

**Современный
Гуманитарный
Университет**

Дистанционное образование

Рабочий учебник

Фамилия, имя, отчество _____

Факультет _____

Номер контракта _____

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЯМИ

ЮНИТА 1

**ИНВЕСТИЦИОННЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ НА МАКРО-
И МИКРОУРОВНЕ**

МОСКВА 1998

Разработано Л.В.Стаховой, канд. эконом. наук

Рекомендовано Министерством общего
и профессионального образования
Российской Федерации в качестве
учебного пособия для студентов высших
учебных заведений

КУРС: УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЯМИ

Юнита 1. Инвестиционный менеджмент на макро- и микроуровне
Юнита 2. Инвестиционное проектирование.

ЮНИТА 1

В предлагаемом пособии освещаются проблемы формирования системы управления инвестициями в России. Проводятся аналогии с мировым опытом в данной сфере и сложившейся практикой управления инвестиционной деятельностью в высокоразвитых странах. Рассматриваются сферы экономики, реально способствующие становлению инвестиционного бизнеса в нашей стране.

Для студентов Современного Гуманитарного Университета

Юнита соответствует образовательной профессиональной программе № 2

ОГЛАВЛЕНИЕ

ПРОГРАММА КУРСА по данной юните	4
ЛИТЕРАТУРА	5
ТЕМАТИЧЕСКИЙ ОБЗОР	7
Введение	7
1. Государственное управление инвестициями	11
2. Инвестиционная деятельность банков	18
2.1. Инвестиции банков	18
2.2. Инвестиционная политика и стратегия	23
2.3. Управление инвестиционным портфелем	26
2.4. Управление рисками	29
2.5. Инвестиционные банковские услуги	32
3. Роль фондового рынка	35
4. Инвестиционная деятельность предприятия	43
ЗАДАНИЯ ДЛЯ САМОСТОЯТЕЛЬНОЙ РАБОТЫ	52
ГЛОССАРИЙ*	

* Глоссарий расположен в середине учебного пособия и предназначен для самостоятельного заучивания новых понятий.

ПРОГРАММА КУРСА по данной юните

Инвестиции, инвестиционная деятельность, инвестиционная сфера, инвестиционные рынки, инвестиционная стратегия и политика, инвестиционные банки. Управление инвестиционным портфелем, инвестиционные риски, хеджирование, финансовый лизинг, инвестиционные институты, паевые инвестиционные фонды. Финансово-промышленные группы, фондовый рынок, инвестиционный дилер.

ЛИТЕРАТУРА

Базовый учебник

1. Щарп У.Ф., Александер Г.Д., Бэйли Д.В. Инвестиции. М., 1997.

Дополнительная литература

2. Бочаров В.В. Инвестиционный менеджмент. Управление инвестициями. Учебное пособие. Спб., 1995. С. 3-32, 33-40, 47-52, 64-95.
3. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент. Киев, 1995.
4. Финансовый менеджмент. Учебник для вузов / Под ред. Г.Б. Поляка. М., 1997. С. 378-398, 239-263, 172-183.
5. Балаюанов И.Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом? М., 1997. С. 294-298, 272-276, 202-212, 88-150, 71-77.
6. Жуков Е.Ф. Менеджмент и маркетинг в банках. Учебное пособие для вузов. М., 1997. С. 32-97, 139-151, 169-187.
7. Усоскин В.М. Современный коммерческий банк: операции и управление. М., 1993.
8. Миркин Я.М. Банковские операции. Учебное пособие. Ч. III. Инвестиционные операции банков. Эмиссионно-учредительная деятельность банков. М., 1996.
9. Миловидов В.Д. Паевые инвестиционные фонды. М., 1996.
10. Кураков Л.П. и др. Инвестиционная политика в современных условиях. М., 1996. С. 12-58, 98-103, 118-173.
11. Белый Е.М. Инвестиционный анализ. Учебно-практическое пособие. Ульяновск, 1995. С. 3-12, 49-73.
12. Иностранные инвестиции в России. Современное состояние и перспективы / Под ред. И.П. Фаминского. М., 1995. С. 366-406.
13. Холт Р.Н., Барнес С.Б. Планирование инвестиций. Учебное пособие. М., 1994.
14. Кон Джерими. Введение в ценные бумаги и инвестиции. М., 1995.
15. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М., 1995.

Нормативные акты

Законы РФ:

1. Об инвестиционной деятельности в РСФСР от 26.06.91.
2. Об иностранных инвестициях в РСФСР от 04.07.91.
3. Об инвестиционном налоговом кредите от 20.12.91.
4. О финансово-промышленных группах от 30.11.95.
5. О рынке ценных бумаг от 22.04.96.

Указы Президента РФ:

1. О создании Государственной инвестиционной корпорации №184 от 02.02.93
2. О создании Российской финансовой корпорации N 339 от 15.03.95
3. О создании Международного агентства по страхованию иностранных инвестиций в Российской Федерации от некоммерческих рисков №282 от 26.02.93
4. О совершенствовании работы с иностранными инвестициями №1466 от 27.09.93.
5. О частных инвестициях в Российской Федерации №1928 от 17.09.94.
6. О развитии финансового лизинга в инвестиционной деятельности №1929 от 17.09.94.
7. О дополнительных мерах по привлечению иностранных инвестиций в отрасли материального производства №73 от 25.01.95.
8. О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики (о ПИФ) №765 от 26.07.95.
9. О мерах по стимулированию создания и деятельности финансово-промышленных групп N 443 от 01.04.96.

Постановления Правительства РФ:

1. О привлечении внебюджетных инвестиций №507 от 23.05.94.
2. О порядке размещения централизованных инвестиционных ресурсов на конкурсной основе №744 от 22.06.94.
3. Об использовании механизма ускоренной амортизации и переоценке основных фондов №967 от 19.08.94.
4. Об активизации работы по привлечению иностранных инвестиций в экономику РФ №1108 от 29.09.94.
5. О развитии лизинга в инвестиционной деятельности №633 от 29.06.95.
6. О мерах по организации информационного обеспечения российских и иностранных инвесторов о приватизации государственных предприятий №908 от 24.11.92.
7. О мерах по повышению роли банков в обеспечении государственных инвестиционных программ №467 от 17.05.93.
8. О порядке определения продукции, импортируемой предприятиями с иностранными инвестициями для собственных нужд №757 от 30.06.94.

ТЕМАТИЧЕСКИЙ ОБЗОР*

Введение

Выход нашего хозяйства из глубокого затяжного кризиса в решающей мере связан с “оживлением” инвестиционного процесса, без чего невозможно восстановить производство и перейти к экономическому росту. Переход России к рыночной системе ведения хозяйства сопровождается формированием новой модели инвестиционного процесса. Если раньше он монопольно осуществлялся государством, то теперь в него все более активно включаются частные институты (отечественные и зарубежные, юридические и физические лица, выступающие как инвесторы), а также экономические субъекты, содействующие инвестированию - коммерческие банки, финансовые учреждения, поставщики оборудования, агентства по страхованию экспортных кредитов, информационные и консультационные фирмы и другие. Сложность качественных преобразований в инвестиционной сфере усиливается общим системным кризисом экономики.

За сменой сущности дела происходит смена терминов: если прежде было принято говорить “капиталовложения”, то теперь говорят “инвестиции”, это охватывает более широкий круг экономических отношений. В рамках централизованной плановой системы использовалось понятие “капиталовложения”, под которыми понимались все затраты на воспроизводство основных фондов, включая затраты на их ремонт. До 1991 г. понятие “инвестиции” заменялось понятием “капиталовложения”. Капиталовложения рассматривались в двух аспектах: 1) как экономическая категория; 2) как процесс-движение финансирования ресурсов на расширенное воспроизводство основных фондов.

Капиталовложения как экономическая категория представляли собой систему денежных отношений, связанных с движением стоимости, авансированной в долгосрочном порядке в основные средства с момента вложения средств до момента их возмещения. Основное внимание уделялось источникам финансирования капиталовложений. Шагом вперед явилось включение в состав капиталовложений расходов на формирование оборотных средств предприятий, поскольку основные фонды не могут нормально функционировать в отрыве от оборотных. До этого оборотные средства относились к основной деятельности предприятий, а затраты на воспроизводство основных фондов - к инвестиционной, так как имели долгосрочный характер. Источники формирования основных фондов планировались и учитывались отдельно от текущих затрат. Источники финансирования капиталовложений не могли идти на пополнение оборотных фондов.

После 1991 г. предприятиям было предоставлено право самостоятельно определять, какую долю чистой прибыли направлять на воспроизводство основных фондов, какую - на оборотные средства. Предприятия получили также право финансировать затраты капитального характера с расчетного счета.

Инвестиции - относительно новый для нашей экономики термин, это более широкое понятие, охватывающее и так называемые реальные инвестиции, близкие к термину “капиталовложения”, и финансовые (портфельные), то есть вложения в акции, облигации и другие ценные бумаги, связанные непосредственно с титулом собственника, дающим право на получение доходов от собственности.

Целевое использование финансовых инвестиций недетерминировано, они могут стать как дополнительным источником капиталовложений, так и предметом биржевой игры на рынке ценных бумаг. Но часть портфельных инвестиций - вложения в акции предприятий различных отраслей материального производства - по своей природе ничем не отличается от прямых инвестиций в производство. Под прямыми инвестициями принято понимать вложения в реальные активы

* Жирным шрифтом выделены новые понятия, которые необходимо усвоить. Знание этих понятий будет проверяться при тестировании.

(производство), в управлении которыми участвует инвестор, а под реальными инвестициями - инвестиции в землю, недвижимость, машины и оборудование, запасные части и т.п.

Инвестиции - вложения средств, выражающие все виды имущественных и интеллектуальных ценностей, вкладываемых инвесторами в объекты предпринимательской и других видов деятельности в целях получения прибыли (дохода) или достижения социального эффекта. Обычно используется более короткое определение инвестиций как долгосрочных вложений капитала с целью получения дохода. Различают **прямые инвестиции** - вложения капитала в отрасли экономики (зачастую их называют реальными) и косвенные (портфельные, финансовые) - вложения в ценные бумаги и иные виды финансовых активов.

В сентябре 1997 года Государственная Дума приняла в первом чтении проект федерального закона "О внесении изменений и дополнений" в закон РСФСР "Об инвестиционной деятельности", разработанный правительством. Необходимость поправок вызвана изменениями, произошедшими с 1991 года, когда был принят сам закон. Документ различает две формы инвестиций: капитальные вложения и финансовые инвестиции. Первые предполагают приобретение, создание и модернизацию средств производства. Вторые - вложения в активы банков, покупку ценных бумаг и т.д.

Управление - процесс выработки и осуществления управляющих воздействий на объект управления для достижения цели управления. Включает совокупность принципов, методов, форм и приемов управления. Важнейшими функциями управления являются анализ, планирование, регулирование и контроль.

Управление инвестициями - это совокупность управляющих воздействий на инвестиции для достижения заданных целей. Комплекс вопросов и проблем, связанных с управлением инвестиционной деятельностью, является предметом изучения инвестиционного менеджмента.

Инвестиционная деятельность - это совокупность практических действий юридических лиц, граждан и государства по реализации инвестиций.

Объектами инвестиционной деятельности являются:

1. Основные фонды производственного и непроизводственного назначения, а также оборотные средства (активы) во всех отраслях экономики.
2. Ценные бумаги (акции, облигации).
3. Целевые денежные вклады.
4. Научно-техническая продукция и другие объекты собственности, имущественные права и права на интеллектуальную собственность.

Субъекты инвестиционной деятельности:

1. Инвесторы.
2. Исполнители работ.
3. Пользователи объектов инвестиционной деятельности.
4. Поставщики товарно-материальных ценностей, оборудования, продукции.
5. Финансовые посредники (коммерческие и инвестиционные банки, страховые компании, инвестиционные фонды, фондовые биржи).
6. Граждане РФ.
7. Иностранные юридические и физические лица, государства, международные организации. Субъекты действуют в инвестиционной сфере, где происходит практическая реализация инвестиций.

Инвестиционная сфера - это система экономических отношений, возникающих между ее субъектами по поводу движения (реализации) инвестиций.

Состав инвестиционной сферы:

1. Сфера капитального строительства (инвестиции в основные средства отраслей).
2. Инновационная сфера (реализация научно-технической продукции и

интеллектуального потенциала).

3. Финансовая (обращение денежного, ссудного капитала, финансовых обязательств в различных формах).

4. Сфера реализации имущественных прав субъектов инвестиционной деятельности (рынок движимого и недвижимого имущества, где применяются залоговое право и ипотечный кредит).

Инвестиционная сфера решает две основные задачи: а) сохранение производственного аппарата жизнеобеспечивающих отраслей; б) сохранение базы будущего развития, то есть инвестиционного комплекса и, прежде всего, ядра машиностроения - тех отраслей, которые обеспечивают развитие самого инвестиционного комплекса и машиностроения, в частности. Это приборостроение, электротехническая промышленность, станкостроение.

Различают два вида инвестиционного спроса: 1) потенциальный (инвестиционный потенциал); 2) конкретный (предложение капитала). Рынками, на которых предъявляется инвестиционный спрос, являются: а) рынок инвестиций (капиталов); б) рынок инвестиционных товаров.

Рынок инвестиций - это сфера, где происходит купля-продажа инвестиционных товаров по равновесным ценам. Инвестиционные товары – это движимое и недвижимое имущество (здания, сооружения, машины, оборудование, транспортные средства, вычислительная техника); денежные средства, целевые банковские вклады, акции, облигации; имущественные права, вытекающие из авторского права, лицензии, патенты, ноу-хау, программные продукты; права пользования землей и другими природными ресурсами.

Все инвестиционные товары выступают в различных формах: 1) материально-вещественной (физический капитал); 2) денежной и натуральной форме (основной и оборотный капитал, научно-техническая продукция); 3) денежной форме (деньги, паи, ценные бумаги). Все многообразие инвестиционных товаров, таким образом, представлено в двух основных формах: как элементы физического капитала (движимого и недвижимого) и как элементы финансового капитала (финансовые активы).

Оборот инвестиций физического капитала образует **первичный рынок инвестиций**. А оборот инвестиций финансового капитала - **вторичный рынок**. Поскольку оборот элементов физического капитала невозможен в непосредственной форме, финансовые активы опосредуют движение стоимости физического капитала, тем самым придавая ему единую форму оборота финансового капитала.

Рынок финансового капитала включает денежный, кредитный и фондовый рынки. Последний и является собственно финансовым рынком. На фондовом рынке функционируют финансовые (портфельные) инвестиции, предназначенные для приобретения ценных бумаг.

По Гражданскому Кодексу РФ **ценная бумага** - это документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении. Все огромное разнообразие ценных бумаг представлено в основных видах акций, облигаций и производных ценных бумаг - опционов, фьючерсов, варрантов.

Акция – это ценная бумага, удостоверяющая право владельца на часть имущества эмитента и на получение части прибыли эмитента в форме дивиденда. Различают акции обыкновенные (простые) и привилегированные.

Обыкновенная акция - это ценная бумага, удостоверяющая право владельца на часть собственности, на участие в управлении (право голоса) и на получение дивидендов.

Привилегированная акция - это ценная бумага, удостоверяющая право владельца на часть собственности и на получение дивидендов. Эта акция не

имеет права голоса. Ее привилегиями являются гарантированное получение дивидендов (по обыкновенным акциям дивиденды не гарантированы, то есть могут и не выплачиваться) и преимущественное право на часть собственности акционерного общества в случае его ликвидации.

Акции относятся к долевым ценным бумагам, удостоверяющим право на долю в собственности эмитента. Облигации, напротив, являются долговыми ценными бумагами, удостоверяющими право на получение определенного дохода.

Облигация - это ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость в предусмотренный срок с уплатой процента (дохода). Облигация удостоверяет отношения займа, является долговым обязательством. Доход по ней может быть как фиксированным, так и плавающим процентом.

Доходы по корпоративным ценным бумагам выплачиваются в строго определенном порядке: в первую очередь - проценты по облигациям, затем - дивиденды по привилегированным акциям и в последнюю очередь - дивиденды по обыкновенным акциям.

Производные ценные бумаги удостоверяют права владельцев на покупку и продажу ценных бумаг в определенном количестве и по фиксированной цене.

Опцион - это срочный контракт, который получает покупатель опциона с условием продажи права на проведение операции. **Колл-опцион** (опцион на покупку) предоставляет покупателю право купить акцию по установленной цене к оговоренному сроку. **Пут-опцион** (опцион на продажу) предоставляет покупателю право продать акцию по установленной цене к оговоренному сроку.

Фьючерс - это срочный контракт, который заключается между эмитентом (продавцом) и покупателем (инвестором) в целях купли и продажи в будущем ценных бумаг по зафиксированной ранее цене. Особенностью сделки является отсутствие передачи соответствующих ценных бумаг. Вместо нее введена система расчетов наличными деньгами для покрытия любой разницы между договорными и фактическими ценами на дату расчета.

Варрант - это производная ценная бумага, дающая право на покупку в будущем дополнительного количества акций по установленной цене.

Сферой обращения производных ценных бумаг является фондовая биржа, которая способствует реализации их основной функции - перераспределению капиталов.

Финансовые инвестиции являются основной формой инвестирования в странах развитой экономики. В Англии основными направлениями инвестиционной деятельности являются вложения в ценные бумаги, опционы и фьючерсы, паевые, страховые и пенсионные фонды. Инвестиции осуществляются, в основном, в сфере финансовых услуг. В странах со слабо развитой экономикой основная часть инвестиций относится к реальным, в то время как в современной экономике большая часть инвестиций представлена финансовыми. Это не значит, что реальные и финансовые инвестиции конкурируют друг с другом. Напротив, высокое развитие инструментов финансового инвестирования в значительной степени способствует росту реальных инвестиций.

Повсеместно инвестиционный бизнес выделяется в специальную область хозяйственного законодательства и административного надзора. Аналогичные процессы происходят сейчас и в России. Инвестиционная деятельность оформляется как область бизнеса, формируется инвестиционный рынок и разнообразные инвестиционные институты. В рыночной экономике объективно действуют иные (в сравнении с централизованной плановой экономикой) критерии отбора инвестиционных проектов и оценки их эффективности. Инвестиционный процесс происходит в более подвижной, быстро меняющейся среде, действует фактор неопределенности и риска. В этих условиях требуется

высокопрофессиональное управление инвестициями. На макро- и микроэкономических уровнях стала необходимой разработка инвестиционных программ, определяющих процедуры предоставления кредитов и гарантий инвесторам, алгоритмы создания институциональных структур информационного и технического содействия инвестициям.

Поскольку оборот финансового капитала является общей, единообразной формой выражения оборота инвестиционного капитала (инвестиций в физические и финансовые активы) и, кроме того, финансовые инвестиции являются основной формой в развитых экономических системах, приоритетным представляется рассмотрение именно этой формы инвестирования, чему и будет посвящена эта юнита. Прямые инвестиции осуществляются в общепринятой во всем мире форме инвестиционных проектов, поэтому механизм их реализации будет раскрыт в юните 2, посвященной инвестиционному проектированию.

Управление капиталом и его основными элементами происходит, во-первых, в сфере действия кредитных институтов, особенно в банковском секторе, и, во-вторых, на рынке ценных бумаг. Именно эти сферы представляют особый интерес при рассмотрении проблем управления инвестициями (инвестиционным капиталом). Специфика российской переходной экономики, отличающейся отсутствием развитого экономического механизма регулирования инвестиционных процессов, предопределяет необходимость отдельного рассмотрения роли государства. И, разумеется, самостоятельным вопросом является инвестиционная деятельность предприятий, субъектов управления инвестициями на микроуровне.

1. ГОСУДАРСТВЕННОЕ УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЯМИ

В обстановке системного кризиса экономики инвестиционная деятельность пострадала больше всего, что проявилось в быстром сокращении абсолютных объемов накоплений, существенном падении их удельного веса в национальном доходе, резком снижении бюджетных ассигнований, уменьшении доли прибыли предприятий, направляемой на расширение производства. За 1992-1994 гг. произошло падение инвестиций на 60 %. Доля бюджетных инвестиций к 1995 г. сократилась до 30 %. Государственная инвестиционная программа в 1994 г. была выполнена на 30 %.

При этом осуществляется спонтанная кредитная эмиссия, произвольное распределение льготных кредитов. Сохраняется законодательное ограничение на инвестиции банков в акции промышленных предприятий. Доля долгосрочных кредитов банков в кредитных вложениях составляет не более 3-4 %.

Крайняя ограниченность инвестирования за счет внутренних ресурсов обуславливает значительную роль иностранных инвестиций, однако их объем и распределение по регионам страны пока не позволяют говорить о существенном воздействии на экономику. Прямые инвестиции составляют 5-6 млрд. долл. США, портфельные - 10 млрд. долл. США. При этом две трети иностранных инвестиций сконцентрированы в Центральном экономическом районе, преимущественно в Москве.

До середины 80-х годов действовал по существу один инвестор - государство. Им осуществлялось централизованное планирование и распределение капиталовложений вплоть до отдельных предприятий. В ходе проведения экономической реформы были предприняты попытки расширить права и инициативу предприятий в инвестиционном процессе, но масштабы фактических изменений пока незначительны.

Начальный, во многом стихийный этап формирования нового инвестиционного механизма связан с преобразованиями второй половины 80-х годов, когда предприятия получили право использовать часть имеющихся средств на капиталовложения, появились первые негосударственные хозяйственные

субъекты, несколько активизировалось индивидуальное строительство. В условиях нехватки централизованных инвестиций зародился и стал усиливаться стихийный процесс “переноса центра тяжести” финансирования капиталовложений непосредственно на предприятия. Однако быстро обнаружилось, что это привело не к росту, а к снижению их инвестиционного потенциала, все большей “перекачке” инвестиционных средств в сферу потребления.

К середине 90-х годов произошли существенные сдвиги в структуре финансирования капиталовложений по источникам и формам собственности. Определяющей чертой стало сближение формирующейся в России модели инвестиционного процесса с той, которая действует в промышленно развитых странах (только по источникам и формам собственности).

Судя по принятым документам прошли два этапа формирования концепции новой государственной инвестиционной политики:

1. Заложены основы федерального законодательства в 1991-1993 гг. Содержанием нормативных актов являлось создание условий для смены источников финансирования и привлечения в экономику частных инвесторов, формирование новых организационных структур, обеспечивающих государственные гарантии частным капиталовложениям, предоставление налоговых льгот инвесторам в целях активизации их деятельности.

2. С 1994 г. по настоящее время выявляется степень действенности принятых нормативных актов в условиях углубления инвестиционного кризиса и, поскольку эта степень низкая, происходит дальнейшее совершенствование нормативной базы.

Основные положения инвестиционной политики России изложены в среднесрочной программе Правительства РФ “Реформа и развитие российской экономики в 95-97 гг.”, Президентском послании “О бюджетной политике в 96 г.”, федеральных инвестиционных программах последних лет и - в суммированном виде - в “Концепции государственной инвестиционной политики на 1995 и последующие годы”.

В соответствии с Концепцией:

1. Государство целенаправленно и последовательно децентрализует инвестиционный процесс на основе многообразных форм собственности, повышения роли внутренних (собственных) источников накоплений предприятий для финансирования их инвестиционных проектов.

2. Государственная поддержка предприятий за счет централизованных инвестиций осуществляется путем “переноса центра тяжести” с безвозвратного бюджетного финансирования на кредитование на возвратной и платной основе. Безвозвратное бюджетное финансирование сохраняется для социально значимых некоммерческих объектов, не располагающих собственными источниками. Практически такое финансирование должно охватить лишь важнейшие жизнеобеспечивающие производства и социальную сферу.

3. Еще более важным становится усиление государственного контроля за целевым расходованием средств федерального бюджета, направляемых на инвестиции.

4. Намечается значительное расширение практики совместного (долевого) государственно-коммерческого финансирования инвестиционных проектов, в том числе и с привлечением капиталов из стран СНГ и независимого бизнеса;

5. Часть централизованных (кредитных) инвестиционных средств следует использовать на реализацию особо быстро окупаемых инвестиционных проектов и объектов малого бизнеса;

6. Постоянно совершенствуется нормативная база привлечения иностранных капиталов.

Государство, таким образом, выполняет главную задачу: создает благоприятные условия для активизации инвестиционной деятельности, стимулирует частные инвестиции при ограничении своей деятельности в качестве

непосредственного инвестора. Основой создания Концепции явились тенденции мирового развития. Для большинства высокоразвитых западных стран характерно преобладание негосударственных форм собственности и источников финансирования в инвестиционном процессе, в основном капитале, в валовом внутреннем продукте, а государственные инвестиции сосредоточены (в основном) в непроеизводственной сфере. Но такая модель инвестирования формировалась долгие годы. В России необходимы постепенность и поэтапность для того, чтобы предприятия и основные инвестиционные институты смогли подготовиться к принципиально новому для них режиму деятельности.

По вопросу о роли государства продолжаются острые дискуссии. Сторонники рыночных подходов, указывая на опыт развитых стран, предлагают минимизировать роль государства. Другая точка зрения заключается в том, что государство “дезертировало” из сферы инвестирования и тем самым вызвало ее нынешний кризис. Очевидно необходим учет всех мнений. Практика свидетельствует и о преимуществах негосударственного ведения инвестиционного процесса, и о необходимости сохранения значительной роли государства в переходной экономике. Экономика в условиях кризиса при любом уровне рыночных отношений не имеет автоматического регулятора инвестиционной активности и концентрации необходимых ресурсов для преодоления этих условий.

По Концепции основным источником негосударственных инвестиций должны стать собственные и привлеченные средства предприятий (до 70 % от общего объема производственных капиталовложений). Предусмотрено усиление роли в инвестиционном процессе вторичной эмиссии ценных бумаг, доля которых в общем объеме капиталовложений должна достигнуть 2,5 %. Для укрепления базы инвестиционного самофинансирования предприятий предусмотрена новая амортизационная политика и использование прибыли. Реальностью, однако, остается тот факт, что в ближайшие годы собственные средства предприятий не смогут стать основными источниками финансирования инвестиций.

Для предприятий внешними источниками являются средства банков, различных институциональных инвесторов (инвестиционных и страховых компаний, негосударственных пенсионных фондов и других) и населения. Учитывая неразвитость указанных институтов и недоверие населения к финансовой политике государства, имеющиеся у частных инвесторов значительные финансовые ресурсы пока недостаточно или совсем не трансформируются в столь необходимые экономике долгосрочные инвестиции.

Государству пока не удалось “запустить” рыночную модель инвестиционного процесса и прежде всего потому, что на основании проводимой им экономической политики не удалось добиться ощутимых положительных сдвигов в народном хозяйстве. Необходимо время и последовательная целенаправленная работа государства. Задачами первостепенной важности являются: достижение макроэкономической финансовой стабилизации с доведением темпов инфляции до 15 -20 % в год; минимизация инвестиционных рисков путем соответствующих институциональных преобразований; стимулирование сбережений и частных инвестиций, долевого участия государства; предоставление государственных гарантий и страхование инвестиций. По ряду направлений государство должно закрепить за собой роль стратегического инвестора.

В рыночном хозяйстве объем инвестиций зависит от уровня дохода финансовых активов. Норма дохода, а, следовательно, цена и курс этих активов определяются соотношением спроса и предложения на инвестиционные товары. Государство посредством денежной и кредитной политики способно влиять на изменение соотношения сферы инвестиционного спроса и предложения, а тем самым и на величину нормы дохода финансовых активов. Оно определяет поведение инвесторов на рынке инвестиционных товаров и, следовательно,

структуру инвестиций. Функциями государства в сфере управления инвестициями являются: правовое регулирование; создание условий для объединения финансовых и материальных ресурсов; установление приоритетов налогового регулирования; определение форм ответственности; обеспечение связи со средствами массовой информации.

Государственное регулирование инвестиций включает:

1. Формы и методы: прямое управление инвестициями; введение системы налогов с дифференцированием налоговых ставок и льгот; предоставление финансовой помощи в виде дотаций, субсидий, субвенций, бюджетных ссуд; проведение финансовой и кредитной политики, политики ценообразования, амортизационной политики; законодательное установление условий пользования землей и другими природными ресурсами; контроль за соблюдением государственных нормативов и стандартов; антимонопольные меры, приватизация объектов государственной собственности, в том числе объектов незавершенного строительства.

2. Порядок принятия решений: прогнозы; схемы управления; целевые научно-технические и комплексные программы; технико-экономические обоснования.

3. Государственные гарантии: стабильность прав субъектов инвестиционной деятельности; государственная защита инвестиций (невозможность безвозмездной национализации и т.п.).

4. Приостановление деятельности в некоторых случаях: инвестор-банкрот; стихийные бедствия; чрезвычайные положения; нарушение законов; ущерб.

Государство использует методы прямого и косвенного регулирования инвестиционных процессов, при этом более развитым экономическим системам характерно преимущественное использование косвенных рычагов: налогов и налоговых льгот, норм ускоренной амортизации, индексации стоимости основных фондов, субсидий из бюджета, валютного регулирования, кредитно-финансовой политики.

В развитых странах приоритетными являются экономические методы управления инвестициями. Одним из основных регуляторов выступает налог на предпринимательский доход (налог на прибыль). Меняя его ставки, государство влияет на инвестиционную деятельность фирм и корпораций. Во всех странах наблюдается тенденция снижения налоговых ставок на прибыль. Другим рычагом является инвестиционный кредит, предусматривающий скидку с прибыли, направляемой на капитальные вложения.

Государство призвано способствовать созданию выгодных условий для притока инвестиционных ресурсов; максимальному использованию средств населения; работе институциональных инвесторов - надежных инвестиционных фондов, банков, пенсионных фондов, лизинговых и страховых компаний; привлечению финансовых ресурсов на предприятия путем вторичной эмиссии акций; деятельности коммерческих банков по предоставлению долгосрочных инвестиционных кредитов. По ряду важнейших направлений государство должно выступать в роли инициатора инвестиционного процесса: поддерживать эффективные направления будущего развития в промышленном секторе, сохранять поддержку агропромышленного комплекса, инвестировать в обеспечение безопасности функционирования технических систем; поддерживать и развивать социальную сферу; завершать строительство объектов, которые не удалось продать или приватизировать в связи с их незавершенностью.

В России решение задач стабилизации экономики требует повышения роли государственных инвестиций, поскольку дальнейшее понижение их доли в валовом национальном продукте не отвечает потребностям развития экономики. Основным направлением государственных инвестиций должны стать федеральные целевые программы. Безвозвратного инвестирования в производственную сферу требуют программы поддержания безопасности АЭС,

развития энергетики Дальнего Востока, фармацевтической и медицинской промышленности, транспорта, связи, агропромышленного комплекса. Прямые бюджетные ассигнования необходимо сочетать с проведением льготной налоговой и кредитной политики в инвестиционной сфере.

Инвестиционная политика предполагает проведение совокупности хозяйственных решений, определяющих основные направления инвестиций, меры по их концентрации на решающих участках. Составными элементами инвестиционной политики России являются: сокращение дотаций, субсидий, льготных кредитов и замещение их инвестициями в высокоэффективные инвестиционные проекты; направление возрастающей доли государственных инвестиций на долевое участие в реализации инвестиционных проектов совместно с частными инвесторами; стимулирование частных инвестиций; мобилизация средств мелких вкладчиков, населения через различные категории институциональных инвесторов, включая надежные инвестиционные фонды и банки, пенсионные фонды, страховые компании; поддержание усилий предприятий по привлечению средств путем вторичной эмиссии акций, а также выпуска ценных бумаг. Отличительной чертой современной инвестиционной политики государства является децентрализация.

Характерный для России низкий уровень защищенности инвестора (криминогенная обстановка, правовые проблемы, нестабильность существующей нормативной базы и др.) является в настоящий момент основным тормозом масштабного импорта иностранного капитала и вложений отечественных частных инвесторов. В этой связи первостепенное значение приобретают следующие меры государства по управлению инвестициями: обеспечение защищенности личности и собственности инвесторов; совершенствование правовой базы для инвесторов в финансовой, валютной, налоговой сферах; обеспечение стабильности законодательства; создание системы гарантирования и страхования иностранных инвестиций; создание механизма залоговых операций в связи с частными инвестициями; разграничение компетенции федеральных и региональных органов при решении вопросов регулирования инвестиций.

В России с 1992 года, после принятия Закона РСФСР "Об инвестиционной деятельности в РСФСР", был принят целый ряд нормативных актов, определивших основные направления регулирующей деятельности государства в инвестиционной сфере, создание условий для смешанного финансирования и привлечения частных инвестиций для реализации государственных инвестиционных программ, формирование новых организационных структур для обеспечения государственных гарантий частным инвесторам, предоставление инвесторам налоговых льгот для активизации инвестиционной деятельности. Новый стратегический курс государства в сфере управления инвестициями включает налоговую реформу, дотационный механизм, бюджетную политику, антимонопольное регулирование, денежно-кредитную политику, институциональные преобразования.

Расстройство системы денежного обращения и кредита является важнейшим источником экономического и инвестиционного кризиса в стране. Выход из него возможен только через прекращение расширенного воспроизводства кредитной эмиссии на цели финансирования народного хозяйства. Необходима глубокая и последовательная реформа государственных финансов, перестройка налоговой системы, долгосрочная денежно-кредитная политика, направленная на достижение макроэкономических целей, необходим единый комплексный подход. Все это целиком в компетенции государственных органов управления. Ликвидация или ослабление централизованных рычагов перераспределения материальных и финансовых ресурсов уже привели к переориентации инвестиционного спроса на уровень предприятий. Управление инвестициями на уровне предприятий осуществляется под давлением инфляции и ожидания роста цен. Это означает

инвестирование преимущественно в движимое и недвижимое имущество, финансовые активы и потребительские товары, в уставный капитал совместных предприятий и акционерных обществ. Под воздействием инфляции, таким образом, спрос из инвестиционной сферы все больше перемещается в сферу потребления, что способствует “проеданию” капитала. Следовательно, необходимо государственное стимулирование инвестиционного спроса.

В сфере инвестиционного предложения практически отсутствуют вторичные рынки инвестиционных товаров (в форме рынка ценных бумаг), инвестирование осуществляется главным образом в паи, вклады, оборотный капитал для проведения торговых сделок (на товарных биржах). Инвестиции в обновление изношенных основных фондов, а также в инновации оказываются заблокированными, что может привести к распаду материально-технической базы народного хозяйства. В таких условиях регулирующие меры государства должны быть избирательными, направленными на конкретные объекты инвестиционной сферы.

Нарастают дестабилизирующие моменты: неопределенность целевых установок и ослабление административных рычагов управления экономикой со стороны государства; дезорганизация инвесторов в результате инфляционного искажения рыночных цен. Поскольку возможности центра и регионов в финансировании долговременных вложений крайне ограничены, основные надежды возлагаются на частный и иностранный капитал.

В настоящее время доля России в мировом объеме прямых зарубежных инвестиций составляет 1%. “Комплексная программа стимулирования отечественных и иностранных инвестиций в экономику Российской Федерации” поставила задачу повысить этот процент до 10. Программа нацелена на восстановление инвестиционного процесса в обстановке системного экономического кризиса российской экономики, поскольку инвестиционная сфера играет особую роль, обеспечивая структурную перестройку и являясь фактором регулирования экономического спроса и конъюнктуры рынка.

Принципами инвестиционной политики государства являются: последовательная децентрализация процесса на основе многообразных форм собственности, повышение роли внутренних (собственных) источников для инвестиций; государственная поддержка предприятий за счет централизованных инвестиций при “переносе центра тяжести” с безвозвратного бюджетного финансирования на кредитование на возвратной и платной основе (бюджетное финансирование сохраняется только для социально значимых объектов); размещение ограниченных централизованных средств и государственное финансирование инвестиционных проектов производственного назначения строго в соответствии с федеральными целевыми программами и исключительно на конкурсной основе при обязательности предварительной экспертизы; значительное расширение практики совместного (долевого) государственно-коммерческого финансирования инвестиционных проектов; использование части централизованных (кредитных) инвестиционных средств на реализацию особенно быстро окупаемых и эффективных инвестиционных проектов; совершенствование нормативной базы.

Государство переключается, таким образом, на стимулирование частных инвестиций, а государственные вложения направляются на реализацию инвестиционных проектов совместно с частными инвесторами. Сейчас доля государства в совместном финансировании составляет около 20 %, в то время как во многих странах она достигает 30-35%. Усиливается контроль за использованием уже принятых нормативных актов, поскольку одной из причин, препятствующих притоку инвестиций в экономику страны, является нестабильность правовой базы. Важно обеспечить приоритетную роль федеральных законов и актов, не допускать резких изменений в действующих, заблаговременно публиковать новые, развивать законодательную базу в сторону сокращения числа

применяемых и сохранения их преемственности.

В целях восстановления инвестиционного процесса в 1997 г. в составе федерального бюджета РФ впервые образован бюджет развития объемом 18,1 млрд. руб. Это специальный инструмент, предназначенный для того, чтобы с использованием возможностей государства стимулировать привлечение частных инвесторов и инвестиционных институтов. Средства бюджета развития могут идти только на инвестиционные цели на конкурсной, срочной и платной основах, причем относятся к защищенным статьям бюджета РФ, то есть не подлежат секвестированию. Предусмотрено также, что для реализации инвестиционных проектов Правительство РФ может предоставлять российским инвесторам государственные гарантии на конкурсной основе под заемные средства (на 1997 г. для отраслей промышленности сельского хозяйства и транспорта лимит использования государственных гарантий составит 50 млрд. руб. при верхнем пределе гарантий до 40 % заемных средств).

К участию в конкурсе на использование средств бюджета развития допускаются инвестиционные проекты, отвечающие четырем условиям: 1) обеспечение положительного чистого дисконтированного дохода; 2) наличие у инвестора собственных средств в размере не менее 20 % от необходимых для реализации проекта, а по крупным проектам (более 50 млн. долл. США) - не менее 10 %; 3) соответствие утвержденным целям бюджета развития; 4) предъявление положительного заключения независимой экспертизы.

Для управления инвестициями на государственном уровне необходимо наличие развитой сети специализированных организаций, координирующих и регулирующих процесс, реализующих на практике принципы государственной инвестиционной стратегии и политики. Мировой опыт и сложившаяся международная практика явились основными ориентирами создания аналогичных структур в России. Уже созданы **Государственная инвестиционная корпорация, Российская финансовая корпорация, Российское агентство международного сотрудничества и развития**. Создающаяся новая система инвестиционных кредитно-финансовых институтов России будет включать Российский банк реконструкции и развития, Агентство проектного финансирования, Международное агентство по страхованию от некоммерческих рисков, Тендерный комитет, Государственный информационный центр содействия инвестициям.

Государственная инвестиционная корпорация (Госинкор) создана в соответствии с указом президента и получила в свой уставный фонд в качестве взноса государства 1 млрд. долл. США, а кроме того 50 млн. долл. США и 200 млн. рублей для использования в качестве залога для финансовых гарантий иностранным инвесторам. В компетенции корпорации экспертиза, отбор и реализация инвестиционных проектов за счет централизованных капиталовложений, кредитов центрального банка России, привлеченных и собственных средств.

Российская финансовая корпорация (РФК) является агентом правительства по финансированию инвестиционных проектов и агентом Минфина по операциям с облигациями внутреннего валютного займа. Компетенцией корпорации станет размещение государственных инвестиций, наведение государственного порядка в инвестиционном процессе и системе кредитования. Инвестиционные кредиты отныне будут предоставляться только на целевые производственные нужды, а не в оборотный капитал, как это практиковалось ранее. У РФК будет два направления деятельности: создание солидного государственного инвестиционного фонда и ведение сугубо коммерческой деятельности, включающей выпуск собственных ценных бумаг, привлечение иностранного капитала, причем в этой сфере корпорации предоставлено право давать государственные гарантии зарубежным инвесторам.

Российское агентство международного сотрудничества и развития (РАМСИР)

должно стать центральным звеном создающейся новой системы инвестиционных кредитно-финансовых институтов России. Компетенцией агентства является разработка законодательного обеспечения иностранных инвестиций, концессий, свободных экономических зон, а также координация международных связей.

При Минэкономике созданы две организации, имеющие непосредственное отношение к управлению инвестициям. Российский центр проектного финансирования и консультационно-технического содействия будет осуществлять прединвестиционные исследования, экспертизу проектов, их сопровождение и координацию. Регистрационная палата предназначена для регистрации предприятий с иностранным капиталом и аккредитации инофирм и компаний.

Минэкономике будет осуществлять сертификацию инвестиционных проектов. Для этого устанавливаются следующие категории инвестиционных проектов и уровни обеспечения их государственными средствами: 1 категория - производство продукции, не имеющей аналогов в мире, - доля государственных средств - 50%; 2 категория - производство продукции на экспорт - 40%; 3 категория - импортозамещающая продукция - 30%; 4 категория - удовлетворение платежеспособного спроса внутри страны - 20 % .

В январе 1996 года в ряд многочисленных организаций, содействующих инвестициям в России, вошел **Международный инвестиционный союз (МИС)** как некоммерческая организация с несколькими учредителями, среди которых Российский центр содействия иностранным инвестициям Минэкономике РФ, Российский союз промышленников и предпринимателей, Международный фонд содействия приватизации и иностранным инвестициям, ряд академических институтов, фирма "Эрнст энд Янг Внешконсульт Групп". Существенная роль в регулировании инвестиционных процессов отводится Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при правительстве РФ.

Госинкор РФ и РФК предоставляют услуги по разработке бизнес-планов инвестиционных проектов. Госинкор реализует специальную схему предоставления целевых инвестиционных кредитов с льготной кредитной ставкой. Делается это через уполномоченные инвестиционные банки, которые получают комиссионное вознаграждение. Перечень финансируемых объектов согласовывается с Минэкономике РФ. В отдельных случаях корпорация привлекает смешанные кредиты - российские и иностранные. В принципе аналогичный механизм привлечения инвестиций использует и РФК.

В последнее время в России создано немало различных экспертных советов, осуществляющих оценку инвестиционных проектов. Их сплошная государственная экспертиза не практикуется. Функции государственных органов в этой области состоят в контроле за соблюдением действующего законодательства, землепользованием, охраной окружающей среды, санитарными условиями, выполнением строительных норм и стандартов. Такую экспертизу проводит специально для этого созданный **Экспертный совет при Минэкономике РФ**. В странах устоявшейся рыночной экономики вопросы экспертизы инвестиционных проектов обычно решают, привлекая специалистов-экспертов по своему усмотрению, сами инвесторы, а также финансирующие проект учреждения: банки и международные финансовые организации.

2. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ БАНКОВ

2.1. Инвестиции банков

Коммерческие банки являются основным элементом денежно-кредитной системы. **Коммерческие банки** - это кредитные учреждения, осуществляющие универсальные банковские операции для предприятий всех форм собственности и всех отраслей. Им предоставлено право привлекать денежные средства

юридических и физических лиц и от своего имени размещать их на условиях возвратности, платности и срочности, осуществлять кассовое обслуживание клиентов, покупать и продавать ценные бумаги, осуществлять межбанковское обслуживание и кредитование и другие банковские операции.

Инвестиционная деятельность банков представляет собой деятельность по вложению (инвестированию) денежных и иных резервов в ценные бумаги, недвижимость, уставные фонды предприятий, коллекции, драгоценные металлы и иные объекты вложений, рыночная стоимость которых способна расти и приносить доход в форме процентов, дивидендов, прибыли от перепродажи и других прямых и косвенных доходов. Правовой основой инвестиционной деятельности российских банков является Гражданский кодекс РФ, Законы РФ об инвестиционной деятельности и “О банках и банковской деятельности”, “О Центральном банке”. Этими законоположениями разрешается любой из указанных видов вложений, за исключением тех из них, которые ведут к прямому и непосредственному участию банков в производстве и торговле материальными ценностями, страховой деятельности. Режим инвестиционных операций банка определяется также антимонопольным законодательством, нормативными актами, определяющими порядок участия банков в капиталах коммерческих организаций (приватизационное законодательство, нормативные акты по фондовому и страховому делу, организации пенсионных фондов), инструкциями и другими подзаконными актами центрального банка по регулированию ликвидности, состава и качества активов, порядка и учета инвестиционных операций. Важное значение имеет и налоговое законодательство, поскольку налоговые выигрыш или проигрыш часто имеют решающее значение для выбора объектов инвестиций.

Поскольку основная часть активов банков - это бессрочные вклады, подлежащие изъятию по требованию вкладчиков, закон требует, чтобы банки держали определенный процент активов в надежной высоколиквидной форме. Эта часть называется **резервами**. Они бывают первичными и вторичными. Первичные резервы создаются посредством помещения части активов на хранение в центральный банк страны. Вторичные - это денежная наличность, каждодневные ссуды дилерам денежного рынка и казначейские билеты. Кроме этих официальных резервов, банки поддерживают запас денежной наличности или “околоденежных” ценных бумаг для текущих операций по вкладам. Этот запас также используется для корректировки официальных резервов на какие-нибудь неожиданные перемены в курсе валют или политике центрального банка.

Упор на ликвидные краткосрочные вложения означает, что банки являются крупнейшим действующим лицом на денежном рынке. На рынке инвестиционного капитала их роль не так значительна. Обычно акции банков обращаются наряду с акциями промышленных компаний. Но если компании могут покупать акции и облигации друг у друга, то банкам это делать запрещено (сверх определенного, очень низкого норматива).

Современный коммерческий банк крупных размеров - это универсальное учреждение. Осуществляя обслуживание, банки стремятся развить как можно больше видов услуг. Универсальность банка может сосуществовать со специализацией. Некоторые банки России делают свои акценты на обслуживании долгосрочных инвестиций. Практически каждый крупный банк имеет свою направленность.

В России формируется европейская модель универсального коммерческого банка, сочетающего коммерческое банковское дело (привлечение депозитов и предоставление кредитов) и инвестиционное банковское дело (выпуск ценных бумаг, андеррайтинг, размещение ценных бумаг компаний и торговля ими).

Законодательное разграничение коммерческих и инвестиционных банков существует в США, где запрещена инвестиционная деятельность обычных банков и запрещен прием частных вкладов специализированными инвестиционными

банками. Но несмотря на жесткое разграничение коммерческой и инвестиционной деятельности, коммерческие банки выходят за границы коммерческого кредитования: «Чейз Манхэттен» первым среди коммерческих банков основал инвестиционный филиал.

Инвестиционные банки - это банки, специализирующиеся на долгосрочном кредитовании и финансировании различных отраслей хозяйства.

В России инвестиционные банки возникли в начале 90-х гг., но по своему профилю являлись коммерческими банками: выполняли долгосрочное кредитование и не оказывали посреднические услуги при размещении ценных бумаг. Это связано с отсутствием законодательной базы деятельности инвестиционных банков. В настоящий момент они выполняют функции обычных банков и осуществляют управление портфелями ценных бумаг. С помощью созданных фондов банковского управления осуществляют следующие операции: через фонд инвестиций в государственные облигации (ГКО) производят вклады от 50 тыс. руб., а через фонд инвестиций в акции акционерных обществ реализуют возможность овладения контрольными пакетами акций акционерных обществ.

В мировой практике сложились два типа инвестиционных банков:

1. Специализирующиеся на размещении ценных бумаг (США, Канада, Англия, Япония).

2. Специализирующиеся на предоставлении средне- и долгосрочных кредитов (Западная Европа и развивающиеся страны). Возможно и сочетание функций.

Российская модель банковской деятельности в целом довольно примитивна и опирается, главным образом, на манипулирование процентной ставкой по депозитам.

Что касается выдачи кредитных ресурсов, то здесь все сведено исключительно к вложениям в посреднические операции. Проблема неплатежей привела к тому, что расширение активных операций по линии инвестиций в экономику сдерживает большой риск невозврата ссуд. Наконец, эмиссия большого количества ценных бумаг, особенно акций, привела к тому, что банки не могут справиться с огромным наплывом акций, облигаций, государственных и муниципальных ценных бумаг. Это связано с тем, что фондовые биржи продолжают выполнять роль и первичного, и вторичного рынков одновременно. В этой связи необходим учет общепринятых методов, связанных с кредитными вложениями в промышленность и другие сферы экономики. Это может быть осуществлено как при прямом банковском кредитовании, так и через рынок ценных бумаг. Поэтому главная задача - изучение зарубежного банковского опыта и внедрение его на объективных условиях.

В настоящий момент существенно ужесточен контроль со стороны Центрального банка: увеличены размеры уставного фонда (5 млн. руб.), увеличена норма обязательных резервов, введен валютный коридор. Центральный банк России является и главным регулятором операций коммерческих банков с ценными бумагами (по некоторым функциям происходит дублирование ФКЦБ и Минфином): устанавливает правила совершения операций на рынке ценных бумаг, учета и отчетности по сделкам с фондовыми инструментами; регламентирует особенности операций с отдельными видами ценных бумаг; лицензирует, регулирует и контролирует операции с ценными бумагами; проводит аттестацию специалистов коммерческих банков на право ведения операций с ценными бумагами; регистрирует выпуски ценных бумаг; регулирует выпуск и обращение государственных ценных бумаг; регулирует обращение ценных бумаг - валютных ценностей; регистрирует и ведет реестр акционерных обществ-банков; определяет стандарты подготовки специалистов по ценным бумагам через систему банковских колледжей.

Не только меры регулирования собственно фондовой сферы, но и сама политика центрального банка оказывает огромное влияние на операции с ценными

бумагами и инвестиционный климат в стране. Основными задачами Центрального банка являются следующие: активное участие в разработке денежно-кредитной и финансовой политики правительства; всемерное сдерживание инфляционных процессов в стране, сокращение бюджетного дефицита; поддержание стабильности денежного обращения; обеспечение устойчивости курса национальной валюты; обеспечение государственного фонда валютных резервов; расширение кредитования коммерческих банков в основном за счет ресурсов эмиссионного фонда; расширение возможностей неэмиссионного кредитования и покрытия бюджетного дефицита на разных уровнях системы властей; максимальное использование методов денежно-кредитного управления банковской системой.

Существуют следующие способы кредитно-денежного контроля со стороны центрального банка: изменение учетной ставки для кредитов, изменение резервной нормы и операции на открытом рынке. Все способы влияют на изменение денежной массы в стране. Ставки, взимаемые центральным банком за ссуды, предоставляемые коммерческим банкам, называются учетной ставкой. С понижением учетной ставки увеличивается спрос коммерческих банков и их способность давать кредиты предприятиям и населению. Снижается и банковский процент за кредит, предложение денежной массы в стране возрастает. Примерно такое же влияние оказывает изменение резервной нормы. Ее снижение увеличивает способность банка выдавать ссуды и наоборот.

Денежная политика центрального банка изменяется в зависимости от экономической ситуации в стране. При спаде производства, неполной загрузке производственных мощностей, росте безработицы используется политика “дешевых денег”. Это делает кредит дешевым и легкодоступным. Для увеличения денежного предложения предпринимаются следующие меры: покупка государственных ценных бумаг на открытом рынке у банков и населения; понижение учетной ставки; понижение предписываемой законом резервной нормы. Увеличение денежного предложения понижает процентную ставку, вызывает рост инвестиций и повышение деловой активности. Политика “дорогих денег” используется в случае, когда в стране наблюдается инфляция. Эта политика делает кредит дорогим и труднодоступным. Для сокращения денежного предложения осуществляется продажа государственных ценных бумаг на открытом рынке, увеличивается учетная ставка, увеличивается резервная норма. Рост процентной ставки сокращает инвестиции и частично ограничивает инфляцию в стране.

Центральный банк РФ в последнее время сделал очень много для выполнения основных задач, стоящих перед ним. С 1995 года практически ликвидированы прямые банковские кредиты (без продажи облигаций государственных займов). Резко расширен выпуск различных государственных облигаций и займов и создана сеть региональных рынков ценных бумаг во главе с коммерческими банками. Внедрена (методом подписки) продажа облигаций государственных займов среди крупных инвесторов. Организована свободная купля-продажа облигаций на фондовом рынке по цене спроса и предложения, что позволило привлечь денежные средства населения и предприятий. Таким способом привлечено около 12 млрд. руб. Центробанком успешно внедрен обратный выкуп государственных займов у инвесторов. Это мероприятие стабилизировало фондовые рынки для дальнейшего привлечения денежных средств общества и поддержало курс ценных бумаг. Центробанк ввел ломбардные кредиты для коммерческих банков под залог ценных бумаг государства, изменил нормативы по резервным фондам и осуществил ряд мероприятий по поддержке платежеспособности коммерческих банков, внедрил продажу кредитных ресурсов на межбанковских аукционах по цене спроса и предложения. Для активизации российского предпринимательства был разработан ряд инвестиционных программ

с привлечением зарубежных инвестиций почти на 80 млрд. долл. США и подготовлены проекты совместного финансирования ведущих отраслей отечественного машиностроения и топливно-энергетического комплекса.

Банковские инвестиции могут классифицироваться по объекту, по регионам, срокам, целям вложений, по отраслям, по рискам. В зависимости от объекта различают инвестиции в ценные бумаги, в паи и долевые участия, в недвижимость, в имущественные права и т.п. По срокам инвестиции дифференцируются на краткосрочные (до 1 года), средне- (до 5 лет) и долгосрочные (свыше 5 лет). В зависимости от характера рисков инвестиции классифицируются на агрессивные, умеренные, консервативные и т.д. Как правило, наиболее употребительным является деление инвестиций по объектам вложений, а среди них самыми значимыми являются инвестиции в ценные бумаги - акции и облигации.

Банки осуществляют вложения в ценные бумаги только определенного инвестиционного качества. Акции в зависимости от оценки эмитента и поведения на рынке относятся к различным по оценке качества группам (в международно признанной терминологии США):

- "голубые фишки" - акции крупных признанных компаний, находящихся в стадии зрелости, в хорошем финансовом положении;
- акции второго эшелона - акции крупных, но более молодых компаний; они обладают, в принципе, теми же инвестиционными качествами, что и "голубые фишки", однако пользуются несколько меньшим доверием инвесторов;
- оборонительные акции - акции крупных признанных компаний; движение их курсовой стоимости замедленно по сравнению с другими ценными бумагами; они более устойчивы при падающем рынке и в тенденции приносят более высокие дивиденды;
- акции роста - акции компаний, показывающих в течение ряда лет прибыльность выше средней; они могут выплачивать очень низкие дивиденды, либо вообще их не выплачивать, ориентируя инвесторов на ожидание постоянного роста прибыльности и соответственно курсовой стоимости;
- циклические акции - движение их курсовой стоимости происходит одновременно с деловым циклом;
- спекулятивные акции - акции новых компаний или предприятий, находящихся на грани банкротства;
- переоцененные акции - акции с существенно завышенной курсовой стоимостью.

Инвестиционные качества облигаций в мировой практике принято оценивать в соответствии с рейтингом - сравнительной оценкой кредитного риска различных долговых ценных бумаг. Такая оценка обычно осуществляется независимыми рейтинговыми агентствами (которых пока в России нет). В основу рейтинга положена шкала качественных оценок:

- AAA** - высшее качество; покрытие долга самое высокое;
- AA** - превосходное качество; покрытие долга высокое;
- A** - среднее качество; покрытие адекватно;
- BBB** - среднее качество; покрытие адекватно, но есть некоторые слабые моменты;
- BB** - качество ниже среднего, облигации слегка спекулятивны; защита покрытия нестабильна;
- B** - среднеспекулятивные облигации; компания не способна к непрерывному выполнению своих обязательств перед кредиторами;
- CCC** - сильноспекулятивные облигации; есть опасность прекращения выплат.

Чем дальше продвижение по алфавиту, тем ниже рейтинг ценной бумаги и выше ее риск в сравнении с другими бумагами, тем ниже инвестиционное качество.

В международной практике принято выделять ценные бумаги

инвестиционного качества (для долгосрочных вложений с низким риском и высоким рейтингом) и спекулятивные ценные бумаги. Государственные органы могут запрещать банкам вложения в спекулятивные ценные бумаги и, наоборот, поощрять инвестиции в фондовые активы инвестиционного качества, к которым всегда относят государственные ценные бумаги (причинами являются интересы бюджета и стремление понизить риски банков).

В российской практике независимого и признанного рейтинга долговых бумаг пока не существует. Ни одна из российских акций (даже крупнейших предприятий) не может быть отнесена к "голубым фишкам" или оборонительным акциям. Косвенная оценка качества российских ценных бумаг осуществляется, исходя из нормативов Центрального банка: на основе оценки рисков ценных бумаг при установлении соотношения капитала банков и его активов, взвешенных с учетом риска (соотношение рисков ценных бумаг правительства, местных органов власти и корпоративных бумаг как 10 : 20 : 70); банкам не нужно создавать резервы под обесценение государственных ценных бумаг (следовательно, качество негосударственных фондовых ценностей ниже).

2.2. Инвестиционная политика и стратегия

Управление инвестициями основано на общих принципах банковского менеджмента и включает все необходимые его функции - прогнозирование (планирование), регулирование, организацию и контроль. Прогнозирование (планирование) осуществляется поэтапно и включает следующие моменты:

1. Определение типа инвестиционной политики банка.
2. Разработка руководства политикой (документ, определяющий инвестиционную стратегию сроком от 1 до 3 лет).
3. Оценка основных количественных ориентиров (требования к доходности и доле поступлений от инвестиций в прибыль банка; доля активов, связанных с инвестициями в ценные бумаги; предельные уровни ликвидности и риска; виды денежных ресурсов; предельные размеры затрат на развитие инвестиционной функции банка).
4. Учет внешних ограничений по инвестициям, установленных законодательством и центральным банком, а также налогового фактора.
5. Определение перспективной структуры портфеля ценных бумаг (соотношение инвестиций, отраслевые и региональные ориентиры, структура портфеля по видам ценных бумаг, по распределению рисков, требования к эмитентам, в чьи ценные бумаги будут вкладываться средства, требования к ликвидности фондовых инструментов).
6. Формирование основных портфельных стратегий и конструирование портфеля и его ресурсного обеспечения на квартальные даты и на конец планового (1 год) и прогнозируемого (2-3 года) периода.
7. Разработка количественных лимитов операционных подразделений, ограничивающих риски и обеспечивающих структуру портфеля.

В условиях жесткой конкуренции на рынке одним из наиболее важных направлений работы коммерческих банков является выработка инвестиционной стратегии. При инвестировании коммерческий банк, который является кредитором оказывается и инвестором средств в ценные бумаги предприятий, корпораций, компаний и государства. Основными факторами, определяющими инвестиционную деятельность банка, являются доходность и ликвидность.

Доходность ценных бумаг - это их способность приносить прибыль в сравнении с вложенными инвестициями. **Ликвидность ценных бумаг** - это их способность быть быстро превращенными в денежные средства. Ликвидность баланса предприятия, банка - это готовность превращения в денежные средства активов с целью выполнения обязательств по привлеченным ресурсам.

Для обеспечения ликвидности банки помещают небольшие суммы в банковские акцепты, коммерческие бумаги, брокерские ссуды и сертификаты товарно-кредитных корпораций. Для увеличения доходов, но в ущерб ликвидности, средства инвестируются в облигации правительственных учреждений и в ограниченных количествах - в первоклассные облигации корпораций. По отношению к доходу инвестиции являются вторым источником прибыли после процентов по кредиту. Доходность инвестиционной деятельности коммерческого банка зависит от целого ряда экономических факторов и организационных условий: стабильность экономики государства, наличие различных форм собственности в сфере производства и услуг, включая сферу банковской деятельности с преобладанием частной и акционерной форм собственности, отлаженная кредитная система, наличие развитого рынка ценных бумаг и его рыночных субъектов, отлаженная система законодательных актов и положений, регулирующих порядок выпуска и обращения ценных бумаг и деятельность самих участников рынка ценных бумаг, функционирование в обращении высококачественных классов и видов ценных бумаг.

Банковские доходы от инвестиций состоят из процентов и дивидендов от вложений в ценные бумаги, доходов от увеличения курсовой стоимости ценных бумаг, премий и разниц при вложениях в производные ценные бумаги, спреда (разницы между ценой покупки и продажи), возникающего при объявлении банком котировок ценных бумаг, находящихся в его портфеле, комиссионных или денежных вознаграждений при управлении портфелями ценных бумаг клиентов.

Доходность отдельных видов ценных бумаг, обусловленная колебаниями процентных ставок, как правило, зависит от курса ценных бумаг и срока их погашения. Чем короче срок погашения ценной бумаги, тем стабильнее ее рыночная цена, тем меньше колебаниям подвержена ценная бумага. Готовность банка жертвовать ликвидностью во имя прибыли и наоборот означает готовность идти на больший или меньший инвестиционный риск. Инвестиционная деятельность, прямо связанная с риском от операций с ценными бумагами, требует выработки стратегии, тактики и конкретных действий в данной сфере деятельности.

Инвестиционная стратегия - представляет собой расширение вложений на рынке ценных бумаг с целью увеличения доходов банка. Стратегия реализуется следующими методами: управления на основе контроля (в основном финансового); управления на основе экстраполяции; управления на основе разработки принципиально новых стратегий; управления на основе принятых оперативных решений. Выработкой инвестиционной стратегии и ее реализацией занимаются специальные инвестиционные отделы банков.

Вложение средств в ценные бумаги преследует цель - обеспечить приток денежных средств на протяжении длительного периода времени. В то же время банки постоянно лавируют между доходностью и ликвидностью. Инвестиции банка состоят из ценных бумаг, которые не могут быть включены во вторичный резерв. Они решают задачу пополнения вторичного резерва на основе ступенчатых сроков их погашения, поэтому их можно назвать опорой вторичного резерва. Если вторичный резерв исчерпан в связи с изъятием вкладов и увеличением спроса на ссуды, то для восстановления ликвидности банка его необходимо пополнить в течение короткого периода времени. Если же это не удастся осуществить путем привлечения средств, может потребоваться продажа ценных бумаг из портфеля инвестиций. Такая продажа становится необходимой в период ухудшения положения на денежном рынке и высоких процентных ставок за кредиты, когда спрос на ценные бумаги падает. В такой ситуации банк может реализовать свои бумаги с некоторым убытком для себя, но с уверенностью, что проценты по кредитам, выданным за этот период, перекроют все потери от продажи ценных бумаг по низким ценам и компенсируют риск.

Риск не ограничивается инвестиционной деятельностью, а риск от операций

с ценными бумагами можно уравновесить осторожной политикой в других областях. Банк с относительно крупным вторичным резервом может позволить себе больший риск в области инвестирования по сравнению с банком, располагающим менее ликвидными активами. Кроме того, банк, обладающий портфелем высококачественных ссуд и относительно устойчивыми вкладами, может взять на себя больший риск, чем банк, лишенный таких пассивов. Часто появляется и необходимость трансформировать часть вторичного резерва в ценные бумаги, которые отвечают требованиям вторичного резерва относительно их ликвидности. Инвестиционная политика банка, таким образом, должна быть направлена на сбалансированное удовлетворение потребностей в ликвидных активах и в доходности инвестиций.

В инвестиционной политике важно предусмотреть определенную структуру сроков погашения ценных бумаг. Один из подходов состоит в поддержании ступенчатой структуры сроков погашения ценных бумаг: средства вкладываются в ценные бумаги таким образом, чтобы в течение, например, двух лет погашение части портфеля происходило ежеквартально или ежемесячно. Средства, высвобождающиеся в результате погашения, реинвестируются в бумаги с самым длительным сроком. Этот подход обеспечивает простоту регулирования и контроля, а также стабильность дохода. К числу недостатков относится невозможность внесения изменений в структуру портфеля ценных бумаг, а следовательно, неполучение потенциальной прибыли от колебаний процентных ставок и невозможность учета потребности в наличных денежных средствах на конкретный момент деятельности банка, что сопряжено с возникновением убытков, связанных с падением цен на долгосрочные фондовые инструменты в период повышения процентных ставок.

При большой потребности в наличных средствах банку необходимо особое внимание уделить краткосрочным обязательствам, которые наиболее удобны для управления ликвидностью и в наибольшей степени застрахованы от изменения цен в результате изменения процентных ставок. Прогнозы динамики процентных ставок далеки от точности. Поэтому при доверии прогнозам и увеличении сроков инвестирования пострадает ликвидность банка, столкнувшегося с трудностями продажи облигаций в период повышения процентных ставок. Если же банк покупает краткосрочные ценные бумаги в надежде на повышение процентных ставок, а этого не происходит, банк теряет только в доходности.

При выработке инвестиционной политики важнейшим принципом является диверсификация инвестиций банка. Диверсификация, означающая наличие в портфеле нескольких видов ценных бумаг, является одним из методов уменьшения риска. Она не означает, однако, приобретения ценных бумаг всех подходящих сроков и качеств. Руководство банка вырабатывает основные характеристики инвестирования, которые устанавливают стандарты управления инвестициями. К основным из них относятся: учет имеющихся ресурсов, лимит которых устанавливается Советом директоров, утвержденный уровень качества покупаемых ценных бумаг, лимит срочности покупаемых ценных бумаг, желание Совета директоров осуществлять торговые спекулятивные операции.

По мере изменения экономической ситуации пересматривается и обновляется и инвестиционная политика банков. Аналитические отделы банков стремятся прогнозировать возможные изменения на рынке. При этом цена продажи должна быть выше цены покупки. Разница должна покрывать размер налога на операции с ценными бумагами, комиссионные, уплаченные бирже, и прочие издержки по покупке.

Котировки зависят от многих факторов: активности брокеров и дилеров, потребности в денежных средствах участников торгов, привлечения к торговле клиентов-дилеров, операций в центральном банке, близости срока погашения облигаций. Обязательным условием принятия решений по инвестированию

является расчет доходности инвестиционных вложений. На каждый день торгов управляющий отделом инвестиций должен рассчитывать ту доходность, которая, по его мнению, будет приемлемой при покупке и продаже.

Существует правило, по которому дилер должен стараться продавать облигации с наименьшей возможной доходностью, а покупать - с наибольшей. Это правило означает, что если удастся продать облигацию с доходностью, меньшей, чем доходность покупки этой же ценной бумаги, то прибыль от операции будет увеличена на разницу между доходностью продажи и доходностью покупки.

В зависимости от факторов и ограничений банк осуществляет определенный тип инвестиционной политики: практическое отсутствие инвестиций в целях большей устойчивости, консервативная, умеренная или агрессивная политика. Консервативная политика основана на минимальных рисках, высокой надежности и ликвидности ценных бумаг. В данном случае используются преимущественно государственные ценные бумаги, формируется стабильный портфель, для которого характерна низкая оборачиваемость бумаг. Умеренная политика основана на умеренных рисках, достаточной ликвидности и прибыльности ценных бумаг. В портфеле появляются высокорискованные спекулятивные бумаги, делаются попытки инвестиций в новые венчурные компании. Доля вложений в ценные бумаги стабильна или медленно растет. Агрессивная политика основана на высоких рисках, низкой ликвидности и высокой прибыльности ценных бумаг. Предпринимаются финансовые инновации, попытки овладения контрольными пакетами, спекуляции. Для данного варианта политики характерны большие ежедневные обороты и активно растущая доля вложений в ценные бумаги.

Система государственного надзора и контроля деятельности коммерческих банков России задает целый ряд ограничений на осуществление инвестиционной деятельности, поскольку включает в себя лицензирование, ограничение сфер деятельности, требование обеспечения достаточности капитала, поддержания стабильной ликвидности, образования нормы обязательных резервов. Наиболее крупным ограничением является запрещение банку осуществлять операции в производстве и торговле материальными ценностями, а также по страхованию всех видов, за исключением страхования валютных и кредитных рисков. Банки не могут выступать покупателями акций приватизированных предприятий и бывших чековых инвестиционных фондов. Банки не имеют права вкладывать более 5% своих активов в акции акционерных обществ. Банки не могут иметь в собственности более 10% акций какого-либо акционерного общества. Не допускается одновременный выпуск банками акций и облигаций. Запрещено перекрестное владение акциями. Запрещено участие в капиталах, доля государственной собственности в которых превышает 25%. Существуют и другие количественные ограничения Центрального банка на инвестиционные операции банков, которые задаются в виде экономических нормативов (ограничения размеров курсового риска, использования привлеченных депозитов для приобретения акций юридических лиц и другие).

2.3. Управление инвестиционным портфелем

Эпизодические вложения не позволяют сформировать инвестиционный портфель. Но если вложения в ценные бумаги и иные объекты инвестиций составляют десятки позиций, исчисляются крупными суммами и охватывают многих контрагентов банка, возникает проблема профессионального управления инвестициями как единым целым, то есть управления инвестиционным портфелем. По отношению к этому регулируемому целому выделяется

совокупность источников средств, формирующих инвестиционный портфель. Структура инвестиционного портфеля отражает определенное сочетание интересов инвесторов и консолидирует риски по отдельным видам ценных бумаг.

Управление портфелем включает определение задач портфеля в целом, разработку стратегии и реализацию тактики. В управлении портфелем применяются общие методы - планирование, анализ и регулирование его состава.

В зависимости от задач портфеля различают разные его типы: портфель роста капитала (ориентирован на быстрорастущие ценные бумаги), портфель дохода (получение высоких текущих доходов), портфель рискованного капитала (ценные бумаги и паи молодых компаний "агрессивного" рынка, по сути - спекулятивный портфель, цель которого - получение очень высоких доходов), сбалансированный портфель (сочетание высокодоходных ценных бумаг, высокорискованных и с быстро растущей ценой, то есть приращение капитала и получение высокого дохода балансируется с общими рисками), специализированный портфель (иностранные ценные бумаги, региональный или отраслевой портфель, портфель краткосрочных фондов).

Примерная структура портфеля ценных бумаг российского банка в 1995 году выглядела следующим образом: инвестиции в ценные бумаги, всего - 100%, в том числе государственные ценные бумаги - 81,2%, векселя учетные - 6,9 %, акции акционерных обществ - 5,1 %, негосударственные долговые обязательства - 4,7 %, акции предприятий - 2,1%.

Международной практике известен ряд прямых ограничений, оказывающих влияние на формирование структуры инвестиционного портфеля банков. Прежде всего - это обязательность вложений установленной части активов банка в государственные ценные бумаги (с целью понижения рисков банка, финансирования государственного долга и создания базы для операций Центрального банка на открытом рынке). Устанавливаются ограничения на вложения в ценные бумаги предприятий (с целью предотвращения концентрации экономической власти банков, снижения повышенных рисков, которые несут банки, если они непосредственно участвуют в делах клиента). Разрешается вкладывать средства только в ценные бумаги инвестиционного качества (с высоким рейтингом, демонстрирующим хорошее финансово-хозяйственное положение эмитента, пониженные риски, связанные с ценной бумагой, и ее неспекулятивный характер). Устанавливается зачет вложений в государственные бумаги при расчете соблюдения нормы резервных требований. Устанавливаются временные ограничения сроков вложений и сроков обращения ценных бумаг, в которые вкладываются средства с тем, чтобы не допустить трансформации денежных ресурсов, которые привлекает банк, в чрезмерно долгосрочные вложения.

В международной практике управления портфелями и их рисками общепринятым является подход к выбору типа портфеля, инвестиционной политики и, соответственно, уровня риска и доходности на основе установления количественных критериев распределения инвестиций. Именно они задают уровень риска и доходности портфеля. Приводимый пример взят из практики Мерилл Линч (1995 г.).

Контроль инвестиционных операций делится на оперативный, среднесрочный и перспективный, а основан на ежедневной аналитической обработке информации о состоянии портфеля. Состав портфеля требует

Количественные критерии распределения инвестиций

Тип портфеля	Акции	Облигации	Денежный резерв
Сохранение капитала	10 %	55 %	35 %
Поддержание текущей доходности	30 %	60 %	10 %
Долгосрочный рост	70 %	25 %	5 %
Поддержание доходности и перспектив роста	40 %	50 %	10 %
Агрессивный (спекулятивный)	50 %	35 %	15 %

ежедневного контроля и регулирования. Важнейшее значение имеет оперативное управление портфелем внутри рабочего дня. Ежедневный контроль за соблюдением количественных лимитов на заключение сделок ограничивает риски банка. Ежедневные изменения состава портфеля связаны с оперативным анализом изменения курсов, доходности и ликвидности входящих в него бумаг.

Схема работ по ежедневному, оперативному управлению инвестиционным портфелем имеет следующий вид:

1. Оценка текущего уровня риска, доходности и ликвидности портфеля; определение денежных ресурсов, которые дополнительно можно инвестировать по объему, срокам и стоимости привлечения; определение заданий по сокращению общего объема портфеля для поддержания ликвидности банка; переброска средств в более доходные активы;
2. Сравнительный анализ и отбор конкретных ценных бумаг для инвестиций: а) фундаментальный анализ (оценка фундаментальных факторов, влияющих на курс ценных бумаг - отрасли, региона, эмитента); б) технический анализ (прогноз доходности, ликвидности, риска ценных бумаг);
3. Постановка заданий по регулированию состава портфеля на начало дня (увеличение-сужение, изменение структуры, продажа одних и покупка других ценных бумаг в соответствии с прогнозом динамики их курса);
4. Введение дополнительных заданий по регулированию состава портфеля;
5. Учет количественных лимитов, установленных трейдеру;
6. Собственная спекулятивная стратегия трейдера, нацеленная на выигрыш в связи с колебаниями курсов внутри операционного дня;
7. Совершение трейдером сделок по покупке-продаже ценных бумаг.

Контроль инвестиционного портфеля (месячный, квартальный, годовой) направлен на анализ реализации стратегий банка и их корректировку. Он осуществляется по основным объектам и показателям, по которым планировался портфель (объем портфеля, структура, доля в активах банка, маржа между доходами от инвестиций и процентами по привлеченным денежным ресурсам, доля в прибыли банка и пр.). Наряду с этим дается оценка портфеля в целом, его доходности, риска и ликвидности с точки зрения целей банка.

В крупных банках обычно создается самостоятельное управление инвестиций, состоящее из подразделений по продуктовому (виды ценных бумаг), региональному или отраслевому признаку. Для управления инвестициями формируется отдел доверительных операций. Для выработки инвестиционных стратегий, их анализа и контроля создается отдел управления портфелем. Учетно-операционный отдел (сверка, расчеты, депозитарное хранение, регистрация ценных бумаг) может существовать как самостоятельное подразделение, так и в составе бухгалтерии. При значительных объемах работ некоторые отделы могут

быть подвергнуты дальнейшему дроблению.

Примерная организационная структура управления инвестициями может быть представлена в следующем виде: отдел управления портфелем, отдел доверительных операций, отдел государственных ценных бумаг, отдел срочных инструментов, отдел корпоративных ценных бумаг, отдел анализа и исследований, отдел муниципальных ценных бумаг, операционный отдел, прочие управления и отделы (брокерские операции, управление инвестиционными фондами, собственные эмиссии, андеррайтинг, регистраторские услуги и др).

2.4. Управление рисками

При осуществлении любого вида деятельности объективно существует опасность (риск) потерь, объем которых обусловлен спецификой конкретного вида деятельности. **Риск** - это вероятность возникновения потерь, убытков, недопоступлений планируемых доходов, прибыли.

Риски принято подразделять на две большие группы:

1. Систематический риск - это риск падения рынка ценных бумаг в целом; общий риск на все вложения в ценные бумаги состоит в том, что инвестор не сможет их высвободить без потерь (например, в России в 1991-1992 гг. и летом 1994 г. наблюдалось падение рынка ценных бумаг).

2. Несистематический риск - это все другие виды рисков, связанных с ценными бумагами; риск диверсифицируемый, понижаемый, степень риска выражается понятием инвестиционного качества ценных бумаг.

Разновидностями несистематического риска являются:

а. Макроэкономические, отраслевые, региональные риски, к которым относятся:

а) страновой - риск вложений в стране с неустойчивым социальным и экономическим положением (включает в себя политические, социальные и экономические риски); б) риск законодательных изменений (в связи с введением новых законодательных норм); в) инфляционный (обесценивание получаемых доходов); г) валютный (изменение курса); д) отраслевой (специфика отраслей - подвержены циклическим колебаниям, слабо подвержены, зарождающиеся, умирающие, стабильные, молодые - проявляется в изменениях инвестиционного качества ценных бумаг); е) региональный - риск потерь в связи с упадком хозяйства региона.

б. Риски предприятий (хозяйственный риск) - это риски потерь от вложений в ценные бумаги предприятия в связи с отрицательными результатами его финансовой деятельности. Риски - финансовые и нефинансовые - зависят от этапов жизненного цикла предприятия и типа поведения. Различают: а) кредитный (деловой) риск - риск невыплат процентов по долговым ценным бумагам или же самой суммы долга; б) риск ликвидности - риск потерь при реализации ценных бумаг из-за изменения оценки ее качества; в) процентный риск - риск потерь от изменения процентных ставок на рынке.

в. Риски управления инвестиционным портфелем и технические риски: а) капитальный риск - существенное ухудшение качества портфеля ценных бумаг; б) селективный риск - риск неправильного выбора ценных бумаг и неверной оценки инвестиционного качества; в) временной риск - риск эмиссии, покупки, продажи в неподходящее время, сезонных колебаний курсов; г) отзывной риск - риск потерь для инвестора в случае отзыва эмитентом отзывных облигаций в связи с превышением фиксированного уровня процентных выплат по текущим рыночным процентам; д) технические риски - риск поставки (невыполнение обязательств по поставке ценных бумаг), операционный (риск потерь в самом банке-инвесторе в связи с неполадками в компьютерных системах) и риск урегулирования расчетов (недостатки и нарушения технологий в платежно-

клиринговой системе).

Оценка рисков производится уже при планировании и контроле инвестиционного портфеля с использованием как внешнего рейтинга ценных бумаг, так и оценок собственного аналитического подразделения. Внешний рейтинг составляется на основе качественного и количественного анализа предприятия-эмитента и условий эмиссии. Качественный анализ включает оценки: внешнего экономического и регулятивного окружения; отраслевой и региональной принадлежности; рыночной ниши, степени диверсификации, уровня продукции и качества ресурсной базы эмитента. Количественный анализ оценивает: операционные результаты предприятия (прибыль, денежные потоки и т.д.), уровень прибыльности, эффективность использования активов, уровень капитализации и задолженность, состояние ликвидности. Риск портфеля не равен сумме рисков отдельных ценных бумаг, поскольку колебания доходности могут взаимно погашаться.

Управление рисками представляет собой комплекс мероприятий, целью которых является сведение к минимуму потерь, связанных с рисками. Для этого используются методы страхования и гарантирования инвестиций: портфельные стратегии, хеджирование рисков, получение гарантий у третьей стороны о принятии на себя ответственности за риск, договоры страхования инвестиционных рисков страховой компанией (страхование основной суммы и доходов от инвестиций).

Портфельные стратегии способны сокращать риски инвестирования. Существует несколько их вариантов:

1. При ожидании роста среднерыночного процента необходимо избавляться от средне- и долгосрочных ценных бумаг с фиксированным низким уровнем процента и увеличивать долю краткосрочных ценных бумаг, по которым процент будет повышаться; необходимо также увеличивать объем самого портфеля.

2. При ожидании снижения среднерыночного процента необходимо увеличивать долю средне- и долгосрочных ценных бумаг с фиксированным высоким уровнем процента и сокращать долю краткосрочных ценных бумаг, по которым процент будет понижаться; общий объем портфеля необходимо сокращать.

3. При обесценении национальной валюты необходимо сокращение доли в ценных бумагах и увеличение доли в иностранной валюте.

4. Близость пика роста курсов акций, сопровождаемая усилением ежедневных колебаний, является свидетельством угрозы падения рынка акций и требует соответственного перевода активов в государственные ценные бумаги.

5. Начало хозяйственного кризиса требует увеличения доли ценных бумаг экспортных предприятий и предприятий, производящих товары народного потребления.

6. Выявление группы недооцененных ценных бумаг, имеющих перспективы роста курсовой стоимости, требует адекватного сброса ценных бумаг, исчерпавших потенциал роста, и приобретения недооцененных бумаг.

Хеджирование – это операция по страхованию от риска изменения стоимости ценных бумаг путем заключения участником рынка двух противоположных сделок, в одной из которых он выигрывает от изменения их стоимости, в другой – проигрывает, сводя таким образом финансовые риски к минимуму за счет взаимного погашения выигрыша и проигрыша.

Первоначально хеджирование применялось при страховании валютных рисков и определялось как система заключения срочных контрактов и сделок, учитывающая вероятные в будущем изменения обменных валютных курсов и преследующая цель избежать неблагоприятных последствий этих изменений. В отечественной литературе хеджирование стало применяться и в более широком смысле как страхование рисков от неблагоприятных изменений цен на любые товарно-материальные ценности по контрактам или коммерческим операциям,

предусматривающим поставки (продажи) товаров в будущих периодах.

Контракт, который служит для страховки от рисков изменения курсов (цен), носит название **хедж**, а предприятие, осуществляющее хеджирование, называется **хеджер**. Хеджер стремится снизить риск, вызванный неопределенностью цен на рынке, с помощью покупки или продажи срочных контрактов. Это дает возможность зафиксировать цену и сделать доходы и расходы более предсказуемыми. Существуют две операции хеджирования: на повышение и на понижение.

Хеджирование на повышение, или хеджирование покупкой представляет собой биржевую операцию по покупке, например, опционов. Хедж на повышение применяется в тех случаях, когда необходимо застраховаться от возможного повышения курса (цен) в будущем. Он позволяет установить покупную цену намного раньше, чем будет приобретен реальный товар (ценные бумаги). Для компенсации потерь от предполагаемого роста курсов ценных бумаг необходима покупка срочного контракта по текущей цене и продажа его в момент приобретения ценных бумаг. Поскольку рост курсовых стоимостей ценных бумаг и связанных с ними срочных контрактов происходит пропорционально в одном направлении, то купленный ранее контракт возможно реализовать с тем же превышением, которое составит рост курсовых стоимостей. Таким образом, хеджер, осуществляющий хеджирование на повышение, страхует себя от возможного повышения курсов в будущем.

Хеджирование на понижение, или хеджирование продажей является биржевой операцией с продажей срочного контракта. Хеджер, осуществляющий хеджирование на понижение, предполагает в будущем осуществить продажу ценных бумаг и поэтому, продавая на бирже срочный контракт или опцион, он страхует себя от возможного снижения курсовых стоимостей в будущем. Если курсы ценных бумаг через какое-то время снизятся, а продавать активы нужно будет именно в тот момент, для компенсации предполагаемых потерь хеджер продает срочный контракт по высокой цене сегодня, а при продаже своего товара в будущем, когда цена на него упадет покупает такой же срочный контракт по снизившейся (почти на столько же) цене. Таким образом, хедж на понижение применяется в тех случаях, когда товар необходимо продать позднее.

Риск, связанный с хеджированием, не исчезает, его берут на себя спекулянты - те предприниматели, которые сознательно идут на определенный, заранее рассчитанный риск. Спекулянты на рынке срочных контрактов играют большую роль: принимая на себя риск в надежде на получение прибыли при игре на разнице курсов, они выполняют роль стабилизатора курсов. При покупке срочных контрактов на бирже спекулянт вносит гарантийный взнос, которым и определяется величина его риска. Если курсы ценных бумаг снизились, спекулянт, купивший ранее контракт, теряет сумму, равную гарантийному взносу. Если курсы ценных бумаг повысились, то спекулянт возвращает себе сумму гарантийного взноса и получает дополнительный доход от разницы в курсах ценных бумаг и в стоимости купленного контракта.

Возможны следующие стратегии хеджирования: 1) отказ от хеджирования - в этом случае субъект рынка принимает на себя риск и неявно становится спекулянтом, рассчитывая на благоприятную динамику курсов; преимущество заключается в отсутствии предварительных затрат и неограниченной потенциальной прибыли, а недостатком являются риск и потенциальные потери, определяемые курсовой изменчивостью; 2) хеджирование с помощью опционов обладает преимуществом полной защиты от неблагоприятной динамики курса, неограниченной потенциальной прибыли от благоприятной динамики курса и отсутствия неизбежного риска (если контракт не состоялся, можно продать опцион или отказаться от него); недостаток всего один - затраты, связанные с уплатой опционной премии.

Без хеджирования незастрахованная позиция полностью выигрывает при благоприятном изменении курса и проигрывает в ином случае. Опцион представляет собой наиболее гибкую стратегию хеджирования, обеспечивая полную страховку от повышения курса и возможность отказаться от опциона и оперировать на наличном рынке при обратной динамике курса. Опцион полностью лишен спекулятивного характера, так как его стоимость (премия) выражена в явной форме.

2.5. Инвестиционные банковские услуги

Банки выполняют целый ряд услуг инвестиционного характера. К ним относятся кредиты правительству, брокерские и консультационные услуги, управление потоками наличных денежных средств, андеррайтинг, услуги по лизингу, трастовые операции, поиск наиболее привлекательных объектов для слияний, финансирование приобретений других компаний, услуги по хеджированию риска, связанного с колебаниями процентных ставок и курсов национальных валют и возможные другие.

Кредиты правительству осуществляются в форме приобретения банками краткосрочных, среднесрочных и долгосрочных государственных облигаций. Услуги по управлению потоками наличных денежных средств представляют собой инвестирование избытков наличных денежных средств в краткосрочные ценные бумаги и кредиты. Традиционная банковская функция - консультационные услуги - включает консультации по всему спектру вопросов инвестирования. Брокерские услуги по операциям с ценными бумагами заключаются в посредничестве банков, в предоставлении клиентам возможности покупать акции, облигации и другие ценные бумаги без обращения к брокеру или дилеру, занимающемуся торговлей ценными бумагами. Иногда банки поглощают брокерские фирмы или приглашают брокера, который предлагает клиентам банка услуги по приобретению ценных бумаг в кредит.

Андеррайтинг - это гарантированное размещение или покупка новых ценных бумаг у их эмитентов и последующая их перепродажа другим покупателям с целью получения прибыли. В зарубежной практике ценные бумаги обычно распространяются через посредников (инвестиционные банки, банковские компании, брокерские конторы) по публикуемой подписке. Посредники, принимающие на себя обязанности по размещению и реализации ценных бумаг на рынке, называются андеррайтерами. Андеррайтер покупает ценные бумаги у выпускающих их акционерных обществ и компаний (эмитентов) по заранее установленной цене и затем размещает их среди частных или институциональных инвесторов (фондов, компаний, банков) по более высоким ценам. Отношения между эмитентом ценных бумаг и андеррайтером могут строиться на договорной или конкурсной основе. В России андеррайтинг не применяется. В основном акционерные общества сами размещают акции своими силами, так как руководители многих акционерных обществ уверены в том, что справятся с данной задачей без помощи посредника, а значит сохраняют часть своих средств.

Финансовый лизинг - это услуги по приобретению необходимого оборудования с помощью лизингового соглашения, по которому банк покупает оборудование и сдает его в аренду своему клиенту. Финансовый лизинг предусматривает выплату в течение срока аренды твердо установленной суммы арендной платы, достаточной для полной амортизации машин и оборудования и способной обеспечить лизингодателю прибыль.

При нынешнем очень сложном положении в банковской сфере и недостаточной ее готовности к расширению инвестиций в производство лизингу может принадлежать особая важная роль в интенсификации инвестиционного процесса. Суть сделок состоит в том, что между сторонами заключается договор

финансовой аренды (договор лизинга), по которому арендодатель обязуется приобрести в собственность указанное арендатором имущество у определенного им продавца и за плату предоставить его арендатору во временное владение и пользование для предпринимательских целей. Лизинг как метод финансирования инвестиций представляет собой комплекс имущественных отношений, связанных с передачей имущества во временное пользование на основе его приобретения и последующей сдачи в долгосрочную аренду. Природа его противоречива: по существу это вложение средств на возвратной основе в основные фонды (принципы срочности и возвратности) за комиссионное вознаграждение (принцип платности), следовательно, это кредитные отношения, кредитная сделка (по форме), поскольку стороны имеют дело с капиталом в товарной форме, лизинг внешне аналогичен инвестициям.

Основой лизинга, таким образом, является кредитная операция: лизингодатель оказывает финансовую услугу лизингополучателю, так как приобретает имущество в собственность за полную стоимость и за счет периодических взносов лизингополучателя по истечении определенного времени возмещает эту стоимость. Следовательно, лизинг - есть форма кредитования приобретения машин, оборудования и недвижимости (зданий и сооружений), альтернативная традиционному банковскому кредиту. Если квалифицировать лизинг как передачу имущества во временное пользование на условиях срочности, возвратности и платности, его можно рассматривать как товарный кредит в основные средства. Поэтому в экономической интерпретации лизинг - это кредит, предоставляемый лизингодателем лизингополучателю в форме передаваемого в пользование движимого и недвижимого имущества.

Разновидностями финансового лизинга являются:

1. Лизинг с обслуживанием - сочетание финансового лизинга с договором подряда, оказание целого ряда услуг по содержанию и обслуживанию сданного в аренду оборудования.

2. Леверидж-лизинг - особый вид финансового: большая доля (по стоимости) сдаваемого в аренду оборудования берется в аренду у третьей стороны - инвестора; в первой половине срока осуществляются амортизационные отчисления по арендованному оборудованию и уплата процентов по взятой ссуде на его приобретение, что понижает налогооблагаемую прибыль инвестора и создает эффект отсрочки уплаты налога.

3. Лизинг в "пакете" - метод финансирования, при котором здания и сооружения предоставляются в кредит, а оборудование сдается в аренду по договору аренды. В любом случае достоинствами финансового лизинга являются приобретение необходимого имущества без значительных капитальных затрат, снижение налогооблагаемой прибыли, упрощенное (по сравнению с банковским кредитом) заключение лизингового договора.

В США на лизинг приходится около одной трети инвестиций в оборудование. В западных странах с использованием лизинга осуществляется от 25 до 30% всех инвестиций. В России в 1996 г. доля лизинга составила лишь 1% суммарных инвестиций. Заинтересованность банков в лизинге обусловлена тем, что в данном случае речь идет не о денежном, а о товарном кредите, что существенно повышает надежность кредитных операций: деньги всегда можно использовать не по назначению. Развитие лизинга облегчает для банков проблему залога - им служит само оборудование, которое может быть отобрано при нарушении договора.

Постановление правительства "О развитии лизинга в инвестиционной деятельности" (июнь 1995 г.) способствовало созданию в ряде крупных коммерческих банков лизинговых компаний: "Интеррослизинг" (Онексимбанк), "Баллиз" (Петербургский Промстройбанк), "Лизингбизнес" (Мосбизнесбанк), "Инкомлизинг" (Инкомбанк), "Межсбер-Юраско лизинг" (Межэкономсбербанк). Сейчас относительно активно лизинг развивается в Москве, где для него создана

более развитая, чем в других регионах, нормативная база. Между тем в целом ее состояние нельзя признать удовлетворительным. После принятия второй части Гражданского кодекса РФ, введенного в действие в марте 1996 г., сложилась ситуация, когда прежняя нормативная база развития лизинга устарела, а новой, соответствующей Гражданскому кодексу, еще нет. Крайне важно поэтому ускорить принятие федерального закона "О лизинге", соответствующего по своим исходным позициям Гражданскому кодексу.

В настоящий момент в России созданы 25 лизинговых компаний. Особенно быстро процесс их создания происходит в авиации, конверсионных и перерабатывающих отраслях, в сельском хозяйстве. По программе развития лизинга должны быть созданы 7 региональных лизинговых центров в крупнейших городах страны, инвестиционный лизинговый консорциум российских банков и система информационного обеспечения лизинга. По оценке Минэкономики, к 2000 году объем лизинговых операций составит около 20 % всех инвестиций в экономику.

Трастовые операции представляют собой управление ценными бумагами, депозитными операциями, имуществом клиентов и распространяются как на физических, так и на юридических лиц. На западе широко распространено управление пенсионными и благотворительными фондами. В России трастовыми операциями серьезно занимаются не более 10 банков. Среди них особенно активную работу ведет банк "Кредит-Москва", который специализируется на работе по ведению трастовых операций для юридических и физических лиц. Комиссионные взимаются по двум схемам по выбору клиента: процент от суммы, которую передает клиент (1-4%), или составная комиссия - часть от суммы (до 2%) и часть от дохода (в пределах 10 %).

Проектное финансирование - относительно новый вид инвестиционной деятельности банков. При нем инвестиционный проект представляет собой самоокупаемую хозяйственную единицу: кредиты обеспечиваются за счет финансовых потоков проекта, его же средствами ограничивается и имущественная гарантия. Принципами проектного финансирования являются самоокупаемость и только промежуточное финансирование со стороны банков - до начала работ, то есть до появления дохода. Риски проекта распределяются между участниками и заказчиками, поставщиками и кредиторами. Банки готовы участвовать не более чем в 50 % необходимого объема финансирования. Банки берутся за управление инвестиционным проектом, если его рентабельность не менее 15 %, проект имеет хорошие перспективы получения доходов в валюте, а инициатор проекта вносит не менее 30 % стоимости программы. Банк стремится получить контрольный пакет проекта, осуществляет жесткий финансовый контроль, выявляет и рассредоточивает риски, производит подбор исполнителей (организует конкурсы и тендеры), а после реализации организует систематическое управление качеством выпускаемой продукции.

Банки участвуют в формировании **финансово-промышленных групп** - ФПГ (форма интеграции промышленного и финансового капитала). К началу 1997 года зарегистрированы 46 ФПГ. В них входят 720 предприятий и организаций, в том числе более 100 финансово-кредитных учреждений, включая 61 коммерческий банк, а также страховые компании и инвестиционные институты. Деятельность ФПГ охватывает около 100 направлений, преимущественно в высокотехнологичных отраслях. ФПГ отводится весьма значительная роль в инвестиционном процессе, "оживить" который они способны благодаря новым возможностям интеграции финансового и промышленного капитала: получение относительно дешевых финансовых ресурсов, аккумулируемых в финансовых подразделениях группы; сближение прямого и косвенного (портфельного) инвестирования; получение устойчивых доходов на временно свободные финансовые ресурсы.

Минэкономики и Минфином предложено создание инвестиционно-

финансового консорциума (одобрено постановлением правительства). Участники его - коммерческие и инвестиционные банки - получают право выпуска гарантированных государством ценных бумаг для финансирования инвестиционных проектов. Коммерческие банки, подтвердившие предоставление целевого финансирования для высокоэффективного инвестиционного проекта, имеют право обслуживать централизованные капиталовложения, выделяемые по конкурсу на этот проект.

Роль банков в финансировании инвестиций недооценима. Российские банки пока являются слабыми инвесторами и предпочитают краткосрочное кредитование экономики. Доля долгосрочных (по российским меркам - это срок более 1 года) инвестиций составляет около 5 % всех вложений банков. Между тем повышение ее до 20 % позволило бы увеличить валовые капиталовложения на 15-20 %.

Некоторая активность коммерческих банков в области портфельных инвестиций связана с наличием в стране предприятий, активы которых недооценены. Однако после их приобретения инвестиции (непосредственно в производство) осуществляются, как правило, в незначительных масштабах. Длительное "омертвление" значительной части активов, неизбежное при производственном инвестировании, под силу только крупным и устойчивым банкам. Для большинства коммерческих банков России характерны сравнительно небольшой собственный капитал, низкий удельный вес его в активах, преобладание краткосрочных пассивов, острая проблема ликвидности активов. Только у 12 % банков капитальная база отвечает международным стандартам.

Серьезные проблемы в деятельности коммерческих банков создают требования Центрального банка: обязательное резервирование в Центральном банке на уровне 20 %, в то время как на Западе эта доля составляет от 0 до 1 %.

Ряд банков имеет крупные пакеты акций нефинансовых предприятий. Создаются мощные конгломераты вспомогательных структур (торговые, брокерские, транспортные, лизинговые, строительные, риэлтерские, складские, маркетинговые, рекламно-информационные фирмы). Создаются разветвленные финансовые механизмы (страховые и инвестиционные компании, паевые и инвестиционные фонды). С помощью всех форм деятельности, структур и механизмов захватываются отрасли и регионы с наилучшими условиями приложения капитала.

3. РОЛЬ ФОНДОВОГО РЫНКА

Финансовый рынок представляет собой совокупность рыночных институтов, направляющих поток денежных средств от владельцев к заемщикам. Он включает денежный рынок, кредитный и фондовый рынок, который и является собственно финансовым.

Фондовый рынок - это сфера обращения фондовых ценных бумаг, создающих фондовые ценности - денежный капитал. На фондовом рынке функционируют финансовые (портфельные) инвестиции, предназначенные для приобретения этих ценных бумаг. Мобилизация временно свободных денежных средств и их инвестирование в различные виды деятельности осуществляются посредством обращения на фондовом рынке ценных бумаг. Ценные бумаги несут в себе следующие возможности: первичное размещение на фондовом рынке, обращение на фондовом рынке, возможность погашения (изъятия), возможность быть объектом залога и страхования, предметом срочных контрактов (фьючерсов и опционов).

На фондовых биржах инвестирование осуществляется как в прямой, так и в косвенной форме. Инвестиции осуществляются непосредственно в ценные бумаги и посредством передачи денежных средств для инвестирования от имени

их собственников, то есть управления финансами. Формой косвенного инвестирования в фондовые ценности является деятельность паевых, страховых и пенсионных фондов. Инвестиционные институты - страховые, пенсионные фонды, инвестиционные фонды и компании, трастовые компании - являются общепринятыми во всем мире поставщиками инвестиционного капитала.

Страховые компании используют страховые резервы на рынке капитала и рынке ценных бумаг. Основными источниками фондов являются комиссионные за страхование жизни, доход на ценные бумаги, ссуды под залог и для страховки. Особый интерес компании проявляют к высокодоходным долгосрочным ценным бумагам, особенно компании страхования жизни. Деятельность страховых компаний регулируется законом. Им разрешается держать облигации правительственные или гарантированные им, долговые обязательства (сертификаты гарантированных инвестиций траст-компаний), привилегированные акции, обыкновенные акции при определенных гарантиях доходности. Поэтому основными направлениями вложений являются акции, облигации предприятий и государства, а также предоставление ипотечного и потребительского кредитов, выдача ссуд под полисы.

Пенсионные фонды преследуют цели сохранности фондов и получения дохода на них. Доход на инвестиции пенсионных фондов не облагается налогом. Вложения концентрируются исключительно на рынке ценных бумаг, а их объектами являются высокодоходные государственные и корпоративные ценные бумаги.

Инвестиционные компании и фонды являются специализированными институтами, функционирующими исключительно на рынке ценных бумаг. Они выпускают собственные акции и осуществляют инвестиции в акции корпораций. Инвестиционным компаниям удается привлечь значительное количество мелких вкладчиков-инвесторов из физических лиц. Вложения средств в ценные бумаги должны обеспечить прибыль, достаточную для выплаты дивидендов по собственным акциям. Вложения осуществляются на вторичном рынке, а именно - на фондовой бирже. Через посредников - брокеров и маклеров - приобретаются ценные бумаги и одновременно ведутся спекулятивные операции с целью получения дополнительной прибыли, то есть приобретаются наиболее доходные акции. Это требует постоянного контроля рыночной ситуации и анализа конъюнктуры, постоянной оценки рисков.

Паевые инвестиционные фонды осуществляют инвестирование также в косвенной форме. Инвесторы вкладывают в фонды паи, а собранные средства инвестируются в фондовые ценности. Достоинством фондов является возможность диверсифицировать вложения, что недоступно мелким вкладчикам. Вложения осуществляются в разнообразные ценные бумаги, но в основном - в акции, опционы, фьючерсы.

Трастовые компании по характеру своих операций ближе всего к коммерческим банкам. Они предлагают многие из услуг, осуществляемых банками: прием вкладов, выдача ссуд под залог имущества, продажа пенсионных полисов. Назначение компаний - управлять по доверенности имуществом и ценными бумагами корпораций и отдельных лиц. Активы траст-компаний делятся на три группы: 1) фонды компаний, включающие акционерный капитал самих компаний; 2) гарантированные фонды, принятые в управление по доверенности; 3) наследственные, агентские и траст-фонды. Доходом компаний является сумма комиссионных за оказанные услуги и доходов с инвестиций. Собственникам принятых в управление фондов гарантируется получение фиксированного дохода. Наследственные фонды являются основой развития траст-бизнеса, обычно это недвижимость, которой траст-компания управляют по завещанию собственника в интересах наследников. Траст-компания могут управлять благотворительными фондами, пенсионными и взаимными фондами; управляют индивидуальными портфелями ценных бумаг. Общие направления инвестиционной деятельности

определяются законом. Компании являются консервативными инвесторами, излюбленная форма их вложений - под залог жилья.

В мировой практике развиты различные виды деятельности фирм по торговле ценными бумагами: брокерская, дилерская, формирование рынка (маркет-мейкинг), исследовательская и консультативная, управление финансами, операции по слиянию и поглощению компаний, управление фондами. Сочетать эти функции могут только банки, располагающие достаточными для этого средствами.

В России участниками рынков ценных бумаг также являются эмитенты, инвесторы и инвестиционные институты. **Инвестиционными институтами** являются юридические лица в любой гражданско-правовой форме, осуществляющие деятельность на рынке ценных бумаг. С 1991 г. существовали четыре основные их группы: финансовый брокер, инвестиционная компания, инвестиционный консультант, инвестиционный фонд. Инвестиционный институт мог начать свою деятельность в любом качестве после получения лицензии Минфина, которая выдавалась как на отдельные виды деятельности, так и одновременно на два или три из следующих видов - финансовый брокер, инвестиционный консультант, инвестиционная компания. Объединение деятельности в качестве инвестиционной компании и финансового брокера допускалось при условии, что инвестиционная компания осуществляет деятельность в качестве финансового брокера только через фондовые биржи.

Все категории инвестиционных институтов, кроме инвестиционного консультанта должны быть юридическими лицами и осуществлять свою деятельность с ценными бумагами как исключительную. Считалось, что банки могут выступать в качестве инвестиционных институтов на основании своей банковской лицензии, выдаваемой центральным банком. Фондовая биржа не была отнесена к категории инвестиционных институтов, ее статус был оговорен особо в Постановлении правительства, а деятельность требовала лицензии Минфина.

В 1994 г. в соответствии с указом президента **“О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг”** были регламентированы следующие виды инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг:

1. Брокерская деятельность - совершение сделок с ценными бумагами на основании договоров комиссии и (или) поручения.
2. Дилерская деятельность - совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и продажи ценных бумаг по объявленным ценам.
3. Депозитарная деятельность.
4. Деятельность по ведению реестра акционеров.
5. Расчетно-клиринговая деятельность по ценным бумагам - определение взаимных обязательств по поставке (переводу) ценных бумаг участников операций с ценными бумагами.
6. Расчетно-клиринговая деятельность по денежным средствам.
7. Деятельность по организации торговли ценными бумагами.

Перечисленные виды деятельности могли осуществляться только профессиональными участниками фондового рынка, то есть специализированными организациями, и только на основании лицензий, выдаваемых в установленном порядке.

Закон **“О рынке ценных бумаг”** 1996 г. дополнил инвестиционную деятельность еще одним видом - деятельностью по управлению ценными бумагами, заключающуюся в осуществлении доверительного управления ценными бумагами, денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги, денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами. Лицензирование этих видов деятельности осуществляет **Федеральная комиссия по ценным бумагам и**

фондовому рынку при Правительстве РФ (ФКЦБ). В соответствии с законом “О рынке ценных бумаг”, лицензирование инвестиционной деятельности осуществляется тремя видами лицензий - лицензией профессионального участника рынка ценных бумаг, лицензией реестродержателя и лицензией фондовой биржи. Фондовая биржа отнесена к категории организатора торговли.

В октябре 1997 г. ФКЦБ приняла постановление “**Об утверждении положения о порядке лицензирования различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг**”, которое установило новые общие правила лицензирования участников фондового рынка. Теперь на все виды деятельности нужна только одна лицензия. В новую лицензию будут вписываться сразу все операции, которыми планирует заниматься участник рынка ценных бумаг. Если у ФКЦБ есть претензии хотя бы по одному из видов деятельности, которыми планирует заниматься брокер, то отказ в выдаче лицензии будет означать, что ему в принципе нельзя работать на фондовом рынке. Тем самым значительно ужесточаются общие условия деятельности структур фондового рынка. Аналогичными по жесткости будут и требования, предъявляемые в случае аннулирования лицензии. Нарушение правил игры хотя бы по одному из направлений приведет к отзыву всей лицензии независимо от того, как участник рынка работает в других его секторах.

Новые положения содержатся и в разделе требований, предъявляемых к самим участникам рынка ценных бумаг. Это прежде всего касается размеров их собственного капитала. Для брокеров и дилеров условия не изменились: для работы по доверительному управлению сохранена прежняя цифра - 450 тысяч экю (около 540 тысяч долларов США). А вот собственный капитал организаций, осуществляющих доверительное управление, с 1 января 1998 года должен равняться 1 миллиону экю, то есть 1,2 миллиона долларов США. Новшеством стало и установление для клиринговых компаний минимального размера капитала в 100 тысяч экю (120 тысяч долларов США).

Лицензии на право ведения операций с ценными бумагами теперь будут выдаваться не на год, как раньше, а на три. Для организатора торгов (биржи) лицензия выдается на десять лет.

Формирование и развитие российского фондового рынка происходит в соответствии со сложившейся мировой практикой. Фондовый рынок подразделяется на первичный и вторичный. **Первичный рынок** - обслуживает эмиссии и первичное размещение ценных бумаг. **Вторичный** - является рынком, где производится купля-продажа ранее выпущенных ценных бумаг. Он, в свою очередь, подразделяется на биржевой и внебиржевой. **Биржевой** рынок представлен фондовой или валютной биржами. **Внебиржевой** - это сфера обращения ценных бумаг, не допущенных к котировке на фондовых биржах.

Фондовая биржа представляет собой аукцион, где купля-продажа ценных бумаг ведется посредством обмена инструкциями между трейдерами, а цены формируются по законам спроса и предложения. Функциями фондовой биржи являются: покупка-продажа ценных бумаг, предоставление эмитентам ценных бумаг дополнительных средств на неотложные нужды, перераспределение финансовых ресурсов, предоставление возможностей использовать денежные средства с выгодой.

Основной процедурой на фондовой бирже является **листинг** - включение акций в котировочный список для последующего вторичного размещения с одновременной проверкой уставных и финансовых документов эмитента. Для прохождения процедуры листинга необходимо соответствие компании и ее акций целому ряду требований - должен быть определенный размер дохода (минимальный чистый доход только определенного уровня), определенный размер капитала, чистых нематериальных активов, публичное размещение выпущенных акций, рыночная цена выпуска и ряд других.

Заполняемая заявка на листинг представляет собой анкету, включающую все факты материального характера о бизнесе. К заявке прилагаются копия устава, проспект эмиссии, отчет о прибылях и убытках за последние годы, годовые отчеты, образцы сертификатов, заключение юрисконсульта фирмы. После представления документов компания подписывает официальное соглашение о листинге и обязуется выполнять указанные инструкции: предоставить бирже сведения о полиграфическом исполнении акционерных сертификатов, годовые и промежуточные отчеты, сведения о дивидендах или нераспределенных доходах, планы андеррайтинга, выпуска опционов и т.п. Бирже уплачивается единовременный сбор за листинг, размеры которого зависят от числа акций, включаемых в биржевой список. Кроме того, ежегодно вносится плата за листинг. За листинг дополнительных акций взимается и дополнительный сбор. Комитет биржи по листингу выносит решение о включении акций в список и назначает дату торгов.

Стремление компаний обязательно пройти листинг на фондовой бирже связано с целым рядом преимуществ, которые дает эта процедура: престиж у инвесторов, лучшие условия кредитования, осведомленность о рынке, делах компаний, существенно облегчается оценка акций и заметно возрастает внимание со стороны инвесторов. Включение акций компании в котировочный лист является доказательством привлекательности их для инвесторов.

Внебиржевой рынок, он же “уличный” или неорганизованный, является другим сегментом вторичного рынка ценных бумаг. На нем обращаются акции, не прошедшие листинг, и практически все облигации. В Канаде, например, “уличный” рынок представлен примерно 100 дилерами и намного меньшим числом банков и траст-компаний. Дилеры имеют почти 90 прямых линий связи с другими дилерами, банками и крупными институциональными клиентами. Эта сеть покупателей, продавцов и посредников, общающихся между собой с помощью телекоммуникационной и компьютерной сети, и является “уличным” рынком ценных бумаг.

Торговля на “уличном” рынке ведется трейдерами. Они специализируются по видам финансовых активов (денежные инструменты, корпоративные облигации, государственные ценные бумаги и т.д.). Важным участником “уличного” рынка является центральный банк страны. Он покупает и продает государственные облигации с целью регулирования денежного обращения и управления государственным долгом. Трейдеры тесно сотрудничают с представителями центрального банка. Банк не делает рынок, а лишь реагирует на твердые заявки и предложения дилеров, которые постоянно делают ему предложения и “зондируют почву”.

Рынок ценных бумаг дополняет систему банковского кредита и взаимодействует с ней. Например, коммерческие банки предоставляют посредникам рынка ссуды для подписки на ценные бумаги новых выпусков, а те продают банкам крупные блоки ценных бумаг для перепродажи в розницу. В некоторых европейских странах основную посредническую роль на рынке ценных бумаг играют крупнейшие коммерческие банки. Важной частью рынка ценных бумаг является денежный рынок, на котором обращаются краткосрочные (до 1 года) долговые обязательства, главным образом казначейские векселя (билеты). Денежный рынок обеспечивает гибкую подачу наличности в казну государства и дает возможность корпорациям и отдельным лицам получать доход на их временно свободные денежные средства. Без него не может быть полноценного финансового рынка.

Повсеместно инвестиционный бизнес выделяется в специальную область хозяйственного законодательства и административного надзора. В США действует национальная Комиссия по биржам и ценным бумагам, отвечающая за разработку и соблюдение соответствующих законов. В Канаде каждая провинция имеет и

свою комиссию, и свой закон о ценных бумагах. Основопологающим принципом законодательства в данной сфере является обеспечение полного, правдивого оглашения эмитентами всех фактов, касающихся эмиссии ценных бумаг. Законы предусматривают для регулирующих органов в основном три функции, выполнение которых обеспечивает более или менее надежную защиту инвесторов от финансовых убытков:

1. Регистрация фирм-посредников и всех их работников на рынке ценных бумаг ; в США, Японии и многих европейских странах власть правительства распространяется и на биржу - необходимо ее официальное признание; нормативные документы биржи проверяются правительством; в Италии, Франции, Бельгии правительство само назначает брокеров и следит за работой биржи.

2. Обеспечение гласности - обязанность публиковать проспекты эмиссий, содержащих полную информацию о выпусках акций и эмитентах;

3. Поддержание правопорядка в отрасли.

Кроме государственного контроля и регулирования инвестиционного бизнеса в самой отрасли осуществляются самоконтроль и саморегулирование. Главным органом, обеспечивающим такое регулирование, является биржа. Другим органом, отвечающим за соблюдение законодательства о ценных бумагах, является профессиональная ассоциация работников инвестиционного бизнеса.

Как любой рынок, рынок ценных бумаг складывается из спроса и предложения и уравновешивающей их цены. Спрос создается корпорациями и государством, которым не хватает собственных доходов для финансирования инвестиций. Бизнес и правительства выступают на рынке ценных бумаг чистыми заемщиками (больше занимают, чем одалживают), а чистым кредитором является население, личный сектор, у которого доход превышает сумму расходов на текущее потребление и инвестиции в материальные активы (главным образом, жилье). Задача рынка ценных бумаг - обеспечить возможно более полный и быстрый "перелив" сбережений в инвестиции по цене, которая бы устраивала обе стороны.

Для решения этой задачи необходимо участие посредников-брокеров и инвестиционных дилеров. **Брокер** - это посредник, действующий от имени и по поручению клиента в пределах выделенных ему клиентом средств; получает комиссионное вознаграждение. **Дилер** - покупатель ценных бумаг от своего имени и за свой счет перепродает их (принципальные операции), получая выручку от продажи, - собственную прибыль.

В странах с рыночной экономикой брокеры и инвестиционные дилеры - это крупнейшие компании, профессионально занимающиеся посредничеством на РЦБ. Именно они, а не одиночки, определяют лицо современного инвестиционного бизнеса. Главной фигурой на рынке ценных бумаг является крупная фирма, интегрирующая в своей работе брокерские и дилерские операции. Наиболее точно выражает суть понятие "инвестиционный дилер", указывая на то, что фирма имеет дело не с коммерческим кредитом, а с инвестициями в финансовые активы.

Портфельные инвестиции означают покупку инвесторами тех или иных ценных бумаг долгосрочного характера. В России они осуществляются с начала 90-х гг. и преимущественно специально созданными в 1994-1995 гг. иностранными инвестиционными фондами, а также (хотя и в ограниченных масштабах) рядом российских коммерческих банков.

В современной инвестиционной стратегии России важна мобилизация средств населения (накоплений). В странах с развитой рыночной экономикой - это значительные ресурсы для долгосрочного инвестирования. Их приток идет через банки, эмиссию ценных бумаг, страховые, пенсионные и другие фонды. Необходимые для этого условия - достаточная доходность, доверие к финансовым институтам, развитый рынок ценных бумаг и высокая их ликвидность.

Направления вложений населения являются почти идеальным индикатором доверия к политике реформ. Последние годы прошли под знаком “долларизации” сбережений населения. По оценкам свободные средства населения составляют приблизительно 25-30 млрд. долл. США и 30-40 млрд. руб. Во вклады в банки и покупку ценных бумаг направляется не более 5-6 % денежных расходов населения, а на покупку валюты - 14-16 %. Следовательно, пока нет оснований рассчитывать на накопления населения как на существенный источник инвестиций.

Поэтому первоочередной задачей является необходимость развить систему коллективных инвестиций: создавать различные виды инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов, формирование которых пока находится на начальной стадии. Сейчас существует приблизительно 800 негосударственных пенсионных фондов. Правовой базы их деятельности нет. По временным правилам инвестирования активов пенсионных фондов, установленным в декабре 1995 г., жестко ограничен круг объектов помещения средств: запрещается вкладывать более 10% активов в один объект, кроме государственных ценных бумаг - вложения в них должны составлять не менее 30 % активов без установленного верхнего предела.

Аналогично и в сфере страхования, где действуют почти 300 компаний. Правда, решение правительства о направлении расходов на страхование в размере 1% от объема реализованной продукции на себестоимость позволит до 60% страховых сумм инвестировать в строительный комплекс.

Решение проблем привлечения инвестиций в российскую экономику во многом зависит от развития российского рынка ценных бумаг. С его помощью должны быть обеспечены условия для привлечения инвестиций на предприятия и доступ их к более дешевому (по сравнению с банковскими кредитами) капиталу. Противодействующими факторами, ухудшающими инвестиционный климат, являются современные проблемы российского рынка ценных бумаг: слабая защищенность прав акционеров, недостаточное развитие инфраструктуры, нестимулирующее налогообложение и другие.

Новый Закон РФ **“О рынке ценных бумаг”** (апрель 1996 г.) заменил более 110 разноуровневых нормативных документов и явился шагом вперед в развитии регулирования фондового рынка и рыночных отношений в целом. Закон регулирует эмиссию и обращение всех видов ценных бумаг, отношения, связанные с деятельностью профессиональных участников РЦБ, обеспечивает единое государственное регулирование и информационное обеспечение РЦБ.

Главным координатором РЦБ является **Федеральная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку** (ФКЦБ), которой придан статус федерального ведомства. Основные операторы РЦБ объединены в **Профессиональную ассоциацию участников фондового рынка России** (ПАУФОР). Кроме того, создана **Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев** (ПАРТАД), которая будет способствовать созданию депозитариев и кастодиальных банков, хранящих ценности и управляющих активами.

В июле 1996 г. Указом Президента утверждена **“Концепция развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации”**, которая определяет стратегию и основные положения государственной политики, а также развитие нормативной базы РЦБ. Важнейшими целями являются: формирование в России самостоятельного национального фондового центра; привлечение через ценные бумаги различных инвесторов. Для этого ФКЦБ ужесточает требования и стандарты работы на фондовом рынке.

Российский фондовый рынок представлен сейчас следующими основными сегментами: рынок государственных ценных бумаг, рынок акций и облигаций приватизированных предприятий, рынок ценных бумаг, эмитированных коммерческими банками, рынок муниципальных и областных облигаций и займов, рынок ценных бумаг частных институциональных эмитентов (в том числе

инвестиционных фондов). Структура рынка резко диспропорциональна: в 1995 г. около 99% всего биржевого оборота приходилось на долю государственных ценных бумаг, 0,1% - на акции производственных компаний и банков, хотя на внебиржевом рынке их доля значительно больше.

Рынок корпоративных ценных бумаг (акций) относительно молод (приблизительно 2 года), но характеризуется значительным прогрессом в развитии юридических и организационных основ. Обороты внебиржевого рынка в 1995 г. составили около 5 млрд. долл. США (к 2000 г. по оценкам обороты возрастут до 30-80 млрд. долл. США). В развитых странах рынок корпоративных ценных бумаг занимает ведущие позиции на фондовом рынке. В США на него приходится две трети оборота ценных бумаг. Данный сектор российского фондового рынка чрезвычайно неустойчив и характеризуется резкими конъюнктурными перепадами, низкой ликвидностью и большой разницей между ценами покупки и продажи акций.

Регулярно котируются акции ограниченного числа избранных предприятий, в основном газонефтяной промышленности, связи, энергетики, частично - металлургической и лесной. Количество наиболее ликвидных компаний, акциями которых торгуют ежедневно, невелико и растет медленно: в 1995 г. - 20, 1996 г. - 25. Причем 40 % оборота приходится на акции ПАО "ЕЭС России". Кроме того, рынок корпоративных ценных бумаг зависит от поведения ограниченной группы брокеров, действующих в интересах небольшого круга иностранных инвесторов.

Позитивными моментами являются: выход на рынок средних эмитентов, в числе которых и связанные с региональной инфраструктурой; постепенная смена состава иностранных инвесторов в сторону усиления роли консервативной их части, то есть тех, кто в меньшей степени угрожает рынку конъюнктурной дестабилизацией. Очень важным моментом является наличие гарантий по ценным бумагам, которые должны обеспечиваться правительством, муниципальными органами, крупными акционерными обществами. Начался процесс продвижения российских корпоративных ценных бумаг на зарубежные фондовые рынки, одной из форм которого является выпуск "Американских депозитарных расписок" (АДР), но пока нет нормативного обеспечения этого процесса.

Проявляется ориентация инвестиционных проектов на конечного пользователя, в частности по жилищному строительству. Указ Президента **"О выпуске и обращении жилищных сертификатов"** (июнь 1994 г.) регулирует порядок привлечения средств населения на эти цели.

В российских регионах для привлечения средств населения на инвестиционные цели используются выпуски под гарантии местных бюджетов облигационных займов. Это быстро развивающийся сектор: в 1992 г. было зарегистрировано 5 проспектов эмиссий, в 1997 г. - проспекты эмиссий зарегистрированы в двух третях субъектов Российской Федерации. Лидером является Санкт-Петербург, на долю которого приходится более половины объема данного сектора рынка. Большая надежность и ликвидность облигаций превращают их в оптимальный инструмент привлечения капиталовложений в производство. В мировой практике муниципальные облигации широко распространены.

Активно используется форма инвестиционных фондов, продающих свои акции и инвестирующих средства в различные ценные бумаги, а также управляющих совместными инвестициями владельцев капитала. В развитых странах 96% вложений в обыкновенные акции осуществляют инвестиционные фонды, и лишь 4% - индивидуальные инвесторы. Портфель (набор) ценных бумаг инвестиционного фонда должен быть диверсифицирован в такой степени, чтобы возможные потери в одной части компенсировались успехами в другой, а риск в целом был сведен к минимуму. "Портфельное мышление" считается одним из главных завоеваний современной теории рынков.

За рубежом наиболее распространены инвестиционные компании открытого типа - взаимные фонды. Некоторые компании владеют несколькими инвестиционными фондами, каждый из которых имеет определенный набор ценных бумаг (портфель инвестиций) и управляется отдельной командой менеджеров. Компания формирует свои ресурсы лишь за счет собственных средств и эмиссии ценных бумаг. По российскому законодательству инвестиционный фонд привлекает средства населения и может существовать исключительно в форме акционерного общества.

Новый элемент системы коллективного инвестирования в России - **паевые инвестиционные фонды (ПИФ)**. С 1996 г. на основании Указа Президента **“О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации”** (июль 1995 г.) ФКЦБ приняла ряд документов, регламентирующих деятельность паевых фондов. К началу 1997 г. действовали 6 ПИФ, общая стоимость чистых активов которых составляет около 40 млн. руб.

Все фонды созданы в Москве при участии американских финансовых организаций и финансовой группы “Кредит Свисс”. Деятельность фондов осуществляется под жестким контролем ФКЦБ. Четко определены финансовые инструменты, в которые могут вкладываться собранные средства: только высоколиквидные ценные бумаги и депозиты. ПИФы вкладывают средства в финансовые инструменты, ранее недоступные индивидуальному инвестору (ГКО, ОФЗ, акции крупных предприятий, наиболее привлекательных для надежных долгосрочных инвестиций). Новым моментом является открытость (через средства массовой информации) деятельности фондов. Институт ПИФов целиком привнесен извне зарубежными компаниями с богатым международным опытом и высоким профессионализмом.

Преимуществом ПИФ является освобождение от корпоративных налогов. Осуществляется также дифференциация степени риска. Открытые “Кредит Свисс” 3 фонда характеризуются разной степенью риска и уровнем доходности: 1) самый доходный, но наименее надежный осуществляет инвестиции в государственные валютные ценные бумаги и валютные депозиты крупнейших банков; 2) средний по риску и доходности - в рублевые ценные бумаги; 3) самый высокодоходный и рискованный - в акции крупных предприятий (Лукойл, Мосэнерго, Ростелеком).

В США взаимные фонды существуют уже 75 лет. В России новые инвестиционные институты только появляются на финансовом рынке. Но их потенциал и внимание, уделяемое государством, дают основание предполагать, что со временем они займут важнейшее место в инвестиционном процессе.

4. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ

Механизм управления инвестициями на микроуровне, то есть на уровне предприятий, связан в первую очередь с созданием и укреплением базы самофинансирования инвестиционного процесса. В современных условиях решающее значение придается росту объема и эффективности негосударственных и частных инвестиций. Для предприятий основным источником финансирования инвестиций становятся их собственные и привлеченные средства, доля которых должна достигнуть 70 % общего объема производственных капитальных вложений.

Согласно действующему законодательству, предприятия формируют инвестиционный капитал из разных источников. Собственные финансовые средства, то есть основа самофинансирования предприятия, образуются из прибыли, накоплений и амортизационных отчислений. Прибыль в ее количественном выражении выступает как часть денежной выручки, составляющая разницу между ценой реализации продукции или услуг, и ее полной себестоимостью. После уплаты в бюджет налогов и других платежей из прибыли

у предприятия остается чистая прибыль, часть которой может направляться на капитальные вложения производственного и социального характера. Однако в настоящее время большинство действующих предприятий не в состоянии финансировать инвестиции из своей прибыли, так как не располагают ею в необходимых объемах. В результате доля прибыли в источниках финансирования капитальных вложений предприятий пока составляет всего 9-11 % от всех осуществляемых ими инвестиций.

Вторым крупным источником финансирования инвестиций для предприятий выступают амортизационные отчисления, в связи с чем большое значение придается новой амортизационной политике. Для обеспечения антиинфляционной устойчивости собственных средств предприятий, предназначенных для инвестирования, введена регулярная (один раз в год) переоценка балансовой стоимости основных средств в соответствии с ростом цен и изменением условий воспроизводства капитала. Проведенные в 1992-1994 гг. разовые переоценки основных фондов не дали заметных результатов, поэтому необходимо использовать более гибкий механизм (типа индексации) для поддержки амортизационных отчислений на нормальном уровне.

В этих же целях выдвинуты и обсуждаются предложения о переводе амортизационных отчислений с основного расчетного счета предприятий на особый счет, применение которого позволило бы усилить контроль за целевым использованием этих отчислений. При этом возможна также консолидация амортизационных средств предприятий в специальных "объединенных фондах амортизации" (ОФА). Несмотря на явные достоинства этой меры, современное состояние финансовой инфраструктуры России едва ли позволит в ближайшее время эффективно использовать ОФА.

Предложения о введении ускоренной амортизации для ряда отраслей основаны на зарубежной практике. Принятые в нашей стране нормативные сроки службы оборудования в ряде случаев в 1,5-2 раза выше, чем аналогичные сроки в США и Японии. Но необходимо учитывать, что используемые в других странах механизмы ускоренной амортизации у нас могут применяться по отношению к высокотехнологичному оборудованию, установленному не ранее 1995 г., и лишь на уровне отдельных, высоколиквидных платежеспособных предприятий, насыщающих рынок конкурентоспособной продукцией, а не на уровне отрасли в целом.

Ориентир на амортизацию как существенный источник инвестиций для предприятий, безусловно, соответствует мировой практике, поскольку в западных странах она рассматривается как важнейший источник инвестиционных средств компаний не только для простого, но и для расширенного воспроизводства основного капитала. Значение амортизационных отчислений особенно возрастает в периоды экономических спадов. Так, в Германии во время кризисного спада начала 90-х годов доля амортизации в финансировании инвестиций выросла с 50 % - в 1990 г. до 73 % в 1993 г. В России, однако, до 1994 г. наблюдалась противоположная тенденция: доля амортизационных отчислений снижалась. В 1993 г. за их счет финансировалось не более 6 % валовых капиталовложений в основной капитал, за 1991-1994 гг. амортизационные отчисления в неизменных ценах сократились почти в 15 раз. Меры, принимаемые для увеличения роли этого источника в инвестировании предприятий, оказались недостаточно эффективными из-за неустойчивости экономики в целом, а также ввиду отсутствия контроля за использованием амортизационных отчислений предприятий. Исходя из этого, специалисты предполагают восстановить ответственность предприятий за формирование и целевое использование амортизационного фонда как главного инвестиционного ресурса воспроизводства основного капитала.

В целом причинами низкой инвестиционной активности предприятий являются следующие факторы: нехватка собственных средств, высокий процент

по кредитам, высокие цены на оборудование и строительно-монтажные работы, трудности получения долгосрочных кредитов, низкая прибыльность инвестиций. Очевидно, что в ближайшие годы собственные средства предприятий не смогут стать основными источниками финансирования валовых капиталовложений, что присуще экономикам, в течение длительного времени работающим в стабильных условиях.

Предприятия могут в определенных масштабах использовать на инвестиционные цели иные виды активов и привлеченных средств - это и основные фонды, и земельные участки, средства от продажи акций, средства, выделяемые на безвозмездной основе вышестоящими холдинговыми и акционерными компаниями, ФПГ. Источником безвозмездных инвестиций для предприятий могут являться ассигнования из бюджета (разных уровней), фондов поддержки предпринимательства. Но и здесь существуют ограничения: большинству бюджетов разных уровней свойственен дефицит. Наконец, реальным способом привлечения капитала на инвестиционные цели является выпуск акций предприятий.

Классической формой самофинансирования предприятий в странах с развитой рыночной экономикой являются собственные средства корпораций в виде нераспределенной прибыли и амортизации, которые дополняются определенной долей эмиссии ценных бумаг и кредита, полученного с рынка ссудного капитала.

Очевидно сходство источников. Источники финансирования инвестиций тесно связаны с финансово-кредитным механизмом инвестиционной сферы, где происходит их практическая реализация.

В общем виде источники финансирования инвестиций предприятий включают:

1. Собственные средства (часть прибыли и амортизационные отчисления).
2. Заемные средства (облигации, кредиты).
3. Привлеченные средства (выручка от продажи акций, паевых и других взносов).
4. Денежные средства Союзов предприятий (объединений).
5. Средства внебюджетных фондов.
6. Средства федерального бюджета, бюджетов субъектов РФ;
7. Средства иностранных инвесторов.

В России пока не сформирован полноценный рынок ценных бумаг, и инвестиционная деятельность предприятий характеризуется, главным образом, воспроизводством основных фондов, то есть осуществляются преимущественно прямые инвестиции. Однако объективно существуют предпосылки значительного развития финансовых инвестиций на уровне предприятий.

Рыночные принципы хозяйствования требуют адекватных форм организации производства и коммерческой деятельности хозяйствующих субъектов. Среди этих форм наиболее совершенной является акционерное общество. Она преобладает в странах с развитой рыночной экономикой, что объясняется двумя причинами. Во-первых, потребностью создания крупных промышленных объединений (корпораций, концернов), что не под силу мелкому частному капиталу. Во-вторых, возможностью привлекать денежные средства мелких собственников (граждан) для реализации крупных проектов и контролировать хозяйственную деятельность акционерного общества.

Акционерное общество является формой концентрации капитала путем его объединения посредством выпуска и продажи ценных бумаг (акций). По действующему в России законодательству акционерным обществом признается общество, уставный капитал которого состоит из определенного количества акций (обыкновенных и привилегированных), распределенных между акционерами. Акционеры не отвечают по обязательствам общества и несут риск убытков лишь

в пределах стоимости принадлежащих им акций.

Наличие общего капитала, разделенного на определенное количество акций, способствует аккумуляции значительных денежных средств в уставных капиталах акционерных обществ, что делает возможным реализовать крупномасштабные инвестиционные проекты. Принцип разделения ответственности между обществом в целом и его акционерами делает вложения средств в акции общества менее рискованными, так как ограниченная ответственность снимает с владельцев акций имущественную ответственность в случае неудовлетворительной хозяйственно-финансовой деятельности компании. Раскрываются и другие достоинства акционирования. Участие акционеров в управлении компанией пропорционально объему вложенных в нее уставный капитал средств способствует эффективному контролю за действием администрации общества и рациональному использованию материальных и денежных ресурсов. Вместе с тем, становятся возможными рискованные спекулятивные операции, поскольку акционеры в случае банкротства акционерного общества теряют только свой вклад, а не имущество. Вложения в так называемый венчурный капитал являются самыми рискованными, но и самыми высокодоходными.

По решению общего собрания акционеров общество может повышать уставный капитал посредством увеличения номинальной стоимости акций или выпуска дополнительных акций. Уставный капитал увеличивается за счет выпуска обыкновенных и привилегированных акций. Доля привилегированных в общем объеме акций составляет не более 25 %. Кроме того, акционерным обществом могут выпускаться облигационные займы на сумму, не превышающую величину оплаченного уставного капитала, либо обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами. При отсутствии обеспечения выпуск облигаций допускается не ранее третьего года деятельности акционерного общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов.

Акционерное общество не вправе выплачивать дивиденды до полной оплаты всего уставного капитала, а также если стоимость чистых активов ниже уставного капитала и резервного фонда или станет меньше их суммарной величины в результате выплаты дивидендов. Порядок распределения прибыли акционерного общества строго определен: в первую очередь выплачиваются проценты по облигациям, затем - дивиденды по привилегированным акциям и в последнюю очередь - дивиденды по обыкновенным акциям.

Объективными предпосылками эффективного управления финансовыми ресурсами и инвестициями в акционерном обществе являются: наличие разнообразных форм собственности на средства производства; самофинансирование хозяйственной деятельности; рыночные принципы ценообразования; наличие рынков товаров, капитала и труда; четкая регламентация степени государственного вмешательства (нормативно-правовая база).

Особенностями управления финансами и инвестициями акционерного общества в условиях формирования рыночных отношений являются: ориентация управления на сохранение и улучшение рыночных позиций компании; гибкость (благодаря учету конъюнктуры) и учет фактора риска при принятии инвестиционно-финансовых решений.

Различают следующие подсистемы в управлении инвестиционно-финансовой деятельностью акционерного общества:

1. Финансовый и инвестиционный анализ.
2. Инвестиционно-финансовое планирование.
3. Управление краткосрочными финансовыми ресурсами, вложенными в текущие (оборотные) активы (управление денежными потоками, использование коммерческого и краткосрочного банковского кредита).

4. Управление долгосрочными финансовыми ресурсами и инвестициями (бюджетирование капитала, привлечение средств путем эмиссии акций, корпоративных облигаций, получения долгосрочных кредитов, использования лизинга и т.д.).

5. Оценка различных рисков.

6. Принятие инвестиционно-финансовых решений на основе данных экономического анализа и оценки рисков.

7. Выполнение решений, финансовая отчетность и контроль.

Акционерным обществом разрабатываются и утверждаются планы и прогнозы, строится финансово-инвестиционная стратегия развития, составляется бизнес-план.

Длительное отсутствие законов об акционерных обществах и ценных бумагах оказало негативное влияние на процесс формирования правовой базы их деятельности. Несмотря на постепенное преодоление этих недостатков, современное российское законодательство отличается большим количеством различных нормативных актов, их противоречивостью и непоследовательностью. Тем самым, управление финансами и инвестициями на микроуровне все еще существенно затруднено.

Несмотря на трудности, предприятия различных форм собственности (государственной, акционерной, смешанной) в условиях рынка расширяют свою доходную базу, проводя дополнительные операции, в частности, на рынке ценных бумаг. В настоящее время и государственные, и акционерные предприятия располагают возможностью вкладывать свободные денежные средства, полученные от основной производственной деятельности, в различные виды ценных бумаг. В связи с этим возникает новое направление их деятельности - управление портфелем ценных бумаг. Это требует высокопрофессиональных знаний - о рынке ценных бумаг, оценке инвестиционного портфеля с точки зрения выгоды вложений, об участниках рынка, о системе государственного регулирования и законодательства, о механизме функционирования фондовой биржи, брокерских фирм, об эмитентах ценных бумаг и многое другое. В связи с этим управление инвестиционным портфелем предприятий зачастую поручается профессионалам или же требует привлечения на предприятия финансовых менеджеров соответствующей специализации.

Для эффективного управления инвестиционным портфелем предприятия финансовый менеджер должен использовать следующие принципы, которые широко применяются в мировой практике при формировании инвестиционного портфеля:

1. Успех вложения в ценные бумаги зависит от правильного распределения средств по типам активов: на 94 % - выбором ценных бумаг (акции крупных компаний, государственные краткосрочные бумаги), на 4 % - выбором конкретных ценных бумаг заданного типа, на 2 % - моментом приобретения ценных бумаг.

2. Риск вложений в определенные ценные бумаги зависит от вероятного отклонения прибыли от ожидаемого значения; прибыль прогнозируется на основе статистических данных о динамике прибыли в прошлом, а риск - как среднеквадратические отклонения от ожидаемой прибыли.

3. Общая доходность и риск портфеля могут меняться в результате изменения его структуры.

4. Все оценки, которые используются при составлении инвестиционного портфеля, носят вероятностный характер, формирование самого портфеля возможно только при наличии следующих факторов: развитого рынка ценных бумаг, определенного периода его работы, статистических данных о рынке.

Создание инвестиционного портфеля предприятия проходит в три этапа: 1) формирование целей его создания и определение приоритетности (регулярное получение дивидендов или рост стоимости активов, задание уровней риска,

минимальной прибыли, отклонения от ожидаемой прибыли); 2) выбор компании, предприятия, банка, правительства, чьи ценные бумаги будут приобретены; 3) выбор коммерческого банка, который будет вести счет по инвестиционному портфелю.

Общий риск портфеля складывается из двух частей; диверсифицированного риска, который может быть лимитирован за счет диверсификации (инвестирование определенной суммы денег в акции нескольких компаний менее рискованно, чем этой же суммы в акции одной компании); недиверсифицированный (систематический) риск, который нельзя сократить изменением структуры портфеля. При управлении инвестиционным портфелем финансовые менеджеры предприятий пользуются так называемой портфельной теорией, в рамках которой статистическими методами выполняются наиболее выгодные распределения риска портфеля ценных бумаг и оценки прибыли. Данная теория состоит из следующих четырех элементов: оценки активов, инвестиционных решений, оптимизации портфеля, оценки результатов.

Под **инвестиционным портфелем** понимается совокупность ценных бумаг, принадлежащих предприятию, разного срока действия и разной ликвидности. Любой инвестиционный портфель представляет собой определенный набор акций, облигаций с различной степенью обеспечения и риска, бумаг с фиксированными гарантированными доходами. Доходы представляют собой валовую прибыль по всей совокупности бумаг данного портфеля.

“Теория портфеля” предполагает оптимальное построение программы инвестиций, которая позволяет при имеющимся в распоряжении капитале либо получить заданный доход при минимальном риске, либо максимальный доход при заданном риске. Инвестиционный портфель формируется на основе диверсификации вложений, и чем большее количество типов ценных бумаг включено в портфель, тем меньше изменяется его цена в случае падения курса одной из его составляющих. В мировой практике принято ограничивать инвестиции в данный вид ценных бумаг 10% общей стоимости портфеля, по мере расширения этот предел может понижаться до 5 % и менее.

Тип портфеля - это его обобщенная характеристика с позиции задач, стоящих перед ним, или видов ценных бумаг, входящих в портфель. Существует следующая классификация портфелей: портфель роста, портфель дохода, портфель рискованного капитала, сбалансированный портфель, специализированный портфель, портфель стабильного капитала и дохода; портфель краткосрочных фондов; портфель средне- и долгосрочных фондов с фиксированным доходом; региональные и отраслевые портфели; портфель иностранных ценных бумаг.

Предприятия в своей практике используют и применяют первые три портфеля, поскольку они являются менее рискованными при инвестиционной стратегии в целом. Портфель роста ориентирован на акции, быстро растущие на рынке в курсовой стоимости. Цель таких портфелей - приращение капитала инвесторов. Портфели дохода ориентированы на получение высоких текущих доходов. Курсовая стоимость ценных бумаг в таком портфеле растет намного медленнее. Портфели рискованного капитала состоят преимущественно из ценных бумаг молодых компаний или предприятий “агрессивного типа”, выбравших стратегию быстрого расширения на основе универсализации, новой технологии и выпуска новой продукции.

Существует также классификация портфелей по соотношению риска и дохода:

- “агрессивный портфель” - значительный доход при значительном риске - для него выбираются ценные бумаги, курс которых значительно изменяется в результате краткосрочных вложений для получения быстрой прибыли;
- рыночный - фактически повторяет в меньших пропорциях структуру рынка

ценных бумаг и позволяет при заданном риске получить максимальный доход;
- консервативный - минимальный риск при использовании надежных, но медленно растущих бумаг; гарантии получения дохода не поддаются сомнениям, но сроки получения разделены.

Кроме диверсификации (распределения инвестируемых средств между различными финансовыми инструментами) для снижения риска используются также принципы страхования и лимитирования. Страхование рисков связано с отказом от части дохода в целях снижения финансовых рисков. В сфере обращения ценных бумаг принято хеджирование. **Лимитирование** представляет собой установление предельной доли средств, инвестируемых в один финансовый инструмент.

Доходность портфеля измеряется в процентах прибыли на вложенный капитал, а риск - как сумма возможной потери в процентах от вложенного капитала.

В настоящее время "портфельный" подход получает все большее распространение на фондовом рынке - большинство предприятий используют этот метод для работы с частными инвесторами. Главную роль при этом играет информация, одинаково важная для принятия решений и агентом (банком), и доверителем (клиентом). Особое внимание уделяется анализу динамики происходящих курсовых колебаний, взаимосвязи происходящих курсовых колебаний и изменений ситуации у эмитента. Анализируя эти изменения, финансовые менеджеры принимают решения об инвестировании в те или иные бумаги, включении или невключении их в состав портфеля.

При формировании инвестиционного портфеля необходимо учитывать фактор переоценки акций, обусловленный сильной изменчивостью рыночной ситуации и финансовым состоянием объекта инвестиций. Финансовый анализ предполагаемого объекта инвестиций является неотъемлемой частью инвестиционного процесса на всех стадиях. Инвестор не будет иметь дела с юридическим или физическим лицом, финансовое состояние которого ему неизвестно. В развитых странах публикации финансовой отчетности являются общепринятым условием нормальных деловых связей; там существуют специальные справочники, ознакомившись с которыми можно получить представление о финансовом положении фирмы. В отечественной практике качество работы по финансовому анализу определяется квалификацией эксперта, достоверностью информации и используемой методикой аудита.

Управление инвестиционным портфелем представляет собой изменение его структуры через определенное время при отклонении параметров от установленных или желаемых, а также изменении инвестиционных целей.

Управление включает все известные функции - анализ, планирование, регулирование и контроль. Управление осуществляется в соответствии с инвестиционной стратегией и политикой предприятия - определяются задачи портфеля в целом, разрабатываются стратегия и тактика, способы и методы оперативного регулирования и контроля.

Существует несколько общих схем управления портфелем: 1) схема дополнительной фиксированной суммы, заключающаяся в инвестировании фиксированной суммы денежных средств через определенные промежутки времени; 2) схема фиксированной спекулятивной суммы, при которой портфель делится на две части - спекулятивную и консервативную с фиксированным размером первой; 3) схема фиксированной пропорции основана на установлении определенного соотношения между консервативной и спекулятивной частями портфеля; 4) схема плавающих пропорций, напротив, не устанавливает никаких ограничений в соотношении спекулятивной и консервативной частей портфеля; 5) схема фьючерсных контрактов имеет целью страхование от резких изменений рыночной конъюнктуры и удобна при больших портфелях.

Кроме использования возможностей увеличения доходов от операций с ценными бумагами, предприятия начинают осваивать и другие методы инвестирования, в частности, лизинг. Лизинг является способом финансирования инвестиций, основанным на долгосрочной аренде имущества при сохранении права собственности за арендодателем. Лизинг позволяет привлечь средства на приобретение основных фондов путем долгосрочной финансируемой аренды. **Лизинг** - это передача имущества во временное пользование на основе его приобретения и последующей сдачи в долгосрочную аренду.

Если рассматривать лизинг как передачу имущества во временное пользование на условиях срочности, платности и возвратности, то его можно считать товарным кредитом. Лизинг - есть форма кредита, предоставляемого лизингодателем лизингополучателю в форме передаваемого в пользование движимого и недвижимого имущества. Субъекты отношений - заимодавец (лизингодатель) и заемщик (лизингополучатель), а объект ссуды - отдельные элементы основного капитала (средств) предприятия.

При лизинге право пользования имуществом отделяется от права владения. Лизингодатель (собственник) сохраняет за собой право владения на передаваемое имущество, тогда как право пользования переходит к лизингополучателю. За обладание таким правом он производит лизинговые платежи. После окончания срока лизинга объект остается собственностью лизингодателя. В договоре может быть предусмотрено и право лизингополучателя на приобретение объекта сделки после истечения срока договора. В таком случае к нему после оплаты лизинга переходит и право собственности.

Различают два вида лизинга - финансовый и операционный. **Финансовый лизинг** предусматривает выплату лизингополучателем в течение периода действия договора сумм, покрывающих полную стоимость амортизации оборудования или большую ее часть, а также прибыль лизингодателя. По истечении срока договора лизингополучатель может вернуть объект лизинга, заключить новый договор на аренду или выкупить объект лизинга по остаточной стоимости. **Операционный лизинг** заключается на срок, меньший амортизационного периода имущества. После окончания сделки объект лизинга возвращается владельцу или вновь сдается в аренду.

Существуют две основные формы лизинга - прямой и возвратный. **Прямой финансовый лизинг** предпочтителен, когда предприятие нуждается в переоснащении уже имеющегося технического потенциала. Лизинговая фирма при этой сделке обеспечивает 100%-ное финансирование приобретаемого оборудования. Техника поступает непосредственно пользователю, который рассчитывается за нее с лизинговой фирмой в течение срока аренды. **Возвратный лизинг** представляет собой получение дополнительных финансовых ресурсов под залог собственных основных средств заказчика. Суть в том, что лизинговая фирма приобретает имущество у лизингополучателя и тут же предоставляет ему это имущество в аренду. Договор возвратного лизинга распространяется на весь период полезной службы оборудования и предусматривает последующий переход права собственности на имущество вновь к лизингополучателю. Предприятие тем самым получает финансовые средства, гарантией возврата которых является его собственное оборудование, заложенное лизинговой фирме.

Схема лизинговой сделки такова. Хозяйствующий субъект, нуждающийся в основных фондах, находит поставщика или завод-изготовитель и сообщает лизинговой фирме стоимость нужных основных фондов, их технические данные и способы использования. Лизинговая фирма заключает с хозяйствующим субъектом договор, согласно которому фирма полностью оплачивает поставщику стоимость основных фондов и сдает их в аренду хозяйствующему субъекту с правом выкупа в конце срока аренды. Одновременно лизинговая фирма заключает договор с поставщиком о приобретении основных фондов. При заключении лизингового договора требуется

банковская гарантия либо залог или страхование лизингового платежа и имущества, которое является объектом лизинговой сделки. Основные фонды поступают хозяйствующему субъекту непосредственно от поставщика. В договоре указывается, сколько процентов лизингополучатель должен уплатить за эту своеобразную ссуду, определяется график платежей, которые должны вернуть лизинговой фирме стоимость основных фондов и принести ей лизинговый процент. По согласованию сторон, платежи могут вноситься после получения выручки от реализации продукции, произведенной с использованием лизинговых основных фондов. Лизинговая плата является основным финансовым аспектом договора. Она зависит от вида основных фондов, срока лизинга, графика платежей и включает в себя возмещение полных затрат лизингодателя с учетом нормальной прибыли. Обычно сумма лизинговой платы является фиксированной, но в условиях инфляции в договоре предусматривается возможность пересмотра величины лизингового процента.

Лизинговые сделки совершаются обычно на длительный срок - от 1 до 15 лет. Однако в России в условиях инфляции лизинговые сделки заключаются на срок не более одного года. Субъектами лизинговой сделки являются три стороны: поставщик или предприятие-производитель основных фондов, лизингодатель (лизинговая фирма) и лизингополучатель (хозяйствующий субъект).

Фактически лизинг представляет собой форму материально-технического снабжения с одновременным кредитованием и арендой. Лизингополучатель выплачивает лизинговой фирме не арендную плату, а полную стоимость имущества в рассрочку. В случае выявления дефектов основных лизинговых фондов лизинговая фирма полностью освобождается от претензий. Претензии по трехстороннему договору предъявляются поставщику.

Договор лизинга заключается на следующих условиях: 1) срок лизинга равен сроку службы основных фондов; 2) сумма платежа включает в себя стоимость основных фондов, проценты за кредит, комиссионные платежи; 3) риск, связанный с порчей и гибелью, принимает на себя лизингополучатель; 4) основные фонды являются собственностью лизинговой фирмы. После окончания срока лизинга и выкупа в соответствии с договором основные фонды переходят в собственность лизингополучателя.

Несомненным достоинством лизинга является то, что предприятие имеет возможность получить основные фонды и начать их эксплуатацию, не отвлекая деньги из оборота. Основные фонды в течение всей сделки находятся на балансе лизинговой фирмы, а платежи ей относятся к текущим расходам предприятия, то есть включаются в себестоимость производимой продукции, следовательно уменьшается сумма прибыли, облагаемая налогом. Лизинговая фирма не связана обязательствами за качество основных фондов. За платежи в рассрочку она имеет гарантийный залог и сами основные фонды, которые может вернуть себе полностью в случае невыполнения каких-либо условий договора лизинга. Лизинговое соглашение позволяет выработать для лизингополучателя более удобную схему финансирования, чем при получении ссуды.

При проведении международного лизинга стороны могут успешно использовать налоговые льготы стран-участниц лизинговой сделки, которые как правило весьма существенны. Аналогичную практику следует закрепить и во внутристрановых лизинговых операциях. В зарубежных странах на лизинговые сделки приходится значительная доля инвестиций - в США - это треть всех инвестиций в оборудование.

Значительное развитие лизинга в России требует, как уже отмечалось, прежде всего стимулирующей законодательной базы, которая в настоящий момент отсутствует.

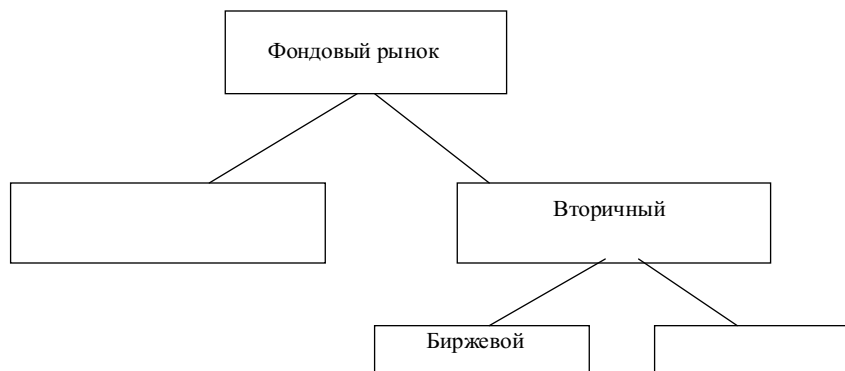
ЗАДАНИЯ ДЛЯ САМОСТОЯТЕЛЬНОЙ РАБОТЫ

- 1. Составьте логическую схему базы знаний по теме курса.**

2. Классифицируйте перечисленные финансовые инструменты в три основные группы:

- опционы
- облигации
- привилегированные акции
- фьючерсы
- обыкновенные акции
- варранты

3. Восстановите пропущенные элементы в схеме



4. Продолжите перечень основных видов акций в общепринятой международной терминологии:

- голубые фишки
-
-
-
-
-

5. Укажите разновидности инвестиционных институтов.



6. Заполните таблицу, характеризующую структуру основных типов инвестиционных портфелей.

Тип портфеля	Акции	Облигации	Денежный резерв
Сохранение капитала	10%	55%	35%
Долгосрочный рост			
Агрессивный (спекулятивный)			

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЯМИ

ЮНИТА 1

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ НА МАКРО- И МИКРОУРОВНЕ

Редактор Е.М.Евдокимова
Оператор компьютерной верстки А.Б.Кондратьева

Изд. лиц. № 015286 от 27.09.96 г.
Тираж

Сдано в печать
Заказ
