штабных или линейно-функциональных) структур организации и управления. Во всяком случае это соответствует классическим канонам теории единой фирмы, усматривающей ее преимущества в минимизации издержек трансакций при осуществлении технологических переделов и вертикальной передачи технологий внутри фирмы, а также в устранении неопределенностей с правами интеллектуальной собственности на любые усовершенствования указанных технологических переделов (все они оформляются на имя фирмы как служебные изобретения)<sup>2</sup>.

**Увеличение информационной прозрачности компании** является важнейшим фактором поддержания и увеличения степени ликвидности акций открытых компаний, которые уже успели разместить свои акции на фондовых биржах (провели так называемые IPO, initial public offerings, первоначальные размещения дополнительно выпускаемых акций с включением в листинг фондовой биржи). В свою очередь, ликвидность акций способствует росту рыночной капитализации открытых компаний, так как создает условия для наличия спроса на их акции.

Последнее же объясняется тем простым обстоятельством, что не претендующие на участие в управлении компанией инвесторы (физические лица, а также портфельные инвесторы типа крупных инвестиционных

---

<sup>1</sup> Вплоть до введения на выделяемых дочерних фирмах внешнего управления, если выделение производится по разделительному балансу с передачей им части просроченной кредиторской задолженности материнской компании, которая будет погашена из выручки от выполнения заказов от клиентов, получающих уверенность в том, что их авансы не будут арестованы в условиях вводимого на срок внешнего управления моратория на истребование просроченной кредиторской задолженности.

<sup>2</sup> Теория фирмы является составной частью институциональной школы в современной экономической теории — см. подробнее, например: *Уильямсон О.* Экономические институты капитализма / пер. с англ. / под ред. В. С. Каткало. СПб.: Лениздат, 1996.

фондов) решаются покупать акции только тех компаний, об управлении которыми и о собственниках которых известно достаточно для того, чтобы быть в определенной степени уверенным в их деловой добропорядочности. В противном случае капиталовложения не участвующих в управлении компаниями инвесторов будут подвергаться неоправданному риску.

Имеемая в виду в данном случае информационная прозрачность подразумевает публикацию (любыми способами — в средствах информации, на собственном сайте в Интернете и т. д.) информации:

- о финансовых результатах компании;
- ее имущественном состоянии;
- инвестиционных проектах, куда вложены доверенные компании средства;
- собственниках компании (включая информацию о собственниках закрытых акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью, которым могут принадлежать пакеты акций в открытых компаниях<sup>1</sup>);
- деловых партнерах компаний, участии их в социальных программах, соблюдении налогового законодательства (так называемая социальная отчетность, по поводу которой в международной практике существуют специальные стандарты).

**Проведение компаний стабильной (предсказуемой) дивидендной политики** серьезно влияет:

- на рыночную капитализацию *открытых* компаний, создавая дополнительный спрос на ее акции (и увеличивая их рыночную цену) со стороны миноритарных акционеров, которые не участвуют в управлении компанией (**а**), не имеют доступа к ее внутренней информации, касающейся проектов решений о размере направляемых на дивиденды чистых прибылей компании (**б**) и, не имея также доступа к внутренней информации фирмы о ее инвестиционных и инновационных проектах, не могут прогнозировать будущие изменения рыночной капитализации компании вследствие описанного выше влияния на нее хотя бы первых успехов по данным проектам и, следовательно, рассчитывать на сколь-либо надежный курсовой доход по принадлежащим им акциям (**в**);

---

<sup>1</sup> В этой связи поучительны недавние истории с российскими компаниями, готовившими свои IPO на Нью-Йоркской и Лондонской фондовых биржах. Так, в результате открытия соответствующей информации по компаниям «Вимм-Билль-Дан» и «Пятерочка» выяснилось, что они — через сеть закрытых компаний — в действительности принадлежат весьма ограниченному кругу конкретных российских граждан (каждая четверым разным лицам, которые до обещавшего привлечение значительных средств IPO тщательно скрывали факт своего обладания контрольными пакетами акций в этих компаниях).

- оценочную рыночную стоимость принадлежащих миноритариям пакетов акций в *закрытых* компаниях и, следовательно, на суммарную оценочную справедливую рыночную стоимость этих компаний, в условиях, когда миноритариям в указанных предприятиях из-за неликвидности акций закрытых компаний вообще не приходится рассчитывать на курсовой доход (для них дивиденды с акций представляют собой единственную форму дохода с акций).

*Надежно* прогнозируемые дивиденды в перечисленных двух случаях оказываются главным элементом денежных потоков с предприятия *для миноритариев*. Иначе говоря, они способны оценивать ценность (справедливую *для себя* стоимость) акций только на основе надежно прогнозируемых дивидендов. В то же время надежно прогнозируемыми дивидендами могут быть лишь стабильно выплачиваемые дивиденды.

Конечно, здесь существует разница между владельцами обыкновенных и привилегированных акций.

Последним — с учетом возможных задержек, на время которых привилегированные акции становятся голосующими, — дивиденды гарантируются в процентах от номинальной стоимости привилегированных акций. В долгосрочном плане (из-за нежелательности для главных акционеров размывания их большинства голосов временно становящимися голосующими привилегированных акций) дивиденды по этим акциям действительно могут считаться гарантированными.

Однако владельцам обыкновенных акций никаких гарантий дивидендов не предоставляется, и они могут методом простой прямой капитализации дивидендов рассчитывать на сколь-либо значимую справедливую стоимость их акций лишь в условиях, когда, как и отмечалось выше, дивиденды по обыкновенным акциям уже стабилизированы и их можно экстраполировать на неопределенно длительное будущее.

Очевидно, для задействования рассмотренного фактора управления стоимостью компании критически важным становится и сама длительность предыстории ее существования. В частности, применительно к молодым компаниям этот фактор вообще не в состоянии проявиться.

Улучшение публикуемых компанией текущих финансовых результатов структуры баланса и налаживание системы публикации регулярно корректируемых прогнозов финансовых результатов компании на ближайшие будущие периоды открытым компаниям позволяет добиваться не только адекватной реакции фондового рынка на свои *уже фактически достигнутые* результаты, но и управляемой его реакции на *ожидаемые в ближайшем будущем* прибыли.

Однако при этом приходится обращать особое (и дорогостоящее) внимание на три следующих момента:

- чтобы показываемые за отчетный период прибыли и показатели баланса вызвали достаточное доверие у потенциальных инвесторов,

они должны подвергаться аудиту со стороны известных и имеющих безупречную репутацию аудиторских компаний;

- прошедшие необходимый аудит прибыли (убытки) и показатели баланса компании должны показываться не раз в год, а раз в квартал;
- компании следует наладить систему составления публикуемых максимально объективных прогнозов своих прибылей (убытков) хотя бы на ближайший год — с точно так же публикуемыми регулярными (по прошествии времени — например, по окончании каждого квартала) корректировками ранее сделанных прогнозов; причем чем более скрупулезно будут подтверждаться опубликованные прогнозы и их корректировки, тем в большей мере компания сможет влиять на рост своей рыночной капитализации вызывающими тогда доверие прогнозами будущих прибылей еще до того, как эти прибыли будут фактически получены.

Все перечисленные выше факторы, влияющие на рыночную капитализацию открытых компаний и оценочную стоимость закрытых компаний, как это указывалось выше, представляют собой объекты особого внимания для менеджмента, ориентированного на рост их рыночной капитализации. Причем в наибольшей мере это относится к высшему уровню менеджмента, непосредственно отвечающего перед акционерами за уровень рыночной капитализации открытой или за величину оценочной рыночной стоимости закрытой компании.

# Раздел V

## **ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ**

### Глава 16

#### **Прямые иностранные инвестиции: концепции, особенности, методы регулирования**

##### **Понятие и основные виды иностранных инвестиций**

Иностранные инвестиции представляют собой вложение иностранного капитала в активы национальных компаний и государств и являются одной из наиболее значимых и распространенных форм выхода компаний на международные рынки наряду с экспортом продукции (товаров, работ, услуг).

В зависимости от того, в какие активы вкладывается иностранный капитал, различают три вида иностранных инвестиций:

- а) материальные иностранные инвестиции (инвестиции в существующие или новые производственные объекты за границей);
- б) финансовые иностранные инвестиции (приобретение иностранных ценных бумаг);
- в) нематериальные иностранные инвестиции (покупка иностранных концессий, торговых марок, патентов, лицензий и других нематериальных прав).

В зависимости от цели иностранных инвестиций различают два вида иностранных инвестиций:

- а) прямые иностранные инвестиции (осуществляются в целях контроля над предприятием или участия в его управлении);
- б) портфельные иностранные инвестиции (осуществляются в иных целях).

##### **Что является главным правовым критерием разграничения прямых и портфельных иностранных инвестиций?**

Главным критерием разграничения прямых и портфельных иностранных инвестиций, применяемым в законодательствах разных стран, является доля иностранного инвестора в уставном капитале национального предприятия:

- а) прямые иностранные инвестиции обычно понимаются как покупка иностранным инвестором пакета акций, позволяющего ему установить контроль над национальным предприятием или участвовать в его управлении;

б) портфельные иностранные инвестиции — как покупка иностранным инвестором пакета акций, не позволяющего контролировать национальное предприятие или участвовать в его управлении (например, покупка акций для дальнейшей перепродажи на вторичном рынке).

По российскому законодательству субъектами прямого иностранного инвестирования являются иностранный инвестор и коммерческая организация с иностранными инвестициями, созданная на территории РФ, в которой иностранный инвестор (или инвесторы) владеют не менее чем 10 % долей в уставном (складочном) капитале. Выбранный критерий для отнесения иностранной инвестиции к прямой соответствует аналогичным показателям в законодательствах других стран, в частности США. Однако для России владение пакетом акций в 10 % является, как правило, недостаточным для обеспечения существенного влияния на принимаемые решения, так как отсутствует сильная распыленность капитала.

### **Каковы главные методы осуществления прямых и портфельных иностранных инвестиций?**

Главными методами осуществления прямых иностранных инвестиций являются:

- а) учреждение новой компании за рубежом, полностью принадлежащей иностранному инвестору;
- б) покупка существующих фирм за рубежом;
- в) создание совместных предприятий с различной долей иностранного участия.

К главным методам осуществления портфельных иностранных относятся:

- а) покупка ценных бумаг на рынках других стран;
- б) покупка ценных бумаг иностранных компаний в своей стране;
- в) вложение капитала в международные инвестиционные (паевые) фонды.

### **В чем заключается принципиальное отличие прямых иностранных инвестиций от международных займов и международного финансового лизинга?**

Получение иностранного оборудования на основе лизинга, привлечение иностранных *кредитов* и займов относится к иностранным инвестициям, не связанным с предоставлением иностранного капитала в предпринимательской форме. В этом случае иностранный инвестор рассчитывает на погашение обязательств к определенному сроку, оставляя характер использования иностранного капитала на усмотрение национального предприятия.

В отличие от вышеперечисленных форм сотрудничества с иностранными инвесторами прямые иностранные инвестиции предполагают, что национальные компании не могут распоряжаться иностранным капиталом по своему усмотрению.

### **Каковы сравнительные преимущества и недостатки прямых и портфельных иностранных инвестиций?**

Портфельные инвестиции обеспечивают хорошие возможности для расширения видов деятельности через перелив капитала, позволяют преодолевать или смягчать ряд барьеров, вводимых национальными правительствами по регулированию экспортно-импортных операций и валютного курса. Вложения в ценные бумаги при их относительно высокой ликвидности могут быть достаточно быстро возвращены. Однако через них не достигается ни рост результатов от основной деятельности, ни повышение эффективности использования ресурсов через лучший доступ к ним.

Прямые иностранные инвестиции характеризуются длительным периодом, значительными суммами инвестируемых средств, сильной зависимостью от условий вложения капитала за рубежом, особенно финансовых и политических рисков. Прямые иностранные инвестиции требуют осуществления конверсии валют. С увеличением срока осуществляемых операций валютные риски возрастают, тогда как момент трансферта, как и размеры переводимых из-за рубежа средств, заранее точно не определены. Поэтому нет возможности заключения форвардных и других срочных контрактов для покрытия валютного риска. Вместе с тем прямые иностранные инвестиции позволяют инвестору обеспечить расширение масштабов деятельности, доступ к более дешевым или к более эффективным производственным ресурсам в других странах, овладение новыми рынками сбыта, усиление международных конкурентных позиций.

### **Каковы стратегические и психологические мотивы прямых иностранных инвестиций?**

*Стратегических мотивы* прямых иностранных инвестиций базируются на решениях четырех основных типов: поиск новых рынков сбыта; поиск новых источников сырьевых ресурсов; поиск возможностей для ведения производства с более высокой эффективностью; поиск новой информации. Данные типы стратегических решений не являются взаимоисключающими и часто дополняют друг друга.

*Психологические мотивы* прямых иностранных инвестиций основаны на личных убеждениях менеджеров компаний, потребностях

и обязательствах отдельных групп лиц. К внешним стимулам для инвестиционных решений относят опасение потери перспективного рынка; предложение по осуществлению инвестиционного проекта, полученное от лиц или организаций, мнение которых не может быть проигнорировано без ущерба для репутации фирмы (наиболее часто такими лицами выступают национальные правительства, дистрибьюторы продукции фирмы или крупные постоянные клиенты); успешная деятельность национальных конкурентов фирмы за рубежом в исследуемой сфере; сильная конкуренция иностранных фирм на своем национальном рынке. Дополнительными мотивами для осуществления инвестиционных проектов являются стремление использовать имеющиеся у фирмы невостребованные на внутреннем рынке факторы производства или результаты исследований и разработок, утилизация старых машин, непрямо́й возврат к потерянным рынкам через инвестиции в стране, которая имеет коммерческие соглашения с потерянными территориями, и др.

Несмотря на важность вышеназванных стратегических и психологических мотивов, наибольшее значение имеют гипотезы, объясняющие мотивы прямых иностранных инвестиций экономическими и политическими различиями в стране происхождения капитала и в стране, принимающей их.

### **В чем заключаются макроэкономические гипотезы прямых иностранных инвестиций?**

Макроэкономические гипотезы прямых иностранных инвестиций — это теории, отражающие специфику страны как объекта инвестиций. В качестве ключевых факторов прямых иностранных инвестиций в этих гипотезах берутся различия в отдаче на капитал (*гипотеза рентабельности*), размере рынка (*гипотезы объема рынка и производства*), издержках факторов производства (*гипотеза производственного цикла*) и изменении валютного курса (*гипотеза валютного пространства*).

Для объяснения прямых иностранных инвестиций в рамках *гипотезы рентабельности* используются:

а) *гипотеза процентных ставок*, согласно которой прямые инвестиции текут из стран, относительно богатых капиталом, в страны сравнительно бедные в этом отношении до тех пор, пока не исчезнет разница в процентных ставках не в силу выравнивания обеспеченности капиталом;

б) *гипотеза прибыльности*, рассматривающая в качестве определяющего фактора прямых иностранных инвестиций уровень процента отдачи на капитал, который относится к конкретным проектам, и оказывается выше, чем прибыльность аналогичных национальных инвестиций.

*Гипотезы объема рынка и производства* постулируют связь между прямыми иностранными инвестициями и масштабами производства в странах

их размещения. Гипотеза объема производства исходит из наличия связи между уровнем или ростом объема производства или оборота иностранных дочерних компаний и размером прямых инвестиций их материнских компаний. Гипотеза объема рынка подчеркивает связь между размером рынка страны, измеряемым в ВВП либо ВВП, и прямыми иностранными инвестициями в целом.

*Гипотеза производственного цикла* предполагает, что выход на международный рынок позволяет удлинить жизненный цикл существования продукта, а следовательно, улучшить конкурентные позиции ТНК за счет расширения рыночных сегментов. Основными детерминантами структуры мировой торговли и размещения производства в различных частях света выступают технологические инновации, а роль технологических лидеров в развитии новых продуктов и способов производства выполняют страны с наибольшим объемом рынка и доходом на душу населения.

Согласно *гипотезе валютного пространства*, основным фактором, влияющим на выбор места размещения инвестиций, является устойчивость валюты и характер изменения ее курса. Предполагается, что инвесторы включают повышенную рисковую премию, отражающую риск обесценения валюты, в требуемую норму отдачи на капитал (*концепция валютной премии*). Если премия по национальной валюте материнской компании ТНК меньше, чем по иностранной, то дочерние компании ТНК получают возможность приобретать финансовые ресурсы на более выгодных условиях, чем компании стран, в которых они действуют. Поэтому в случае повышения курса национальной валюты происходит процесс усиления потоков прямых инвестиций в другие страны, а в случае понижения — приток инвестиций из-за рубежа.

### **В чем заключаются микроэкономические гипотезы прямых иностранных инвестиций?**

Микроэкономические гипотезы прямых иностранных инвестиций могут быть определены как ориентированные на специфику фирмы. Они объясняют причины основания дочерних компаний в большей мере внутренними факторами развития предприятий, которые находят выражение в диверсификации риска (*гипотеза портфеля*), реакции на международную активность конкурирующих предприятий (*гипотеза олигополистической реакции*) или изменениях ликвидности предприятия (*гипотеза ликвидности*).

*Гипотеза портфеля* является развитием гипотезы рентабельности, предполагая, что движение капиталов на международных рынках вызвано не только разным уровнем ожидаемой доходности, но и разным уровнем риска инвестиций. Данная гипотеза объясняет, почему в некоторых

случаях портфельные иностранные инвестиции замещаются прямыми. Такая ситуация наблюдается, когда (а) в стране отсутствует организованный рынок капиталов и возможно осуществление только прямых иностранных инвестиций; (б) спрос на капитал на иностранных рынках относительно высок, а колебания доходности выше приемлемого уровня. Для более мелких миноритарных акционеров риск, связанный с колебаниями доходности ценных бумаг, растет в более высокой степени, чем предпринимательский риск, поэтому они предпочитают участие в дочерних компаниях, созданных за рубежом головными компаниями ТНК, и таким образом замещают портфельную инвестицию прямой.

Согласно *гипотезе олигополистической реакции*, прямые иностранные инвестиции осуществляются предприятиями, которые действуют на национальном рынке, имеющем олигополистическую структуру. Оптимальная стратегия предприятия на таком рынке состоит в следовании за конкурентами, так как опасность потерь рыночных долей в таком случае меньше, чем при альтернативных вариантах поведения. Если какие-либо предприятия начинают осуществлять прямые инвестиции за рубежом, то их примеру следуют и конкуренты. Олигополистическая реакция предприятий усиливается вместе с повышением уровня концентрации на национальных рынках. В то же время предприятие, производящее широкий спектр продуктов, имеет меньше стимулов для того, чтобы следовать за инвестиционным поведением конкурентов.

*Гипотеза ликвидности* постулирует положительную связь между размером чистых денежных потоков предприятия и объемами их инвестиций. Предполагается, что стимулы к дополнительным прямым иностранным инвестициям возникают тогда, когда последние могут быть профинансированы за счет излишков денежных средств у дочерних компаний, поскольку потенциальные инвесторы оценивают издержки финансирования за счет собственных средств как более низкие, чем за счет заемных.

### **Гипотезы прямых иностранных инвестиций, основанные на теории внешней торговли**

В классической и неоклассической теориях внешней торговли исключается любая возможность объяснения прямых иностранных инвестиций в силу предположения об абсолютной неперемещаемости производственных факторов в международном масштабе. Первые модели прямых иностранных инвестиций, основанные на теории внешней торговли, появились лишь в 1970-х гг. В частности, следует упомянуть гипотезы Кордена и Хирша.

Корден модифицировал условия неоклассической модели Н—О—S (Хекшера—Олина—Самуэльсона) и применил ее к решениям

предприятий, которые производят в своей стране множество дифференцированных продуктов. Новыми предпосылками были введение в рассмотрение дополнительного фактора «интеллектуальный капитал», а также допущение об абсолютной мобильности вещественного и интеллектуального капитала. Следствием стало то, что как рентабельность использования вещественного капитала, так и предельная производительность фактора «труд», а вместе с ними и производственные издержки во всех местах должны стремиться к одному уровню. Таким образом, было доказано, что решения, принимаемые относительно прямых иностранных инвестиций и экспорта товаров являются взаимозаменяемыми, но не объяснено, в каких случаях компания выбирает решение в пользу экспорта товаров, а в каких — в пользу основания дочерних предприятий.

Хирш провел сравнение издержек экспортной деятельности и от основания дочерних компаний. Исходным пунктом также послужила модель Н–О–S, которая была расширена путем учета конкурентных преимуществ компаний, а также издержек производства на получение информации, коммуникационных и трансакционных издержек. В результате были получены критерии выбора между двумя стратегиями интернационализации деятельности, основанные на принципе минимизации совокупных издержек. Компания предпочитает основание дочерней структуры, если *издержки прямых иностранных инвестиций* (производственные издержки в потенциальной стране-реципиенте инвестиций, а также издержки, связанные с удаленностью материнской компании от дочерней и с особенностями инвестиционного климата) оказываются меньше *издержек экспортной деятельности* (производственные издержки в стране материнской компании, а также дополнительные издержки, которые возникают при экспорте товаров в сравнении со сбытом продукции на национальном рынке), а потенциальный инвестор располагает *конкурентными преимуществами* в сравнении с конкурентами в потенциальной стране-реципиенте инвестиций.

### **Почему ни одна из гипотез прямых иностранных инвестиций не может рассматриваться как универсальная?**

Ни одна гипотеза прямых иностранных инвестиций не может рассматриваться как универсальная, поскольку соответствующие инвестиционные решения относительно принимаются в различных ситуациях. Не существует идентичных мотивов для осуществления иностранных инвестиций, если речь идет об инвестициях из одной развитой страны в другую или из развитой страны в развивающуюся. Кроме того, менеджеры компаний преследуют различные цели, вырабатывают стратегические концепции развития, основываясь на собственном опыте. Мотивы

могут различаться для компаний, которые уже завоевали популярность на международных рынках, в частности, и путем расширения экспорта, а также молодых компаний, только выходящих на международные рынки. Имеют значение и размеры компаний. В частности, крупные компании могут легче прибегать к диверсификации своей деятельности, в том числе с включением в портфель своих активов достаточно рискованных инвестиционных предложений.

## Глава 17

# Страновые риски и методы регулирования иностранных инвестиций

### Понятие и основные виды странового риска

Понятие «страновой риск» не имеет однозначной трактовки. В широком смысле под страновым риском можно понимать как любой ущерб, наносимый иностранным инвесторам и фирмам в результате тех или иных решений принимающей страны, политических и военных событий в этой стране или неблагоприятного изменения на финансовых рынках. Страновой риск необходимо отличать (а) от суверенного риска (риска кредитования правительства суверенной страны); (б) от коммерческого риска (связанного только с теми убытками, которые обусловлены ошибками в коммерческой деятельности фирмы).

Страновые риски подразделяются на экономические и политические. Под *экономическими страновыми рисками* понимается возможность частичной или полной неплатежеспособности страны перед нерезидентами (превышение внешних долгов страны над ее международными ликвидными средствами). *Политические страновые риски* заключаются в прямых вмешательствах государства в деятельность иностранных фирм путем:

а) *дискриминации* — предоставления национальным предприятиям особых конкурентных преимуществ по отношению к размещенным в этой стране транснациональным корпорациям и совместным предприятиям;

б) *экспроприации* — полного лишения иностранных инвесторов права распоряжения собственностью, которой они обладали на территории данного государства, с частичной или полной компенсацией их убытков;

в) *национализации* — частичного лишения иностранных инвесторов права собственности на соответствующее имущество.

### Каковы риски осуществления прямых иностранных инвестиций?

Риски осуществления прямых иностранных инвестиций подразделяются на микро- и макроэкономические риски.

Микроэкономические риски относятся непосредственно к месту расположения прямых инвестиций и условиям окружающей среды в узком смысле слова (наличию достаточной территории для строительства, примыканию к транспортным системам, наличию рабочих определенной квалификации в месте осуществления инвестиций, достаточному снабжению водой и энергией с возможностью его расширения и т. д.).

Макроэкономическими страновыми рисками выступают:

- *валютный риск*, возникающий из-за того, что в условиях подвижных валютных курсов происходят изменения стоимости обязательств и требований дочерней компании по отношению к материнской, а также ТНК в целом. Как правило, нерезиденты стремятся к нейтрализации валютного риска. Если в стране используют фиксированные валютные курсы, говорят о *рисках изменения паритетов* (рисках девальвации и ревальвации). Также следует упомянуть о *риске неконвертируемости*;
- *процентный риск*, обусловленный тем, что изменение ставок процента на рынке приведет к колебаниям цен долговых обязательств (государственных, корпоративных и муниципальных облигаций). Данный риск имеет существенное значение для нерезидентов, инвестирующих в национальные долговые обязательства. Для минимизации данного риска инвестор может приобрести либо краткосрочные ценные бумаги, либо долговые обязательства с меняющейся ставкой процента;
- *риск инфляции*, т. е. риск того, что деньги потеряют свою покупательную способность через некоторый период времени. Наиболее подвержены этому риску ценные бумаги с фиксированным доходом, наименее — обыкновенные акции;
- *риски, связанные с невыполнением условий кредитных соглашений*:
  - а) трансфертный риск (т. е. риск невозможности или затрудненности перевода средств за рубеж частными фирмами и лицами), вызываемый валютными ограничениями в стране, которые относятся либо ко всем валютным ценностям, либо к их части;
  - б) риск пересмотра условий погашения долга, в том числе пересмотра сроков погашения долга (риск моратория), снижения ставки процента, непогашения части основного долга;
  - в) риск отказа от признания долга или его дальнейшего обслуживания, имеющий как разновидность кредитного риска наиболее тяжелые последствия для иностранных инвесторов (часто отказ от признания долга осуществляется на государственном уровне, что влечет за собой и невыплаты по долгам фирмами и банками данной страны).

### **Каковы основные факторы привлечения прямых иностранных инвестиций?**

Можно выделить следующие основные факторы, влияющие на привлечение ПИИ:

- а) географическое распределение ресурсов и рынков;
- б) конкуренцию цен на ресурсы;

- в) долгосрочный потенциал и размер рынка;
- г) политическую стабильность;
- д) политический либерализм;
- е) стабильную правовую систему;
- ж) развитую инфраструктуру;
- з) социально-культурную близость.

Первые три (объективных) фактора и относятся к обеспеченности страны ресурсами, необходимыми для реализации проектов. Остальные (условно субъективные) факторы — к инвестиционному климату, который показывает привлекательность страны для уже действующих и потенциальных инвесторов с точки зрения законодательства, политики, налогов (условно субъективные факторы). Первая группа факторов оказывает в первую очередь влияние на степень риска вложений в проект, вторая — на доходность проекта.

### **Какovy основные подходы к оценке странового риска?**

При оценке странового риска важное значение имеет анализ его причин. Для этой цели чаще всего используются экспертные опросы, по результатам которых выявляется перечень имеющихся у инвесторов факторов риска. Недостаток экспертной формы оценки заключается в отсутствии во многих случаях «взвешивания» существенности факторов и случайном отборе социально-экономических переменных.

Примером интегрального подхода к оценке политического риска является индекс BERI, разработанный College of Business and Economics (University of Delaware, США). Этот индекс риска окружающей среды бизнеса базируется на опросе постоянной коллегии из 100 экспертов различных стран, которые трижды в году оценивают хозяйственный климат стран с помощью 15 основных и дополнительных критериев, а также весов последних. В индексе BERI производится совокупная оценка как политических, так и экономических рисков, т. е. страновой риск оценивается в широком смысле слова. Имеется множество и других интегральных экспертных оценок странового риска. Среди них можно отметить модели, используемые Bank of America, журналом Euromoney, International Country Risk Guide и др. Общим для этих методов является отбор ряда экономических и политических составляющих странового риска, их экспертной оценки и построения интегрального показателя.

Еще один подход к оценке странового риска состоит в построении квадранта с двумя осями, по одной из которых в баллах откладывается степень риска, по другой также в баллах — уровень шансов. Каждая страна получает двойную оценку внутри квадранта в виде точки, которая может из года в год перемещаться с изменением оценок. Критическими

являются области квадранта с различными сочетаниями двух указанных оценок, например «высокий риск и низкие шансы» или «высокий риск и высокие шансы» и т. д.

В последнее время при оценке странового риска широко стали применять принцип селективного подхода, требующий построения множественной системы рейтинговых оценок риска. Он означает, что эксперты банков и фирм при оценке страновых рисков учитывают не только общий уровень риска, который отражается часто в суверенных рейтингах страны, определяемых известными мировыми агентствами (Standard & Poor's, Fitch IBCA, Moody's Investor Services и др.), но и дифференцированные уровни риска по видам заемщиков, операциям, объемам кредитования и т. д. Одновременно это означает и оценку микроэкономических страновых рисков.

На практике часто используют метод «выравнивания» риска, состоящий в том, что при установлении нормативной величины рентабельности инвестиций в странах с повышенным риском производится добавление премии за риск в ставку дисконтирования. Но этот метод имеет лишь расчетное значение для учета риска по проекту и не может рассматриваться как надежный для долгосрочных инвестиций, так как высокая вероятность наступления крайних последствий типа экспроприации нейтрализует любые надбавки в виде премий. Кроме того, метод введения премии за риск проблематичен из-за предположения о постоянном риске в течение всего периода осуществления инвестиций, а премиальная надбавка устанавливается интуитивно, а не исходя из расчета риска.

### **Как осуществляется регулирование прямых иностранных инвестиций?**

Прямые иностранные инвестиции регулируются на национальном и международном уровнях. Основной формой регулирования прямых иностранных инвестиций на международном уровне выступают международные инвестиционные соглашения (МИС), в которых согласуются и закрепляются меры по регулированию прямых иностранных инвестиций между соответствующими странами. Такие соглашения могут иметь двусторонний и многосторонний характер. При этом они бывают региональными и межрегиональными. Участниками МИС выступают национальные правительства и иногда межправительственные экономические организации (ВТО, ОЭСР, МОТ и др.). Наибольшее практическое значение имеют двусторонние инвестиционные соглашения и соглашения об избежании двойного налогообложения, основными участниками которых являются развивающиеся страны.

Многие национальные правительства вырабатывают условия допуска иностранных инвесторов в свою экономику, которые могут быть подразделены на следующие основные категории:

- а) требования в отношении максимальной доли экспорта иностранных компаний в общем объеме продаж на национальном рынке;
- б) обязательства фирмы по использованию местной рабочей силы;
- в) установление максимальных и минимальных долей участия иностранных компаний в капитале фирм, создаваемых в принимающей стране;
- г) требования по передаче технологии;
- д) обязательства компании по проведению в принимающей стране научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ.

### **Основные элементы и особенности двусторонних и многосторонних инвестиционных соглашений**

Основными элементами *двусторонних инвестиционных соглашений* (bilateral investment treaties, BITs) выступают:

- а) декларация сторон о принципах их взаимоотношений в инвестиционной сфере;
- б) общее определение прямых иностранных инвестиций;
- в) формы двустороннего сотрудничества;
- г) этапы осуществления положений соглашения;
- д) механизмы защиты инвестиций (условия перевода средств, гарантии против некоммерческих рисков, порядок разрешения возможных разногласий).

Ключевое значение в BITs принадлежит последнему элементу. Однако положения, обеспечивающие юридическую защиту и гарантии иностранных инвесторов, распространяются только на инвестиции, которые были осуществлены в соответствии с национальным законодательством или были одобрены компетентными органами принимающей страны. В BITs редко уточняются меры по стимулированию прямых иностранных инвестиций, а также государственному вмешательству.

*Многосторонние соглашения по стимулированию прямых иностранных инвестиций* заключаются или разрабатываются в основном на региональном уровне (рамочное соглашение об инвестиционной зоне ASEAN, проект соглашения о стимулировании и защите взаимных инвестиций группы центрально-азиатских стран ECO (Economic Cooperation Organization), протокол о финансах и инвестициях Южноафриканского сообщества развития SADC (South African Development Community) и др.). В рамках этих соглашений декларируются общие цели инвестиционной политики и предусматриваются некоторые меры по согласованию режимов прямых иностранных инвестиций (например, унификация правил по регулированию прямых иностранных инвестиций; ускорение процессов приватизации и стимулирование создания совместных частно-государственных фирм; обеспечение большей свободы

для движения капиталов, технологий, квалифицированной рабочей силы; обеспечение национальным и иностранным инвесторам равных правовых условий для деятельности; выработка мер по компенсации ущерба, наносимого иностранным инвесторам, и др.).

### **Каковы функции Многостороннего агентства по гарантированию инвестиций?**

*Многостороннее агентство по гарантированию инвестиций (Multilateral Agency Guaranteed Investment, MAGI)* играет существенную роль для стимулирования потока инвестиций между странами-членами, особенно в развивающиеся страны. Основные функции Агентства заключаются в предоставлении гарантий (самостоятельно или совместно с другими организациями) от некоммерческих рисков, а также в их перестраховании в отношении прямых инвестиций, осуществляемых в развивающихся странах-членах. При этом Агентство стремится к предоставлению гарантий по таким инвестициям, по которым их невозможно получить на разумных условиях у частных страховщиков или перестраховщиков. К некоммерческим рискам, по которым предоставляются гарантии, относятся ограничения на перевод валюты; меры, в результате которых владелец гарантии лишается права собственности над своим капиталовложением, контроля над ним или существенного дохода от такого капиталовложения (например, экспроприация); нарушения договоров; война или гражданские беспорядки. Агентство должно способствовать устранению барьеров на пути движения капиталов, в том числе подписанию одно- и многосторонних соглашений по стимулированию прямых иностранных инвестиций, урегулированию споров между инвесторами и принимающими странами.

### **Как осуществляется защита прав иностранных инвесторов?**

На национальном уровне во многих странах, в том числе в России, действует принцип защиты иностранных инвестиций. Национальное законодательство развитых стран, как правило, не проводит различия между иностранными и национальными компаниями. В конституциях данных стран гарантируется неприкосновенность собственности и обычно оговаривается, что экспроприация может совершаться только в общественных интересах с гарантией рассмотрения споров и установлением компенсации в случае несогласия иностранного инвестора с фактом экспроприации.

Инвестиционные споры регулируются подготовленной Всемирным банком и подписанной в 1969 г. в Вашингтоне Конвенцией по урегулированию инвестиционных споров между государствами и гражданами

других стран. Иностранные инвесторы могут обращаться для защиты своих прав в Международный центр урегулирования инвестиционных споров (МЦУИС), на который возложены функции международного арбитра по устранению разногласий между иностранным инвестором и принимающей страной. Положения, предусматривающие решения таких споров в рамках МЦУИС, стали стандартным пунктом международных инвестиционных соглашений и споров. Защита прав иностранных инвесторов предусмотрена также в отдельных сферах. В частности, имеются международные соглашения и национальные законодательные акты, регулирующие охрану прав владельцев интеллектуальной собственности, товарных знаков, авторских прав, результатов научно-технических и художественных работ.

### **Какие меры по регулированию иностранных инвестиций применяются в развитых странах?**

В развитых странах наиболее часто используют следующие меры по регулированию иностранных инвестиций.

*Предварительное разрешение* на осуществление прямых иностранных инвестиций, которое требуется при значительных вложениях иностранного капитала в определенные отрасли и сферы деятельности; в некоторых странах оно также необходимо для действующих компаний с иностранным капиталом при расширении деятельности, слияниях и поглощениях.

*Ограничения* на прямые иностранные инвестиции в определенных отраслях и сферах, а также на долю иностранных инвесторов в капитале национальных компаний вплоть до полного запрета на переход национальных компаний под иностранный контроль. Ограничения прямых иностранных инвестиций различаются для отдельных стран (чаще всего это военная и добывающая промышленность, некоторые отрасли сферы услуг, особенно банковское и страховое дело, транспорт и связь). В ряд сфер доступ иностранных инвесторов невозможен из-за того, что в них разрешается создание только государственных организаций.

*Требование взаимности* от стран происхождения иностранных инвесторов, означающее, что страна, принимающая инвестиции, готова предоставить иностранным инвесторам определенные права при условии, что и в их странах такие права предусмотрены.

Существуют также *неформальные ограничения* в отношении иностранных инвесторов (затягивание и многоступенчатость процедуры получения разрешений, бюрократизация механизма регулирования деятельности компаний с иностранным участием), которые оказывают на их деятельность даже более негативное воздействие, чем прямые и открытые ограничения.

### **Каковы особенности режимов регулирования иностранных инвестиций в развивающихся странах?**

За последние два десятилетия многие развивающиеся страны вслед за развитыми стали либерализовывать режимы регулирования иностранных инвестиций. Однако они вынуждены считаться с возможными негативными последствиями от деятельности иностранных инвесторов, которые связаны с ограничительной практикой крупных корпораций, приводящей к «эффекту вытеснения» (crowding out), имеющему две основные формы. Первая связана с тем, что крупные иностранные корпорации, пользуясь конкурентными преимуществами, могут вытеснить на товарных рынках национальные компании. Другая форма заключается в оттягивании такими корпорациями значительной доли ресурсов на национальных рынках, в том числе финансовых (в частности, национальные банки при предоставлении кредитов предпочитают иностранные корпорации национальным, менее платежеспособным, компаниям).

### **Каковы особенности оценки международных инвестиционных проектов?**

При оценке международных инвестиционных проектов используются те же основные критерии, что и для национальных проектов. Наиболее распространенной является оценка NPV. Однако проекты с помощью этого критерия оцениваются двояко: с точки зрения материнской и дочерней компаний. Двойственность оценки возникает, поскольку:

- а) различны экономические условия стран;
- б) существует проблема репатриации прибыли;
- в) важна пропорция, в которой прибыль делится на реинвестируемую в стране вложения капитала и вывозимую.

Оценки NPV международного инвестиционного проекта с точки зрения материнской и дочерней компаний не совпадают, причем первая из них, как правило, ниже. Возможно и обратное соотношение при соответствующем изменении валютного курса. Однако благоприятные для материнской компании изменения валютного курса могут полностью или частично сглаживаться налогами или запретами на репатриацию прибыли. Чем большая доля прибыли изымается материнской компанией, тем сильнее на оценке сказываются дополнительные налоги на прибыль, а также неблагоприятные изменения валютного курса.

Если проект с точки зрения материнской компании оказался невыгодным, это еще не означает его нецелесообразность. Необходимо найти приемлемое соотношение между частью прибыли, подлежащей реинвестированию и репатриации. Например, трансферт денежных

средств к материнской фирме может быть осуществлен в благоприятный момент. Если материнская и дочерняя компании находятся в странах, между которыми имеется соглашение об устранении двойного налогообложения, можно отказаться от налога, взимаемого с дивидендов материнской компании в стране ее нахождения, что несколько улучшит показатели проекта.

### **Каковы основные проблемы при оценке международного инвестиционного проекта?**

Можно выделить следующие основные проблемы, возникающие при оценке международного инвестиционного проекта.

- Предварительная оценка международного инвестиционного проекта затруднена сложностью прогнозирования изменений валютного курса, накладываемая на сложности прогнозирования денежных потоков от реализации инвестиционного проекта.
- Определенную сложность составляет разделение операционного потока (результатов от основной деятельности дочерней и материнской компаний). Если дочерняя компания принадлежит материнской полностью или контролируется ею, то для материнской компании все доходы, которые получает ее дочерняя структура, могут рассматриваться как собственные. Если же дочерняя компания является самостоятельной структурой или материнская компания не имеет в ее капитале преобладающей доли, то необходимо разделять доходы, получаемые компаниями.
- Важная проблема заключается в сложности учета рисков. Это, в свою очередь, отражается и на выборе ставки дисконтирования, которая оказывается различной в стране материнской и дочерней компании, поскольку в них разный уровень рисков.

### **Каковы особенности оценки стоимости капитала при обосновании международных инвестиционных проектов?**

При обосновании международных инвестиционных проектов следует учитывать, что оценки оптимальной структуры капитала для материнской и дочерней компаний не совпадают, в частности:

- если в стране размещения капитала существуют ограничения на котировку акций на биржах, то использование собственного капитала становится менее выгодным, и оптимальная структура капитала сдвигается в сторону увеличения доли заемного капитала;
- по-видимому, не совпадают оптимальные структуры капитала для компаний, ведущих операции только на внутреннем рынке, и тех, которые выходят на международные рынки. Для вторых компаний

добавляется валютный риск, и доля собственного капитала в оптимальной структуре должна увеличиваться (окончательно это положение в теории еще не доказано);

- существуют различия в оптимальной структуре капитала в отдельных странах (для англосаксонских стран характерна высокая доля акционерного капитала ввиду большого развития акционерных компаний; в Германии выше доля заемного капитала, так как сильна традиционная ориентация на привлечение кредитных ресурсов, которые обходятся относительно более дешево и более доступны, чем в сравниваемых странах; в Японии оценки усредненные);
- инвесторы в разных странах довольствуются разным минимальным уровнем отдачи на капитал, что вызывает различия в оптимальной структуре капитала.

Следует также учитывать, что в условиях международного бизнеса факторы, влияющие на стоимость капитала, могут действовать в противоположных направлениях. Например, эффект от масштаба производства выражается в том числе и в снижении стоимости капитала. Однако наличие страновых рисков может привести к столь существенному росту стоимости капитала, что предыдущий фактор окажется малозначимым. Надо учитывать и изменение систематического и несистематического рисков, что также оказывает влияние на стоимости капитала.

### **Как политические и валютные риски учитываются при оценке международных инвестиционных проектов?**

Поскольку главная цель поиска ставки дисконтирования по проекту состоит в сравнении с альтернативными возможностями инвестиций в стране материнской компании, то исходным значением коэффициента дисконтирования будет то, которое требуется национальными инвесторами для проектов того же класса коммерческого и финансового риска. Далее либо должна быть проведена корректировка этого коэффициента с учетом валютных и политических рисков, либо последние учитываются в годовых потоках денежных средств. Таким образом, политические и валютные риски при оценке международных инвестиционных проектов можно учитывать двумя способами:

- корректировкой ставки дисконтирования, используемой для оценки национальных инвестиционных проектов, путем добавления новой составляющей, учитывающей в совокупности политические и валютные риски других стран;
- корректировкой денежных потоков по проекту (чаще проводится компаниями с большим участием в операциях за рубежом). При этом коммерческие и финансовые риски, как и в случае оценки национальных проектов, учитываются в ставке дисконтирования.

### **Каковы аргументы сторонников и противников привлечения иностранных инвестиций в российскую экономику?**

Сторонники привлечения иностранных инвестиций в российскую экономику особо выделяют возможность дополнительного финансирования крупных инвестиционных проектов и получение доступа к новейшим технологиям и технике, передовым методам организации производства путем вложения иностранного капитала в инновационные проекты. Противники иностранных инвестиций в России чаще всего исходят из специфического понимания национальных интересов либо из жестких монетарных постулатов, обосновывающих необходимость ограничения денежной массы и изыскания внутренних резервов. Утверждается, что прежде всего должны быть созданы благоприятные политические и экономические условия для российских инвесторов. Другой аргумент против привлечения иностранного капитала основывается на том, что иностранные инвесторы в основном преследуют спекулятивные цели, т. е. стремятся получить значительную курсовую прибыль от покупки и перепродажи российских ценных бумаг с последующим ее трансфертом за границу. Следует также отметить, что из-за теоретической нерешенности проблемы определения оптимального объема иностранных инвестиций, их приток может породить дополнительные риски и трудности в экономике.

### **Какими нормативными документами регулируются прямые иностранные инвестиции в Российской Федерации?**

Иностранные инвестиции в России регулируются рядом законов, среди которых ключевую роль играет Закон от 9 июля 1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации», в котором установлены основные гарантии прав иностранных инвесторов на инвестиции и получаемые от них доходы и прибыль. Однако он не распространяется на отношения, связанные с вложениями иностранного капитала в кредитные и страховые организации, а также в некоммерческие организации.

Для регулирования прямых иностранных инвестиций в России большое значение имеет еще целый ряд законов и других нормативных документов, в особенности Федеральные законы «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений», «О соглашениях о разделе продукции», «О валютном регулировании и валютном контроле» и Гражданский кодекс РФ. Кроме того, многие субъекты РФ (более 50) принимают специальные законодательные акты, регулирующие привлечение прямых иностранных инвестиций в регионы. Однако эти акты не всегда

согласованы с федеральными законами. Кроме того, на практике региональные власти часто сдерживают приток иностранных инвестиций либо пытаются использовать его в интересах определенных кругов национального капитала и лоббистских групп.

### **Какие факторы привлечения прямых иностранных инвестиций являются для России наиболее значимыми?**

Для России наиболее значимы следующие факторы привлечения прямых иностранных инвестиций: величина рынка сбыта; наличие квалифицированной рабочей силы; низкие издержки на оплату труда по сравнению с развитыми странами.

Объем привлеченных иностранных инвестиций в различные регионы России зависит от инвестиционного климата в них, определяемого такими факторами, как уровень развития экономического потенциала (производственной и финансовой сферы, инфраструктуры, наличия ресурсов), емкости потребительского рынка, налоговых и других льгот, геоклиматических и социально-политических условий в субъекте РФ.

Росту спроса российских компаний на прямые иностранные инвестиции способствуют следующие факторы: дефицит внутренних инвестиций; повышение спроса на импортное сырье и комплектующие; доступ к новым технологиям; повышение конкурентоспособности продукции. Но имеется ряд факторов, которые действуют в обратном направлении: высокая стоимость иностранного капитала; существенные различия между системами корпоративного управления в России и развитых странах; преимущественная ориентация на государственную поддержку и др.

### **Каковы особенности прямых иностранных инвестиций в России?**

В структуре организационных форм деятельности прямых иностранных инвесторов в России преобладают совместные и иностранные предприятия. Филиалы иностранных юридических лиц не распространены. При этом количество реально функционирующих предприятий с участием иностранного капитала по разным оценкам не превышало 40–50 % от числа зарегистрированных.

Существенный объем прямых иностранных инвестиций в России приходится на топливную промышленность, ориентированную на экспорт продукции. В целом по опросам иностранных инвесторов наиболее привлекательными объектами инвестиций для них являются нефтедобыча и потребительский сектор.

Крайне неравномерно распределение прямых иностранных инвестиций по регионам. Можно выделить три основных уровня регионального

привлечения прямых иностранных инвестиций в России: Москва, сырьевые регионы и крупные индустриальные центры и регионы, находящиеся в непосредственной близости от них. Среди сырьевых регионов лидируют Татарстан, Тюменская, Омская области, Красноярский край. Достаточно существенные объемы прямых иностранных инвестиций приходятся на Санкт-Петербург, Нижегородскую и Московскую области.

Наибольшее количество предприятий в России с участием иностранного капитала приходится на США и Германию. Велика также доля таких развивающихся стран, как Китай, Кипр и Тайвань. Основными конкурентами России в привлечении прямых иностранных инвестиций являются некоторые бывшие социалистические страны Европы, особенно Польша, Чехия и Венгрия, а также такие развивающиеся страны с достаточно емким внутренним рынком, как Бразилия, Мексика и Аргентина.

## РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА

- Aharoni Y.* The Foreign Investment Decision Process. Boston, 1966.
- Aliber R. Z.* «A Theory of Direct Foreign Investment». In: *Kindelberger C. P.* (ed.). The International Corporation. Cambridge, Mass., 1970.
- Barlow E. R., Wender I. T.* Foreign Investment and Taxation. Englewoods Cliffs, 1955.
- Black A., Wright Ph., Bachman J. E.* In Search of Shareholder Value: Managing the Drivers of Performance. London: Price Waterhouse, 1998.
- Brigham E. F.* Fundamentals of Financial Management. 6-th ed. Orlando: Dryden Press, 1992.
- Copeland T., Koller T., Murrin J.* Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. New York: McKinsey & Company, Inc., 1996.
- Copeland T. e., Weston J. F.* Financial Theory and Corporate Policy, 3-rd ed. Addison-Wesley, 1988.
- Elton E. J., Gruber M. J.* Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, 4-th ed. John Wiley & Sons, Inc., 1991.
- Gruber W., Dileep M., Raymond V.* «The R&D Factor in International Trade and International Investment of United States Industries» // The Journal of Political Economy. 1967. Vol. 75.
- Haugen R. A.* Modern Investment Theory, 4-th ed. Prentice Hall, 1997.
- Higgins R. C.* Analysis for Financial Management, 2-nd ed. Richard D. Irwin, Inc., 1989.
- Hirt G. A., Block S. B.* Fundamentals of Investment Management and Strategy. Richard D. Irwin, Inc., 1983.
- Iversen C.* Aspects of the Theory of International Capital Movements. Copenhagen, 1935.
- Jorgenson D. W.* Capital Theory and Investment Behavior. The American Economic Review. Vol. 53. 1963.
- Knickerbocker F. T.* Oligopolistic Reaction and Multinational Enterprise. Boston, 1973.
- Koyack L. M.* Distributed Lags and Investment Analysis. Amsterdam, 1954.
- Kwack S. Y.* A Model of U. S. Direct Investment Abroad: A Neoclassical Approach. Western Economic Journal. 1972. Vol. 10.
- Levy H., Sarnat M.* Capital Investment and Financial Decisions, 3-rd ed. Prentice Hall, 1986.
- Ragazzi G.* Theories of the Determinants of Direct Foreign Investment. International Monetary Fund Staff Papers. 1973. Vol. 20.
- Stevens G. V.* Fixed Investment Expenditure of Foreign Manufacturing Affiliates of U. S. Firms: Theoretical Models and Empirical Evidence. Yale Economic Essays, 1969. Vol. 9.
- Vernon R.* The Location of Economic Activity. In: *Dunning J. H.* (ed.). Economic Analysis and the Multinational Enterprise. London, 1974.

*Wolk H., Francis J., Tearney M. Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach*, 3-rd ed. South-Western Publishing Co., Cincinnati, Ohio, 1992.

World Investment Report 2000. UNCTAD. N. Y. Geneva, 2001.

Бюджетный кодекс Российской Федерации

Гражданский кодекс Российской Федерации.

Налоговый кодекс Российской Федерации.

Федеральный закон от 2 января 2000 г. № 22-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений».

Федеральный закон от 21 ноября 1996 г. № 129-ФЗ «О бухгалтерском учете».

Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».

Федеральный закон Российской Федерации от 23 декабря 2004 г. № 173-ФЗ «О федеральном бюджете на 2005 год».

Федеральный закон Российской Федерации от 31 декабря 1999 г. № 227-ФЗ «О федеральном бюджете на 2000 год».

Закон РСФСР от 26 июня 1991 г. «Об инвестиционной деятельности в РСФСР».

Указ Президента Российской Федерации от 15 марта 1993 г. № 339 «О создании Российской финансовой корпорации».

Указ Президента Российской Федерации от 17 сентября 1994 г. № 1928 «О частных инвестициях в Российской Федерации».

Указ Президента Российской Федерации от 2 февраля 1993 г. № 184 «О создании Государственной инвестиционной корпорации».

Бюджетное послание Президента Российской Федерации Федеральному Собранию Российской Федерации «О бюджетной политике на 2002 год» // Российская газета. 2001. 24 апр. С. 4.

Постановление Правительства Российской Федерации от 1 мая 1996 г. № 534 «О дополнительном стимулировании частных инвестиций в Российской Федерации».

Постановление Правительства РФ от 13 октября 1995 г. № 1016 «О комплексной программе стимулирования отечественных и иностранных инвесторов в экономику Российской Федерации» // СЗ РФ. 1995. № 43.

Порядок лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Утвержден приказом ФСФР России от 16 марта 2005 г. № 05-3/пз-Н.

Совместное заявление Правительства Российской Федерации и Банка России «О стратегии развития банковского сектора» // Вестник Банка России. 2002. № 5.

*Аврущенко Д. С.* К вопросу о правовых гарантиях иностранных инвесторов // Деньги и кредит. 2001. № 12.

*Алексеева И. А.* Организация деятельности на рынке ценных бумаг. Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2004.

*Альбер М.* Капитализм против капитализма. СПб.: Экономическая школа, 1998.

*Апчерч А.* Управленческий учет: принципы и практика. М.: Финансы и статистика, 2002.

*Аренд Р.* Прямые иностранные инвестиции в российскую экономику — стоит ли овчинка выделки? Данные опроса иностранных инвесторов. Доклад российско-европейского центра экономической политики.

*Баринов Э. А., Хмыз О. В.* Рынки: валютные и ценных бумаг. М.: Экзамен, 2001.

*Белых Л. П.* Формирование портфеля недвижимости. М.: Финансы и статистика, 1999.

Бизнес-план инвестиционного проекта. Отечественный и зарубежный опыт. Современная практика и документация: учеб. пособие. 5-е изд., перераб. и доп. / под ред. В. М. Попова. М.: Финансы и статистика, 2002.

*Бирман Г., Шмидт С.* Экономический анализ инвестиционных проектов / пер. с англ. / под ред. Л. П. Белых. М.: Банки и биржи; ЮНИТИ, 1997.

*Бланк И. А.* Инвестиционный менеджмент: учебный курс. Киев, 2001.

*Блех Ю., Гетце У.* Инвестиционные расчеты / пер. с нем. / под ред. А. М. Чуйкина, Л. А. Галютина. 1-е изд., стереотип. Калининград, 1997.

*Бочаров В. В.* Инвестиционный менеджмент. СПб.: изд-во «Питер», 2000.

*Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997.

*Бриггем Ю., Гапенски Л.* Финансовый менеджмент: полный курс: в 2 т. / пер. с англ. / под ред. В. В. Ковалева. СПб.: Экономическая школа, 2000.

*Буренин А. Л.* Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: учеб. пособие. М.: Науч.-техн. общ. им. акад. С. И. Вавилова, 2002.

*Бэнгз Дэвид Г.* Руководство по составлению бизнес-плана. М.: Финпресс, 1998.

*Валдайцев С. В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: учеб. пособие для вузов. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.

*Валдайцев С. В.* Управление инновационным бизнесом: учеб. пособие для вузов. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.

*Валдайцев С. В.* Оценка бизнеса. 2-е изд. М.: Проспект, 2004.

*Вознесенская Н. Н.* Иностранные инвестиции: Россия и мировой опыт (сравнительно-правовой комментарий). М.: ИНФРА-М, 2001.

*Воронцовский А. В.* Инвестиции и финансирование. СПб.: Изд-во С.-Петербур. ун-та, 1998.

*Воронцовский А. В.* Управление рисками: учеб. пособие. СПб.: Изд-во С.-Петербур. ун-та, 2000.

*Гитман Л. Дж., Джонк М. Д.* Основы инвестирования / пер. с англ. М.: Дело, 1999.

*Голембиовский Д., Барышников И.* Стратегии управления ценовым риском (на примере экспортоориентированных предприятий) // Вопросы экономики. 2003. № 8.

*Дамодаран А.* Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.

*Долан Э. Дж., Кэмпбелл К. Д., Кэмпбелл Р. Дж.* Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / пер. с англ. Л., 1991.

*Долан Э. Дж., Линдей Д.* Рынок: микроэкономическая модель. СПб., 1992.

*Елизаветин М. Е.* Иностранный капитал в экономике России. М.: Междунар. отношения, 2004.

Иностранные инвестиции в России / под ред. И. П. Фаминского. М.: Международные отношения, 1995.

*Кандинская О. А.* Управление финансовыми рисками: поиск оптимальной стратегии. М.: изд-во АО «Консалт-банкир», 2000.

*Кейнс Дж.* Общая теория занятости, процента и денег // Антология экономической классики. М., 1993.

*Кидуэлл Д. С, Петерсон Р. Л., Блэжуэлл Д. У.* Финансовые институты, рынки и деньги. СПб.: Питер, 2000.

*Ковалев В. В.* Введение в финансовый менеджмент. М.: Финансы и статистика, 1999.

*Ковалев В. В.* Курс финансового менеджмента. М.: Проспект, 2008.

*Ковалев В. В.* Методы оценки инвестиционных проектов. М.: Финансы и статистика, 1998.

*Ковалев В. В.* Справедливая стоимость: pro et contra // Финансовый мир. Выпуск 1/под ред. В. В. Иванова и В. В. Ковалева. М.: Проспект, 2002.

*Ковалев В. В.* Управление активами фирмы. М.: Проспект, 2007.

*Ковалев В. В.* Управление денежными потоками, прибылью и рентабельностью. М.: Проспект, 2007.

*Ковалев В. В.* Управление финансовой структурой фирмы. М.: Проспект, 2007.

*Ковалев В. В.* Учет, анализ и бюджетирование лизинговых операций: теория и практика. М.: Финансы и статистика, 2005.

*Ковалев В. В.* Финансовый анализ: методы и процедуры. М.: Финансы и статистика, 2001.

*Ковалев В. В.* Финансовый менеджмент-1. М.: Изд. дом БИНФА, 2007.

*Ковалев В. В., Ковалев Вит. В.* Финансы организаций (предприятий): учебник. М.: Проспект, 2005.

*Ковалев В. В., Патров В. В., Быков В. А.* Как читать баланс. 5-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2006.

*Ковалев В. В., Уланов В. А.* Курс финансовых вычислений. 3-е изд., доп. М.: Финансы и статистика, 2005.

*Козырь Ю.* Оценка и управление стоимостью компании // Рынок ценных бумаг. 2000. № 19.

*Коллер Т., Коупленд Т., Муррин Дж.* Стоимость компаний: оценка и управление. 2-е изд., стер. / пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2002 (серия «Мастерство»).

*Крушвиц Л.* Инвестиционные расчеты / пер. с нем. / под общ. ред. В. В. Ковалева и З. А. Сабова. СПб.: изд-во «Питер», 2001.

*Крушвиц Л.* Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов / пер. с нем. / под общ. ред. В. В. Ковалева и З. А. Сабова. СПб.: изд-во «Питер», 2000.

*Ли Ч. Ф., Финнерти Дж. И.* Финансы корпорации: теория, методы и практика. / пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 2000.

*Липсиц И. В., Коссов В. В.* Инвестиционный проект: методы подготовки и анализа: учебно-справ. пособие. М.: изд-во БЕК, 1996.

*Лялин В. А., Воробьев П. В.* Рынок ценных бумаг: учебник. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Проспект, 2010.

*Лялин В. А., Воробьев П. В.* Ценные бумаги и их обращение. СПб., 1996.

*Лялин В. А., Воробьев П. В.* Ценные бумаги и фондовая биржа. М.: изд-во «Филин», 2000.

*Макконел К. Р., Брю С. Л.* Экономика. М., 1992.

*Мальгин В. Е., Смородинская Н. В.* Анализ странового риска в международной банковской практике // Деньги и кредит. 1999. № 10. С. 34–35.

*Маршалл Джон Ф., Бансал Випул К.* Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 1998.

Международные стандарты финансовой отчетности. М.: Аскери, 1999.

Международный менеджмент / под ред. С. Э. Пивоварова, Л. С. Тарасевича, А. И. Майзеля. СПб.: Питер, 2005.

*Миловидов В. Д.* Инвестор в России: что делать? М.: ММВБ, 2000.

*Миляков Д. С.* Финансы предприятий отраслей народного хозяйства. М.: Финансы и статистика, 1999.

*Михайлов Д. М.* Мировой финансовый рынок: тенденции и инструменты. М.: Экзамен, 2000.

*Мордашев С.* Рычаги управления стоимостью компании // Рынок ценных бумаг. 2001. № 15.

*Мюллер Г., Гернон Х., Мишк Г.* Учет: международная перспектива / пер. с англ. М.: Финансы и статистика, 1992.

Народное хозяйство СССР за 70 лет: Юбилейный стат. ежегодник / Госкомстат СССР. М.: Финансы и статистика, 1987.

Оценка бизнеса: учебник под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 2003.

*Палий В. Ф.* Международные стандарты финансовой отчетности. М.: ИНФРА-М, 2002.

Политика привлечения прямых иностранных инвестиций в российскую экономику. М.: Бюро экономического анализа, ТЭИС, 2001.

*Попов В. М., Ляпунов С. М., Млодик С. Г., Зверев А. А.* Сборник бизнес-планов с рекомендациями и комментариями: учебно-метод. пособие / под ред. В. М. Попова. М.: КНОРУС, 2004.

*Постников С. Л., Попов С. А.* Мировая экономика и экономическое положение России. Сборник статистических материалов. М.: Финансы и статистика, 2001.

*Пратт Ш.* Оценка бизнеса: пер. с англ. М.: Институт экономического анализа Всемирного банка, 1996.

*Рогов М.* Риск-менеджмент. М.: Финансы и статистика, 2001.

Рынок ценных бумаг / Учебник под ред. В. А. Галанова и А. И. Басова. М.: Финансы и статистика, 2004.

*Салун В.* Оценка бизнеса в управлении компанией // Рынок ценных бумаг. Управление компанией. 2001. № 8.

*Сергеев В. И.* Экономика предприятия: учеб. пособие. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2000.

*Соколов Б. И., Соколова С. В.* Экономика: учебник. СПб.: изд. дом «Бизнес-пресса», 2002.

*Сусанов Д.* Методы измерения странового риска // Рынок ценных бумаг. 2001. № 16.

*Тарасевич Е. И.* Анализ инвестиций в недвижимость. СПб.: МКС, 2000.

*Тарасевич Е. И.* Оценка недвижимости. СПб.: СПбГТУ, 1997.

*Тарасевич Е. И.* Финансирование инвестиций в недвижимость. СПб.: СПбГТУ, 1998.

*Темник Д. В.* Иностранные инвестиции и инвестиционный климат в России // Деньги и кредит. 2001. № 11.

*Трошин А. Н.* Введение в экономику инвестиций. М.: изд-во МАИ, 1995.

*Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т.* Фондовый рынок / пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 1997.

*Уолш К.* Ключевые показатели менеджмента: как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании. М.: Дело, 2000.

Управление портфелем недвижимости: учеб. пособие для вузов / пер. с англ. / под ред. проф. С. Г. Беляева. М.: Закон и право, ЮНИТИ, 1998.

Финансовый мир. Выпуск 1 / под ред. В. В. Иванова и В. В. Ковалева. М.: «Проспект», 2002.

Финансы предприятий: учебник / под ред. М. В. Романовского. СПб.: «Издательский дом “Бизнес-пресса”», 2000.

Финансы: учебник / под ред. проф. В. В. Ковалева. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Проспект, 2003.

*Фишер П.* Прямые иностранные инвестиции для России: стратегия возрождения промышленности. М.: Финансы и статистика, 1999.

*Фридман Дж., Ордуэй Н.* Анализ и оценка приносящей доход недвижимости / пер. с англ. М.: Дело, 1997.

*Харрисон Г. С.* Оценка недвижимости: учеб. пособие / пер. с англ. М., 1994.

*Цветкова Е. В., Арлюкова И. О.* Риски в экономической деятельности: учебное пособие. СПб.: ИВЭСЭП, Знание, 2002.

Ценные бумаги: Учебник / под ред. В. И. Колесникова и В. С. Торкановского. М.: Финансы и статистика, 1998.

*Чистов Л. М.* Экономика строительства. СПб.: Питер, 2001.

*Шапкин А. С.* Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2004.

*Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Дж.* Инвестиции / пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 1997.

*Шипов В.* Некоторые особенности оценки отечественных предприятий в условиях переходной экономики // Рынок ценных бумаг. 2000. № 18.

Экономика строительства: учебник / под общей ред. И. С. Степанова. 2-е изд., доп. и перераб. М.: Юрайт-Издат, 2002.

## Содержание

Введение .....	3
----------------	---

### Раздел I

### ИНВЕСТИЦИОННАЯ СРЕДА

Глава 1. Экономическая сущность и виды инвестиций.....	5
Какова экономическая сущность и факторы роста сбережений?.....	5
Понятие инвестиционного процесса и его значение в экономике.....	5
Взаимосвязь сбережений и инвестиций.....	6
Какова роль финансового рынка в инвестиционном процессе? .....	7
Какие факторы определяют уровень инвестиций в масштабах общества?.....	7
Какова экономическая сущность и признаки инвестиций? .....	8
Как понятие инвестиций определено в действующем российском законодательстве? .....	9
Каковы основные трактовки понятия «инвестиции» на микроуровне? .....	10
Каковы основные группы инвесторов?.....	11
Каковы основные виды инвестиций? .....	12
В чем заключается смысл прямых и портфельных инвестиций для инвестора и получателя инвестиций? .....	14
Основные формы реальных и финансовых инвестиций .....	14
Какова роль фиктивного капитала в процессе воспроизводства? .....	15
Какова роль финансовых инвестиций и рынка ценных бумаг в инвестиционном процессе? .....	16
Глава 2. Содержание и основные этапы инвестиционного процесса .....	17
Каковы основные этапы инвестиционного процесса?.....	17
Каковы общие подходы к формированию целей и определению направлений инвестирования? .....	17
Как осуществляется выбор объектов инвестирования? .....	18
Что такое инвестиционная модель планирования? .....	18
Как осуществляется изолированное планирование инвестиций? .....	19
Как осуществляется взаимосвязанное планирование инвестиций? .....	20
Каковы особенности осуществления реальных инвестиций?.....	21
Наиболее важные плановые документы по инвестиционному проекту .....	22
Охарактеризуйте понятие «инвестиционный проектный риск».....	22
Какие виды инвестиционных проектных рисков характерны для России?.....	23
Каковы особенности осуществления финансовых инвестиций? .....	24
Что понимается под реструктуризацией портфеля? .....	24
Понятие и основные виды инвестиционных ресурсов.....	25
Сущность и основные факторы инвестиционного климата .....	25

Как оценивается инвестиционный климат страны? .....	26
Как оценивается инвестиционный климат региона? .....	27
Глава 3. Финансовые рынки и институты .....	29
Сущность финансового рынка .....	29
Каковы основные сегменты финансового рынка? .....	29
Структура рынка капитала .....	30
Структура рынка ценных бумаг .....	31
Сущность финансового посредничества.....	32
Каковы особенности финансовых институтов, относящихся к учреждениям депозитного типа? .....	33
Каковы основные этапы развития российской банковской системы?..	34
Каковы основные функции Центрального банка России? .....	36
Каковы особенности сберегательных учреждений, действующих на договорной основе? .....	37
Каковы особенности инвестиционных фондов? .....	38
Каковы особенности российских инвестиционных фондов? .....	39
Охарактеризуйте финансовые институты, относящиеся к группе иных финансовых организаций .....	40
Какие институты образуют инфраструктуру фондового рынка? .....	41
Каковы основные виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг? .....	42
Кто является профессиональными участниками рынка ценных бумаг?..	42
В чем заключается фондовое посредничество на рынке ценных бумаг?..	43
Кто такой брокер? .....	43
В чем заключается деятельность брокера? .....	44
Каковы основные правила брокерской деятельности? .....	44
В чем заключаются основные функции брокера на фондовом рынке? .	45
Кто такой дилер и в чем заключается его деятельность? .....	45
В чем заключаются основные функции дилера на фондовом рынке? ...	46
Что такое андеррайтинг? Каковы его формы? .....	47
В чем заключается деятельность управляющей компании? .....	48
Какие профессиональные участники обеспечивают организационно-техническое обслуживание рынка ценных бумаг? .....	49
В чем заключается деятельность организатора торговли?.....	50
Что такое клиринговая деятельность и в чем ее особенности? .....	51
В чем заключается депозитарная деятельность? .....	52
Кто такой реестродержатель и в чем заключается его деятельность? ....	54
Кто такой номинальный держатель ценных бумаг? .....	56
Какие виды профессиональной деятельности на фондовом рынке могут совмещаться? .....	56
Каким образом реализуется государственное регулирование рынка ценных бумаг? .....	58
Что такое саморегулируемые организации на рынке ценных бумаг и в чем заключается их деятельность? .....	59

Каковы особенности лицензирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг? .....	61
Могут ли кредитные организации осуществлять профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг? .....	62
Можно ли считать российский фондовый рынок окончательно сформированным? .....	63
<b>Глава 4. Финансовые инструменты</b> .....	<b>64</b>
Что такое финансовый инструмент? .....	64
Что такое финансовый актив? .....	66
Что такое финансовое обязательство? .....	66
Что такое долевого инструмент? .....	66
Что подразумевается под потенциальной выгодностью (невыгодностью) в определении финансового инструмента? .....	66
Как понять, является ли операция финансовым инструментом? .....	67
Что такое финансовый инжиниринг? .....	68
Что такое первичные финансовые инструменты? .....	69
Что такое договор займа? .....	70
Является ли облигация формой договора займа? .....	70
В чем отличия кредитного договора от договора займа? .....	71
Что такое договор банковского вклада? .....	71
Что такое договор банковского счета? .....	71
Что такое факторинг? .....	72
Что такое лизинг? .....	72
В чем заключаются договоры поручительства и банковской гарантии? .....	73
Являются ли долевыми инструментами и деньги финансовыми инструментами? .....	74
Что такое ценная бумага? .....	75
Что такое производные финансовые инструменты? .....	75
Что такое хеджирование и спекуляции? .....	76
Что такое форвардные и фьючерсные контракты? .....	76
В чем отличия фьючерсов от форвардов? .....	77
Что такое опционы? В чем заключаются особенности их использования? .....	79
Что представляет собой опцион на акции? .....	81
Что такое варрант? .....	82
Что такое свопы? .....	83
Что такое операции РЕПО? .....	84
Для чего используются финансовые инструменты? Какова их роль в инвестиционном процессе? .....	85
Какова роль финансовых инструментов в оценке инвестиционной привлекательности фирмы? .....	86
<b>Глава 5. Инвестиционные риски</b> .....	<b>90</b>
Что такое риск? Каковы его признаки? .....	90

Что такое чистые и спекулятивные риски? В чем различия между ними? Что такое инвестиционные риски?.....	91
Что такое производственные и финансовые риски? .....	92
Что такое кредитные риски? .....	92
Какие существуют виды рисков по форме потенциальных потерь? .....	93
Какие существуют виды рисков по связи с другими проектами фирмы? .....	94
На каких уровнях экономической системы возникают риски? Как их можно классифицировать по этому признаку?.....	96
Каковы основные виды макроэкономических рисков? .....	96
Что такое инфляционный риск и в чем он проявляется? .....	97
Что такое валютный риск и каковы его виды? .....	98
Что такое депрессионный риск?.....	99
Что такое структурный риск? .....	99
В чем заключается риск изменения политики регулирования экономики?.....	99
Каковы основные виды мезоэкономических рисков?.....	100
В чем различия систематических и несистематических рисков? .....	101
Что такое ценовые риски? Каковы их виды? .....	101
Что такое актуарный риск? .....	101
В чем заключается сущность риск-менеджмента?.....	102
Каким образом определяется уровень риска проекта? .....	102
Каковы предпосылки принятия рискованных решений в условиях неопределенности? .....	103
Как рассчитать уровень риска инвестиционного проекта?.....	104
Что такое матрица ожиданий и как она используется при оценке риска? .....	105
Какие существуют численные меры риска?.....	106
Как определить риск проекта, если нет возможности определить вероятности наступления будущих состояний экономики?.....	108
Что такое графическое представление риска? .....	108
Какие существуют способы отношения предпринимателя к риску? Каковы основные методы управления рисками?.....	110
Чем определяется выбор метода управления рисками?.....	112
В чем заключается управление активами и пассивами как метод снижения риска? .....	112
Что такое дюрация финансового инструмента и как она используется в управлении активами и пассивами?.....	113
В чем заключается метод иммунизации по Редингтону? .....	114
В чем ограничения метода иммунизации? .....	115
Что такое хеджирование? .....	116
Что такое эффективность хеджирования? .....	117

Что такое стоимость хеджирования? Как она влияет на его результаты? .....	118
Какими ограничениями обладает хеджирование? .....	118
Каковы особенности страхования при управлении инвестиционными рисками? В чем его ограничения и недостатки? ...	119

## Раздел II

### КАПИТАЛЬНЫЕ ВЛОЖЕНИЯ

Глава 6. Капитальные вложения .....	123
В чем заключается сущность капитальных вложений? .....	123
Какие существуют формы капитальных вложений? .....	124
Что такое технологическая структура капитальных вложений? .....	125
Что такое воспроизводственная структура капитальных вложений? Какую роль она играет в инвестиционном процессе? .....	125
Каким образом учитываются затраты, связанные с капитальными вложениями? .....	127
Каким образом оценивается эффективность капиталовложений? .....	127
Каковы достоинства и недостатки методик определения эффективности капитальных вложений? .....	128
Что является объектами и субъектами капиталовложений? .....	129
Каковы права инвесторов при осуществлении капиталовложений? ...	130
Каковы обязанности участников капиталовложений? .....	131
Каким образом государство стимулирует капиталовложения? .....	131
Каковы прямые пути участия государства в капиталовложениях? .....	132
Каковы государственные гарантии участникам капиталовложений? .	133
Глава 7. Инвестиции в недвижимость и строительство .....	134
Что представляет собой недвижимость как материальный объект? ....	134
Что такое недвижимость с правовой точки зрения? .....	135
В чем заключается специфика недвижимости как объекта экономических отношений? .....	135
В чем заключаются особенности недвижимости как объекта инвестиций? .....	136
Каковы базовые особенности недвижимости? .....	136
В чем особенности недвижимости как товара? .....	137
Каковы особенности недвижимости организационно-правового характера? .....	138
В чем заключаются особенности недвижимости инвестиционного характера? .....	139
Каковы инвестиционные характеристики недвижимости? .....	140
Что может являться результатом вложений в недвижимость? .....	140

Каковы основные формы инвестирования в недвижимость? .....	141
Что такое траст по инвестициям в недвижимость? .....	142
Что такое партнерство закрытого типа по управлению недвижимостью? .....	142
Кто является основными участниками финансирования инвестиций в недвижимость? .....	142
Каковы основные инструменты инвестирования в недвижимость? ...	143
В чем заключается специфика ипотеки как инструмента инвестирования в недвижимость? .....	143
Что такое опцион на покупку (продажу) недвижимости? .....	145
Какие существуют гибридные формы финансирования инвестиций в недвижимость? .....	146
Что такое право преимущественной аренды земли? .....	146
Что такое лизинг недвижимости? .....	147
Какими нормативно-правовыми актами регулируются инвестиции в недвижимость и строительство? .....	147
Какова роль подрядных отношений в строительстве? .....	148
Как распределяется имущественная ответственность участников строительства? .....	150
В чем заключаются особенности ценообразования в строительстве? .	150
Глава 8. Финансирование капитальных вложений .....	153
Что такое источники финансирования капитальных вложений? .....	153
Какова структура и особенности финансирования капиталовложений на макроуровне? .....	153
Какие существуют источники финансирования капиталовложений на микроуровне? .....	156
Каковы собственные источники финансирования капиталовложений? .....	157
Какова структура доходов фирмы? Каким образом прибыль становится источником финансирования капиталовложений? .....	157
Что такое амортизация? .....	159
Что такое физический износ капитала? .....	160
Что такое моральный износ капитала? .....	161
Что такое информационный износ? .....	161
Каким образом определяется величина амортизации? .....	161
Какова структура привлеченных источников капитальных вложений? .....	165
Что может являться дополнительными источниками финансирования капиталовложений? .....	166
Что такое бюджетные ассигнования и какова их роль в финансировании капиталовложений? .....	168
В чем особенности бюджетных ассигнований на капиталовложения? .	169
Каковы особенности прямых бюджетных ассигнований на капиталовложения? .....	171

**Раздел III**  
**ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРОЕКТЫ**  
**И МЕТОДЫ ИХ ФИНАНСИРОВАНИЯ**

Глава 9. Инвестиционные проекты и их классификация .....	174
Каковы особенности инвестиционных решений?.....	174
Как осуществляется государственное регулирование инвестиционной деятельности в Российской Федерации?.....	175
Каковы особенности осуществления реальных инвестиций?.....	176
Каковы основные подходы к определению инвестиционного проекта? .....	177
По каким критериям классифицируются инвестиционные проекты? 177	
Как инвестиционные проекты подразделяются в зависимости от предназначения инвестиций и типа предполагаемого эффекта? ....	178
В чем заключаются особенности крупных, традиционных и мелких инвестиционных проектов? .....	179
Каковы основные группы инвестиционных проектов по типу отношений взаимосвязи?.....	180
Основные группы инвестиционных проектов по типу денежного потока и отношению к риску .....	180
Каковы особенности инвестиционной деятельности в крупной фирме?.....	181
Основные этапы разработки и реализации инвестиционного проекта	182
Каковы основные группы решений инвестиционного характера? .....	183
Как осуществляются отбор и ранжирование инвестиционных проектов? .....	183
Логика и содержание решений по оптимизации эксплуатации инвестиционного проекта.....	184
Как осуществляется разработка оптимальной инвестиционной программы?.....	185
С какой целью строятся графики инвестиционных возможностей и предельной стоимости капитала?.....	187
Глава 10. Методы оценки инвестиционных проектов .....	188
Каким требованиям должны отвечать критерии оценки инвестиционных проектов? .....	188
Какова логика количественного обоснования процесса принятия управленческих решений инвестиционного характера? .....	189
Каковы критические моменты в процессе оценки единичного проекта или составления бюджета капиталовложений? .....	190
Какие ключевые категории являются основой финансовой оценки инвестиционных проектов? .....	190
Каковы основные подходы к оценке денежных потоков при анализе инвестиционных проектов? .....	192

Какие критерии оценки инвестиционных проектов позволяют учесть временную ценность денежных средств? .....	194
Какие критерии оценки инвестиционных проектов не учитывают временную ценность денежных средств? .....	195
Каковы особенности основных критериев оценки инвестиционных проектов? .....	196
Каковы основные подходы к учету риска по инвестиционным проектам? .....	197
Как соотносятся экономические и социальные результаты инвестиционных проектов? .....	198
Глава 11. Методы финансирования инвестиционных проектов .....	199
Каковы основные виды и формы проектного финансирования? .....	199
Каковы особенности инвестиционного банковского кредита? .....	200
Чем инвестиционная кредитная линия отличается от инвестиционного кредита? .....	200
Как устанавливается кредитная ставка по инвестиционному кредиту (инвестиционной кредитной линии)? .....	201
Каковы особенности проектного финансирования в форме целевых облигационных займов? .....	201
Особенности таких форм проектного финансирования, как лизинг оборудования и коммерческий проектный кредит .....	202
Каковы основные формы долевого проектного финансирования? .....	203
В каких случаях создание «проектных предприятий» выступает характерной формой проектного финансирования? .....	203
Каковы основные смешанные формы проектного финансирования? .....	205
В чем состоит суть венчурного финансирования инвестиционных проектов? .....	205
Какие инновационные проекты являются наиболее привлекательными для венчурных инвесторов? .....	206
Какова традиционная схема венчурного финансирования? .....	207
В каких случаях венчурное финансирование не предполагает первичное размещение акций проектной компании? .....	208
Альтернативная схема венчурного финансирования .....	209
Как оценивается эффективность венчурного финансирования? .....	209
Каковы перспективы развития венчурного финансирования в России? .....	210
Каковы преимущества финансирования посредством облигационных займов? .....	211
Каковы особенности процедуры эмиссии корпоративных облигаций? .....	212
Какие факторы влияют на основные условия облигационного соглашения? .....	213

Каковы цели внесения дополнительных условий в облигационное соглашение? .....	214
В каких случаях облигационные займы целесообразно использовать для финансирования инвестиционных проектов? .....	215
Как формы выплаты дохода по облигациям связаны с особенностями финансирования проектов? .....	216
Каковы основные этапы развития современного российского рынка корпоративных облигаций? .....	217
Каковы проблемы и перспективы развития российского рынка корпоративных облигаций? .....	218
В чем заключается специфика лизинговых операций? .....	219
Какова экономическая сущность финансового лизинга? .....	220
Каковы основные виды финансового лизинга? .....	220
Как осуществляется финансирование покупки предмета имущества в операциях финансового лизинга? .....	221
Каковы преимущества лизингового финансирования по сравнению с банковским кредитованием? .....	223
Каковы особенности развития лизинга в России? .....	224
Каковы особенности бюджетного финансирования российских предприятий на современном этапе? .....	224
Как осуществляется конкурсный отбор инвестиционных проектов для бюджетного финансирования? .....	225
Как определяется размер государственной поддержки инвестиционных проектов, представленных на конкурс? .....	226
В каких формах осуществляется государственная поддержка инвестиционных проектов? .....	226
Каковы особенности осуществления бюджетных инвестиций? .....	227
Каковы особенности предоставления бюджетных кредитов юридическим лицам? .....	227
Каковы особенности предоставления инвестиционных налоговых кредитов? .....	228
Как осуществляется институциональное обеспечение бюджетного финансирования инвестиционных проектов? .....	228
<b>Глава 12. Бизнес-план инвестиционного проекта .....</b>	<b>230</b>
Понятие бизнес-плана и его основные виды .....	230
Каковы важнейшие цели бизнес-планирования инвестиционных проектов? .....	230
Кто является разработчиками бизнес-плана крупного инвестиционного проекта? .....	231
Как предотвратить разглашение коммерческой тайны при составлении и оформлении бизнес-плана инвестиционного проекта? .....	232

Каковы основные этапы разработки и разделы бизнес-плана инвестиционного проекта? .....	233
Каковы цели обязательных разделов бизнес-плана инвестиционного проекта? .....	234
Содержание таких разделов бизнес-плана инвестиционного проекта, как «Титульный лист», «Резюме» и «Приложения» .....	234
Содержание раздела бизнес-плана инвестиционного проекта «Анализ положения дел в отрасли» .....	236
Содержание раздела бизнес-плана инвестиционного проекта «Инвестиционная программа и производственный план» .....	236
Содержание раздела бизнес-плана инвестиционного проекта «План маркетинга» .....	237
Содержание раздела бизнес-плана инвестиционного проекта «Организационный план» .....	237
Содержание финансового раздела бизнес-плана инвестиционного проекта .....	238
Каковы стадии реализации бизнес-плана инвестиционного проекта? .....	239
Как осуществляется поддержка малого предпринимательства на первых этапах его становления? .....	239

#### Раздел IV

### ИНВЕСТИЦИИ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Глава 13. Инвестиционные качества ценных бумаг .....	241
Какова роль дисконтирования и наращения в оценке финансовых активов? .....	241
Какие виды стоимости имеет облигация? .....	242
Как определить стоимость облигации с периодической выплатой дохода (купонной облигации)? .....	243
Как изменятся расчеты при переменной ставке дисконтирования? ..	244
Как изменятся расчеты, если процентный доход выплачивается несколько раз в год? .....	244
Как рассчитать стоимость облигации, до погашения которой осталось нецелое число лет? .....	245
Как определить стоимость облигации с переменным купоном? .....	246
Как определить стоимость бескупонной облигации? .....	246
Как определяется текущая доходность облигаций? .....	247
Что такое доходность к погашению облигации? .....	247
Как определить доходность бескупонной облигации? .....	249
Как определить доходность к погашению облигации с плавающим купоном? .....	250
Что такое доходность за период владения? .....	250
Что такое реализованный процент? .....	251
Как определить стоимость банковского сертификата? .....	251
Как определить цену векселя? .....	252

Какие виды стоимости имеет акция? .....	253
Как определить стоимость привилегированной акции? .....	254
Как определить стоимость обыкновенной акции? .....	255
Как определить стоимость акции при постоянном росте дивидендов? .....	259
Как определить доходность акции? .....	261
С какими рисками связаны вложения в ценные бумаги? .....	261
Что такое вероятность распределения? Каким образом измерить риск ценной бумаги? .....	266
Как соотносятся риск и доходность ценной бумаги? .....	273
Что такое рейтинг ценной бумаги? .....	275
Глава 14. Портфель ценных бумаг .....	278
Что такое инвестиционный портфель? .....	278
Как определить доходность портфеля? .....	280
Как определить риск портфеля? .....	280
Как взаимосвязаны риск и доходность портфеля? .....	282
В чем заключается модель «доходность – риск» Марковица? .....	282
В чем заключается подход Шарпа к оценке риска? .....	286
Что такое «бета»? .....	288
Как вычисляется $\beta$ -коэффициент? .....	289
Как вычисляется $\beta$ -коэффициент портфеля? .....	291
Каково соотношение между риском и доходностью в модели Шарпа? .....	291
Глава 15. Оценка и управление стоимостью инвестиций на неорганизованном рынке ценных бумаг .....	295
Каковы цели, задачи и основные области применения оценки стоимости инвестиций в закрытые компании? .....	295
Какие существуют методические подходы к оценке рыночной стоимости корпоративных организаций? .....	299
В чем заключается метод капитализации доходов? .....	300
В чем заключается метод отраслевых соотношений? .....	301
Что такое метод дисконтирования? .....	302
В чем заключается метод компании-аналога? .....	306
Что такое метод накопления активов? .....	311
Что такое метод избыточных прибылей? .....	312
Какие существуют подходы и концепции к управлению стоимостью компании? .....	313
Что такое экономическая добавленная стоимость? .....	
Как она используется в оценке? .....	318
Какие существуют схемы поощрения менеджеров и как их использование влияет на стоимость? .....	321

Какова роль инновационных проектов в управлении стоимостью инвестированного капитала в корпоративных организациях?.....	324
Какие еще факторы способны повлиять на стоимость компании? .....	325

## Раздел V

### ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ

Глава 16. Прямые иностранные инвестиции: концепции, особенности, методы регулирувания .....	335
Понятие и основные виды иностранных инвестиций.....	335
Что является главным правовым критерием разграничения прямых и портфельных иностранных инвестиций? .....	335
Каковы главные методы осуществления прямых и портфельных иностранных инвестиций?.....	336
В чем заключается принципиальное отличие прямых иностраннх инвестиций от международных займов и международного финансового лизинга? .....	336
Каковы сравнительные преимущества и недостатки прямых и портфельных иностранных инвестиций?.....	337
Каковы стратегические и психологические мотивы прямых иностраннх инвестиций?.....	337
В чем заключаются макроэкономические гипотезы прямых иностраннх инвестиций?.....	338
В чем заключаются микроэкономические гипотезы прямых иностраннх инвестиций?.....	339
Гипотезы прямых иностранных инвестиций, основанные на теории внешней торговли .....	340
Почему ни одна из гипотез прямых иностранных инвестиций не может рассматриваться как универсальная? .....	341
Глава 17. Страновые риски и методы регулирования иностранных инвестиций. 343	
Понятие и основные виды странового риска.....	343
Каковы риски осуществления прямых иностранных инвестиций?.....	343
Каковы основные факторы привлечения прямых иностраннх инвестиций?.....	344
Каковы основные подходы к оценке странового риска?.....	345
Как осуществляется регулирование прямых иностранных инвестиций? .....	346
Основные элементы и особенности двусторонних и многосторонних инвестиционных соглашений .....	347
Каковы функции Многостороннего агентства по гарантированию инвестиций? .....	348
Как осуществляется защита прав иностранных инвесторов? .....	348

---

Какие меры по регулированию иностранных инвестиций применяются в развитых странах?.....	349
Каковы особенности режимов регулирования иностранных инвестиций в развивающихся странах?.....	350
Каковы особенности оценки международных инвестиционных проектов? .....	350
Каковы основные проблемы при оценке международного инвестиционного проекта? .....	351
Каковы особенности оценки стоимости капитала при обосновании международных инвестиционных проектов? .....	351
Как политические и валютные риски учитываются при оценке международных инвестиционных проектов? .....	352
Каковы аргументы сторонников и противников привлечения иностраннх инвестиций в российскую экономику? .....	353
Какими нормативными документами регулируются прямые иностраннне инвестиции в Российской Федерации? .....	353
Какие факторы привлечения прямых иностранннх инвестиций являются для России наиболее значимыми?.....	354
Каковы особенности прямых иностранннх инвестиций в России? ....	354
Рекомендуемая литература .....	356

*Учебное издание*

**Анрианов Александр Юрьевич,  
Валдайцев Сергей Васильевич,  
Воробьев Павел Викторович и др.**

## **ИНВЕСТИЦИИ В ВОПРОСАХ И ОТВЕТАХ**

Учебное пособие

Оригинал-макет подготовлен компанией ООО «Оригинал-макет»  
www.o-maket.ru; тел.: (495) 726-18-84

Санитарно-эпидемиологическое заключение  
№ 77.99.60.953.Д.004173.04.09 от 17.04.2009 г.

Подписано в печать 20.08.2014. Формат 60×90 <sup>1</sup>/<sub>16</sub>.  
Печать цифровая. Печ. л. 23,5. Тираж 100 экз. Заказ №

ООО «Проспект»  
111020, г. Москва, ул. Боровая, д. 7, стр. 4.